



# Handelshøyskolen BI

## BTH 36201 Bacheloroppgave - Økonomi og administrasjon

Bachelor thesis 100% - F

### Predefinert informasjon

|                       |                           |                        |                            |
|-----------------------|---------------------------|------------------------|----------------------------|
| <b>Startdato:</b>     | 09-01-2023 09:00 CET      | <b>Termin:</b>         | 202310                     |
| <b>Sluttdato:</b>     | 01-06-2023 12:00 CEST     | <b>Vurderingsform:</b> | Norsk 6-trinns skala (A-F) |
| <b>Eksamensform:</b>  | D                         |                        |                            |
| <b>Flowkode:</b>      | 202310  10666  IN17  F  D |                        |                            |
| <b>Intern sensor:</b> | (Anonymisert)             |                        |                            |

### Navn:

Nicholas Fadler Martinsen, Martine Steller Mortensen

### Informasjon fra deltaker

|                            |                          |
|----------------------------|--------------------------|
| <b>Tittel *:</b>           | Verdsettelse av SATS ASA |
| <b>Navn på veileder *:</b> | Tor Tangenes             |

Inneholder besvarelsen  
konfidensielt materiale?:

Nei

Kan besvarelsen  
offentliggjøres?:

Ja

### Gruppe

**Gruppenavn:** (Anonymisert)  
**Gruppenummer:** 56  
**Andre medlemmer i gruppen:**

Bacheloroppgave  
ved Handelshøyskolen BI

**Verdsettelse av SATS ASA**

The logo for SATS, featuring the word "SATS" in a bold, white, sans-serif font against a dark blue background.

Logo fra Mediebank: (SATS, 2022)

Eksamenskode og navn:  
**BTH3620 - Bacheloroppgave - Økonomi og administrasjon**

Utleveringsdato:  
**09.01.2023**

Innleveringsdato:  
**01.06.2023**

Studiested:  
**Handelshøyskolen BI - Nettstudier**

*«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.»*

# Innholdsfortegnelse

|          |  |           |
|----------|--|-----------|
| <b>1</b> | <b>Innledning.....</b>                         | <b>1</b>  |
| 1.1      | Formål.....                                    | 1         |
| 1.2      | Problemstilling .....                          | 1         |
| 1.3      | Avgrensning og begrensninger.....              | 2         |
| 1.4      | Oppgavens oppbygning .....                     | 2         |
| <b>2</b> | <b>Om SATS og bransjen .....</b>               | <b>3</b>  |
| 2.1      | SATS.....                                      | 3         |
| 2.1.1    | Kundetilfredshet og lojalitet.....             | 4         |
| 2.2      | Historie og milepæler .....                    | 5         |
| 2.3      | Eierforhold .....                              | 7         |
| 2.4      | Økonomiske hovedtrekk .....                    | 8         |
| 2.4.1    | Investeringer .....                            | 9         |
| 2.5      | Konkurrenter og bransjetall.....               | 9         |
| 2.6      | Utfordringer i tiden fremover .....            | 11        |
| <b>3</b> | <b>Utredningsmetode.....</b>                   | <b>11</b> |
| 3.1      | Forberedelse .....                             | 12        |
| 3.1.1    | Formål .....                                   | 12        |
| 3.1.2    | Tilnærming .....                               | 13        |
| 3.2      | Datainnsamling .....                           | 13        |
| 3.2.1    | Forskningsstrategi .....                       | 14        |
| 3.2.2    | Datagrunnlaget.....                            | 14        |
| 3.3      | Dataanalyse .....                              | 15        |
| 3.3.1    | Analyseverktøy.....                            | 15        |
| 3.3.2    | Metodologiske kvaliteter og begrensninger..... | 16        |
| <b>4</b> | <b>Litteratur .....</b>                        | <b>17</b> |
| 4.1      | Årsaker til konkurransekraft.....              | 17        |
| 4.1.1    | Posisjoneringsskolen .....                     | 17        |
| 4.1.1.1  | Porters fem krefter .....                      | 18        |
| 4.1.1.2  | Porters tre generiske .....                    | 18        |
| 4.1.2    | Det ressursbaserte synet.....                  | 19        |
| 4.1.3    | Dynamiske kapabiliteter.....                   | 20        |

|            |  |           |
|------------|--|-----------|
| <b>4.2</b> | <b>Verdibegrepet .....</b>                               | <b>21</b> |
| <b>4.3</b> | <b>Realopsjonsteori .....</b>                            | <b>22</b> |
| <b>5</b>   | <b>Finansiell metode.....</b>                            | <b>23</b> |
| <b>5.1</b> | <b>Verdsettelsesmetoder .....</b>                        | <b>23</b> |
| 5.1.1      | Inntjeningsbasert tilnærming .....                       | 24        |
| 5.1.1.1    | Selskapsverditilnærming .....                            | 25        |
| 5.1.1.2    | Egenkapitalverditilnærming.....                          | 25        |
| 5.1.1.3    | Meravkastningsmodeller .....                             | 26        |
| 5.1.2      | Markedsbasert tilnærming.....                            | 27        |
| 5.1.2.1    | Price/Earnings .....                                     | 27        |
| 5.1.2.2    | EV/Salg .....  | 28        |
| 5.1.2.3    | EV/EBITDA.....   | 28        |
| 5.1.2.4    | P/B .....  | 28        |
| 5.1.2.5    | EV/Medlemmer .....                                       | 29        |
| <b>5.2</b> | <b>Kapitalverdimodellens forutsetninger .....</b>        | <b>29</b> |
| <b>5.3</b> | <b>Totalkapitalens avkastningskrav.....</b>              | <b>31</b> |
| 5.3.1      | Egenkapitalens avkastningskrav .....                     | 32        |
| 5.3.1.1    | Estimering av risikofri rente .....                      | 32        |
| 5.3.1.2    | Markedets risikopremie .....                             | 33        |
| 5.3.1.3    | Likviditetspremie .....                                  | 34        |
| 5.3.1.4    | Estimering av egenkapitalbeta.....                       | 35        |
| 5.3.1.5    | Blumes justeringsmodell.....                             | 39        |
| 5.3.1.6    | Beregning av egenkapitalens avkastningskrav.....         | 39        |
| 5.3.2      | Estimering av gjeldskostnad .....                        | 40        |
| 5.3.3      | Beregning av totalkapitalens avkastningskrav .....       | 40        |
| 5.3.4      | Konsistensbetingelser.....                               | 41        |
| <b>6</b>   | <b>Regnskapsanalyse .....</b>                            | <b>42</b> |
| <b>6.1</b> | <b>Vurdering av regnskapskvalitet .....</b>              | <b>42</b> |
| <b>6.2</b> | <b>Reformulering for analyseformål .....</b>             | <b>44</b> |
| 6.2.1      | Nedskrivninger .....                                     | 45        |
| 6.2.2      | Justering for leasing.....                               | 45        |
| 6.2.3      | Klassifisering av balanseposter.....                     | 48        |
| 6.2.4      | Presentasjon av det reformulerte resultatregnskapet..... | 49        |
| 6.2.5      | Presentasjon av det reformulerte balanseregnskapet.....  | 49        |
| <b>6.3</b> | <b>Vekstanalyse .....</b>                                | <b>51</b> |
| 6.3.1      | Bærekraftig vekstrate .....                              | 51        |

|            |  |           |
|------------|--|-----------|
| 6.3.2      | Vekst i ARPM .....                           | 51        |
| 6.3.3      | Indekseringsanalyse .....                    | 53        |
| 6.3.4      | Relative størrelsesforhold .....             | 55        |
| <b>6.4</b> | <b>Lønnsomhetsanalyse .....</b>              | <b>57</b> |
| 6.4.1      | Avkastning på investert kapital .....        | 57        |
| 6.4.2      | Egenkapitalrentabilitet .....                | 60        |
| 6.4.3      | Superprofitt .....                           | 61        |
| <b>6.5</b> | <b>Likviditetsanalyse .....</b>              | <b>63</b> |
| 6.5.1      | Likviditetsgrad 1 og 2.....                  | 64        |
| 6.5.2      | CFO til kortsiktig gjeld.....                | 65        |
| <b>6.6</b> | <b>Soliditetsanalyse .....</b>               | <b>66</b> |
| 6.6.1      | Egenkapitalandel .....                       | 66        |
| 6.6.2      | Rentedekningsgrad.....                       | 68        |
| <b>7</b>   | <b>Strategisk analyse .....</b>              | <b>69</b> |
| <b>7.1</b> | <b>Intern-analyse .....</b>                  | <b>69</b> |
| 7.1.1      | Verdikonfigurasjon .....                     | 69        |
| 7.1.1.1    | Inngående og utgående logistikk .....        | 70        |
| 7.1.1.2    | Kundeoppfølging.....                         | 70        |
| 7.1.1.3    | Markedsføring.....                           | 71        |
| 7.1.2      | Salg og kundeservice .....                   | 72        |
| 7.1.3      | Støtteaktiviteter .....                      | 72        |
| 7.1.4      | Ressursanalyse (VRIO) .....                  | 72        |
| 7.1.4.1    | Materielle ressurser .....                   | 73        |
| 7.1.4.2    | Immaterielle ressurser .....                 | 74        |
| <b>7.2</b> | <b>Ekstern analyse .....</b>                 | <b>76</b> |
| 7.2.1      | Makroøkonomisk analyse (PESTEL-analyse)..... | 76        |
| 7.2.1.1    | Politiske faktorer.....                      | 76        |
| 7.2.1.2    | Økonomiske faktorer .....                    | 77        |
| 7.2.1.3    | Sosiokulturelle faktorer .....               | 82        |
| 7.2.1.4    | Teknologisk faktorer .....                   | 84        |
| 7.2.1.5    | Miljømessige faktorer .....                  | 84        |
| 7.2.1.6    | Legale faktorer .....                        | 85        |
| 7.2.2      | Porters fem krefter.....                     | 85        |
| 7.2.2.1    | Trusler fra mulige inntrengere.....          | 85        |
| 7.2.2.2    | Trusler fra substitutter .....               | 86        |
| 7.2.2.3    | Leverandørens forhandlingsmakt .....         | 86        |
| 7.2.2.4    | Kundenes forhandlingsmakt .....              | 87        |
| 7.2.2.5    | Graden av rivalisering .....                 | 88        |

|        |  |     |
|--------|--|-----|
| 7.3    | SWOT .....                                     | 88  |
| 8      | Prognoser for fremtidige kontantstrømmer ..... | 89  |
| 8.1    | Fremtidsprognosens lengde.....                 | 89  |
| 8.2    | Investeringer .....                            | 90  |
| 8.3    | Arbeidskapital .....                           | 91  |
| 8.4    | Inntekter .....                                | 91  |
| 8.5    | Kostnader.....                                 | 94  |
| 8.6    | Avskrivninger .....                            | 95  |
| 8.7    | Skatt.....                                     | 95  |
| 8.8    | Prisstigning.....                              | 96  |
| 8.9    | Presentasjon av prognosene.....                | 96  |
| 9      | Verdivurdering .....                           | 97  |
| 9.1    | Inntjeningsbasert tilnærming .....             | 97  |
| 9.2    | Markedsbasert tilnærming .....                 | 100 |
| 10     | Usikkerhetsbetraktninger.....                  | 102 |
| 10.1   | Sensitivitetsanalyse .....                     | 102 |
| 10.2   | Scenarioanalyse .....                          | 104 |
| 10.2.1 | Pessimistisk scenario .....                    | 104 |
| 10.2.2 | Optimistisk scenario .....                     | 105 |
| 10.2.3 | Fremstilling av scenarioanalyser.....          | 106 |
| 10.3   | Monte Carlo-simulering.....                    | 107 |
| 11     | Drøfting av analyseresultatene.....            | 108 |
| 12     | Kritikk av analysen .....                      | 109 |
| 13     | Konklusjon .....                               | 110 |
| 14     | Litteraturreferanser.....                      | 112 |

## Forord

Denne oppgaven er skrevet som en avsluttende del av bachelorstudiet i Økonomi og Administrasjon ved Handelshøyskolen BI.

Basert på fagsammensetningen i vårt bachelorstudie anser vi en verdsettelsesoppgave som et spennende og særs relevant tema for en bacheloroppgave. Koblingen mellom strategisk- og finansrettede fag har vært en svært interessant måte å anvende et bredt spekter av teorier. Vi ønsker å trekke frem fagene ELE3750 Finansiell analyse og verdsettelse, STR3605 Strategi og ELE3637 Internship i relevante bedrifter, som store inspirasjonskilder for denne oppgaven.

Videre har arbeidet med oppgaven vært en god forberedelse for våre kommende masterstudier innenfor henholdsvis Finans og Strategi.

Avslutningsvis ønsker vi med dette å rette en stor takk til vår veileder, Tor Tangenes, for god oppfølging og gode råd gjennom hele semesteret.

## Verdsettelse av

### SATS ASA

SATS ASA går inn i 2023 som den ledende aktøren innen treningssenterbransjen i Norden med en klubbportefølje i Norge, Sverige, Finland og Danmark. Selskapet hadde i 2022 en medlemsbase på 721 000 medlemmer fordelt på 275 klubber, og ca. 9000 ansatte. SATS Norge står for den største andelen av konsernets inntekter med 48%, og en markedsandel på 34%.

Treningssenterbransjen er en gjeldstynget bransje med høye leieforpliktelser. SATS har derfor besluttet i tiden fremover å investere mindre i nye lokaler for å betjene eksisterende gjeld. Bransjen har hentet seg godt inn igjen etter en krevende pandemi, men det er usikkerhet knyttet til det økte kostnadsnivået i samfunnet.

Makroøkonomiske analyser peker i retning av at vi kan forvente en vekst i medlemmer gjennom den økende interessen for styrketrening blant eldre og yngre de siste årene. I tillegg er det et økende fokus på hvordan fysisk aktivitet kan bedre folks helse. Samtidig er kjøpekraften til kundene svekket som følge av rentehevinger og høy inflasjon. Dette bidrar til at kundene dras mer mot lavprissegmentet.

Vi mener SATS står sterkt posisjonert for å håndtere de økonomiske utfordringene og initierer derfor en kjøpsanbefaling med kursmål NOK 11,08. Makroøkonomiske faktorer er ventet å gi medvind fremover og vi ser en oppside på 25%.

Estimert verdi per aksje: NOK 11,08.

Markedspris: NOK 8,84.



# 1 Innledning

I denne oppgaven vil vi gjennomføre en verdsettelse av den nordiske treningscenterkjeden SATS ASA. Selskapet har de senere årene operert i et utfordrende markedsmiljø med stengte treningsentre under pandemien, samt svekket kjøpekraft ut av pandemien.

Først vil vi redegjøre for oppgavens formål og problemstilling. Deretter presenteres valgte avgrensninger og begrensninger. Til slutt følger en oversikt over oppgavens oppbygning.

## 1.1 Formål

Formålet med oppgaven er anvende det vi har lært gjennom vårt bachelorstudium, samt tilegne oss ny kunnskap for å kunne estimere den fundamentale verdien av SATS ASA per 31.12.2022. Dette vil svare som vår avsluttende oppgave i bachelorstudiet Økonomi og administrasjon ved Handelshøyskolen BI.

Fremtidsutsiktene til selskapet vil forankres i strategiske analyser, samt historiske regnskapstall. Den estimerte aksjeverdien vil videre sammenlignes med den faktiske markedsprisen og dermed danne grunnlaget for å vurdere hvorvidt aksjen er overpriset, underpriset eller korrekt priset i markedet på verdsettelsestidspunktet.

## 1.2 Problemstilling

Hovedproblemstillingen vi ønsker å utrede med oppgaven er:

*«Hva er den fundamentale aksjeverdien til SATS ASA per 31.12.2022?»*

Dette vil så danne grunnlaget for underproblemstillingen:

*«Bør en fiktiv investor kjøpe, selge eller holde aksjen?»*

### **1.3 Avgrensning og begrensninger**

Bacheloroppgaven baserer seg utelukkende på offentlig tilgjengelig informasjon. Det mest sentrale datagrunnlaget kommer fra års- og kvartalsrapporter fra selskapet og dets sammenlignbare selskaper, i tillegg til data fra Refinitiv Workspace. Kravet om offentlig tilgjengelig informasjon følger av verdipapirhandelloven § 3(u.å.) og forordning (EU) nr. 596/2014 om markedsmisbruk.

Som en følge av kontinuerlig oppdaterte markeder har vi vurdert det hensiktsmessig å sette verdsettelsestidspunktet til 31.12.2022. På den måten kan tallgrunnlaget holdes konstant gjennom hele arbeidet med oppgaven.

Selv om regnskapstallene for fjerde kvartal i 2022 ikke var rapportert på verdsettelsestidspunktet har vi valgt å inkludere dem i datagrunnlaget. Dette er en inkonsekvens som er valgt for at analysene av både SATS ASA (heretter SATS) og sammenlignbare selskaper skal være basert på komplette årsrapporter, uten å måtte ta hensyn til forskjellige rapporteringstidspunkter mellom selskapene.

SATS ble børsnotert i 2019, men for å utvide det historiske datagrunnlaget har vi valgt å benytte historiske regnskapstall fra 2016 til 2022. Tilsvarende periode for historiske regnskapstall er valgt for sammenlignbare selskaper.

For ordens skyld bør det nevnes at vi i henhold til avtale med veileder har fått tillatelse til å overskride begrensningen i sideantallet. Dette vil blant annet muliggjøre en større bruk av grafiske fremstillinger gjennom hele oppgaven.

### **1.4 Oppgavens oppbygning**

Innledningsvis vil vi i kapittel 2 presentere SATS og bransjen selskapet opererer i. Dette er et deskriptivt kapittel som er viktig for å forstå selskapet og dets utvikling. Deretter vil i kapittel 3 til 5 redegjøre for utredningsmetode, teoretisk forankring og finansiell metode.

Videre følger kapittel 6 og 7 med henholdsvis regnskapsanalyse og strategiske analyser. Sistnevnte vil inneholde både interne og eksterne analyser. Disse kapitlene vil så danne grunnlaget for prognostiseringen av SATS' fremtidige kontantstrømmer i kapittel 8.

Med utgangspunkt i de finansielle metodene som ble introdusert i kapittel 5 vil vi gjennomføre en verdivurdering basert på kontantstrømmen prognostisert i kapittel 8, samt multippelanalyser mot sammenlignbare selskaper.

Grunnet en verdsettelses mange usikre variabler vil vi i kapittel 10 se på diverse usikkerhetsbetraktninger, for deretter å drøfte analyseresultatene i kapittel 11. Kapittel 12 og 13 inneholder en konklusjon og kritikk av analysen.

Avslutningsvis vil oppgaven inneholde litteraturreferanse. I tillegg vil vi laste opp hele Excel-filen som er brukt for modelleringen av all data.

## **2 Om SATS og bransjen**

### **2.1 SATS**

SATS er Nordens ledende treningssenterkjede målt i antall medlemmer og inntekter. De står sterkt både i det norske, svenske, finske og danske markedet. Selskapet ble introdusert i 1995 og har siden den gang hatt en betydelig vekst med en ledende rolle i utvikling innen treningssenterbransjen i Norden (SATS, 2019a). SATS har i dag over 270 klubber i Norden, med over 700 000 medlemmer og nærmere 9 000 ansatte (SATS, 2023b).

SATS består av merkevarene og konseptene SATS, ELIXIA, Fresh Fitness, SATS Yoga og SATS Online. SATS tilbyr medlemmene velutstyrte studiofasiliteter for individuell trening i form av cardio og styrketrening, gruppetreningstimer, yoga, kvalifiserte personlige trenere og individuell veiledning. I klubbenes resepsjonsområde kan også mat, drikke, klær og treningstilbehør kjøpes. SATS har også digitale treningsløsninger for å kunne tilby treningsmuligheter for de som ikke er i stand til å fysisk besøke treningsstudioene (SATS, 2023a).

Selskapet er opptatt av at alle skal være velkomne til SATS og at medlemmene skal ha full fleksibilitet og få tilpasset treningen til å dekke hver enkeltes behov. SATS er opptatt av å være en fremtidsrettet treningskjede som er bransjens beste og ligger foran på trendene (SATS, 2023b).

Visjonen til SATS er å gjøre mennesker sunnere og gladere. De har et mål om å hjelpe mennesker å bli mer aktive. For å lykkes med den visjonen har SATS utviklet en strategi for å hjelpe medlemmene å lykkes med treningen samtidig som SATS vokser raskere enn markedet. Strategien deres er bygd på de fire pilarene; Mennesker, Produkter, Tilstedeværelse og Løfte (SATS, 2023a).

SATS driver som nevnt treningsentre i de fire markedene Norge, Sverige, Finland og Danmark. I Norge, Sverige og Danmark opererer de under merkevaren SATS, mens i Finland opererer de under merkevaren ELIXIA. I tillegg har de den rimeligere treningscenterkjeden Fresh Fitness i Norge (SATS, 2023a).

Driftsmodellen og kulturen til SATS er felles på tvers av alle klubbformater og landegrenser. Det sørger for kontinuitet, effektivitet og en lik kundeopplevelse uansett hvilket senter kundene velger (SATS, 2023a).

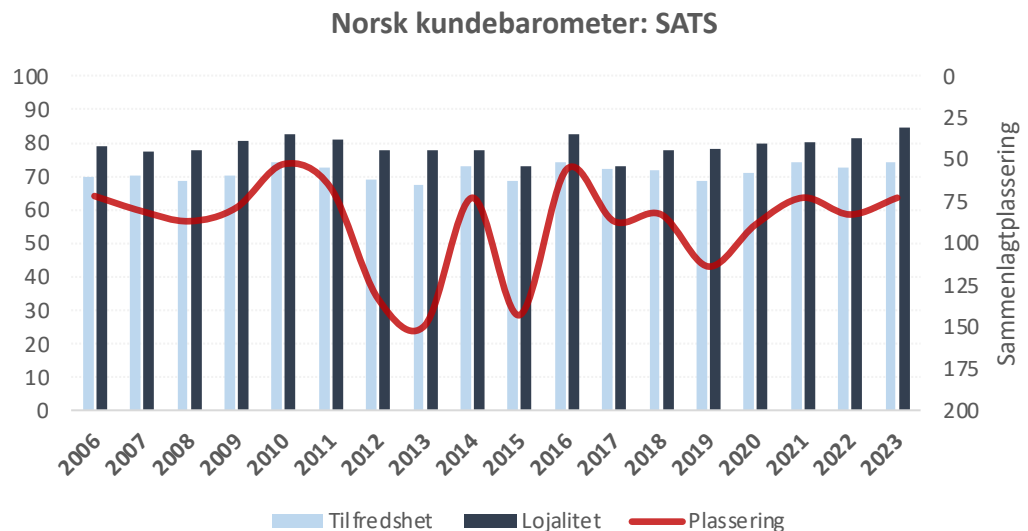
SATS ble børsnotert på Oslo Børs i oktober 2019 og i slutten av 2022 hadde selskapet en markedsverdi på 1,795 millioner kroner (SATS, 2023a).

### **2.1.1 Kundetilfredshet og lojalitet**

Norsk Kundebarometer er et forskningsprosjekt i regi av Handelshøyskolen BI som har eksistert i over tjue år. De måler kundetilfredsheten og lojaliteten blant norske forbrukere hvor fokuset ligger på relasjoner mellom kunder og leverandører (Handelshøyskolen BI, 2023).

Kundebarometeret måler kundetilfredshet og lojalitet blant norske forbrukere på en skala fra 0 til 100, hvor 100 er best. Dersom bedrifter oppnår mindre enn 60

kundetilfredshetspoeng betyr det at de har klart misfornøyde kunder. Bedrifter som får mer enn 80 kundetilfredshetspoeng har begeistrede kunder. Bedrifter som oppnår en tilfredshetscore lavere enn 70 poeng kan ikke karakterisere kundemassen sin som tilfreds.



Figur 1. Norsk kundebarometer SATS. Egen tilvirkning basert på data fra Norsk Kundebarometer. Et forskningsprosjekt ved Handelshøyskolen BI (Handelshøyskolen BI, 2023).

SATS oppnådde en kundetilfredshet på 74,3 i 2022 som betyr at de har fornøyde kunder. På kundelojaliteten fikk de en score på 84,7, som betyr at de har begeistrede kunder. SATS har til tider hatt en lav kundelojalitet og kundetilfredshet, men det har vært en positiv utvikling de senere årene. Det er veldig positivt for SATS at kundelojaliteten er så høy, men kundetilfredsheten kunne med fordel kommet seg over en score på 80.

## 2.2 Historie og milepæler

SATS ble lansert i Norge i 1995 etter en merkevareendring av åtte eksisterende treningscentre. I 1998 ble SATS kjøpt opp av den Amerikanske treningscentergruppen 24 Hour Fitness Worldwide. De neste par årene fra 1999 til 2000 fortsetter SATS å ekspandere og åpnet treningscentre både i Sverige og Danmark, og selskapet var allerede oppe i 100 treningscentre i Norden. SATS ble i 2000 den første kjeden i Norden til å tilby personlig trening.

ELIXIA ble lansert i 2001 og innen det første året driftet kjeden totalt 16 treningscentre i Norge og Finland. De norske grunnleggerne av SATS og Nordic Capital kjøpte i 2002 tilbake SATS fra 24 Hour Fitness Worldwide. Videre etablerte SATS de første klubbene i Finland i 2003. I 2006 kjøpte TryghedsGruppen smba SATS. SATS lanserte i 2010 sitt lavpris-alternativ Fresh Fitness i Norge og Danmark. ELIXIA ble kjøpt opp av Altor Fund III i 2011. I 2014 ble det gjennomført en sammenslåing av SATS og ELIXIA som med det utgjorde den største treningskjeden i Norden. SATS lanserte i 2016 nettbasert trening i tillegg til nisjekonseptene HiYoga, Build'n Burn og kampsport under SATS-merket. Selskapet fortsatte å utvikle seg og i 2017 introduserer SATS en medlemsstruktur som gjorde at medlemmene kunne skreddersy sin egen pakke.

I 2018 ble alle treningsentrene under merket ELIXIA med unntak av Finland endret til merkevarenavnet SATS. Selskapet ønsket å fokusere på merkenavnet SATS i tiden fremover. SATS lanserte også sin egen medlems-app i 2018 som inkluderte sosialt nettverk og funksjonalitet. Mellom 2018 og 2019 forberedte konsernet sitt planlagte oppkjøp av SATS Denmark Group ved å integrere den tidligere driften av Fitness DK til SATS forretningskonsept. Det inkluderte en rebranding av alle 39 klubbene til SATS. På det tidspunktet var Fitness DK Group til syvende og sist eid av TryghedsGruppen smba og ELIXIA Holding IV AS. I 2019 ble SATS Denmark Group kjøpt opp av SATS konsernet og konsoliderte med virksomheten til SATS konsernet fra den datoen. Gjennom oppkjøpet av Fitness DK gikk konsernet inn på det danske markedet (SATS, 2019b).

SATS ASA ble også i oktober 2019 notert på Oslo Børs. I 2020 fortsetter SATS å ekspandere og åpnet 15 nye klubber med henholdsvis 6 i Norge, 7 i Sverige og 2 i Finland. I mars 2020 måtte også SATS stenge nesten alle sine treningscentre i Norden for å begrense spredningen av Covid-19. Treningsentrene åpnet opp igjen 15. juni og da opplevde SATS et sterkt tredje kvartal med rekordhøy medlemsvekst. Mot slutten av året var de nødt til å stenge de fleste treningsentrene igjen. De gikk derfor ut av 2020 med stengte klubber i Danmark, deler av Norge og med restriksjoner i Finland og Sverige (SATS, 2021).

SATS lanserte i 2021 SATS Online som ett nytt digitalt hjemme treningstilbud. I tillegg åpnet selskapet 10 nye klubber. I 2022 lanserte SATS HIIT gruppetreningskonseptet i tillegg til at de åpnet 19 nye klubber (SATS, 2023a).

### **2.3 Eierforhold**

TG Nordic ApS som er eid av TryghedsGruppen er den største aksjonæren i SATS ASA med 27,68% av aksjene per 31.12.2022. Det er en langsiktig aksjonær som har vært med helt siden 2006. Altor Fund III HOLDCO AS er den nest største aksjonæren med 24,13% av aksjene per 31.12.2022. I likhet med TryghedsGruppen er de en langsiktig aksjonær som har vært med siden 2011. Til sammen eier TryghedsGruppen og Altor Holding III over 50% av aksjene i SATS.

En stor andel av eierforholdene er blant de 20 største aksjonærene, som er vist i tabellen under. Det er også en stor andel av aksjonærene som kommer fra banker og fond. Styreleder i SATS Hugo Lund Maurstad har 1,03% aksjer i SATS. Administrerende direktør i SATS Sondre Grevir har også 0,36% av aksjene (SATS, 2023a).

| Aksjonærnavn                           | % Utestående  | Antall aksjer      | Land    |
|--|---------------|--------------------|---------|
| 1 TG Nordic Invest ApS                 | 27,63%        | 56 093 132         | Danmark |
| 2 AF III HOLDCO AS                     | 24,13%        | 48 988 455         | Norge   |
| 3 Canica AS                            | 6,49%         | 13 172 428         | Norge   |
| 4 Ferd AS                              | 4,35%         | 8 836 287          | Norge   |
| 5 Maaseide Promotion AS                | 3,94%         | 7 990 976          | Norge   |
| 6 Sats Management Invest AS            | 3,74%         | 7 591 213          | Norge   |
| 7 SALT VALUE AS                        | 2,48%         | 5 036 479          | Norge   |
| 8 Funkybiz AS                          | 2,46%         | 5 000 000          | Norge   |
| 9 KLP Forsikring                       | 2,27%         | 4 610 504          | Norge   |
| 10 Eika Kapitalforvaltning AS          | 2,24%         | 4 553 773          | Norge   |
| 11 Nordea Funds Oy                     | 1,99%         | 4 041 777          | Finland |
| 12 Ingvarda AS                         | 1,06%         | 2 156 749          | Norge   |
| 13 Maurstad (Hugo Lund)                | 1,03%         | 2 100 000          | Norge   |
| 14 HFN GROUP AS                        | 0,55%         | 1 107 806          | Norge   |
| 15 Wenaasgruppen AS                    | 0,48%         | 972 444            | Norge   |
| 16 ESPEDAL & CO AS                     | 0,47%         | 950 279            | Norge   |
| 17 Fondita Rahastoyhtiö Oy             | 0,48%         | 964 714            | Finland |
| 18 Spectatio Finans AS                 | 0,38%         | 779 184            | Norge   |
| 19 Gravir (Sondre)                     | 0,36%         | 737 076            | Norge   |
| 20 Handelsbanken Kapitalförvaltning AB | 0,26%         | 519 338            | Sverige |
| <b>Topp 20 aksjonærer</b>              | <b>86,78%</b> | <b>176 202 614</b> |         |

Tabell 1 Topp 20 aksjonærer i SATS. Egen tilvirkning med data fra Refinitiv Workspace (2023d).

Konsernledelsen i SATS består av administrerende direktør (CEO) siden 2018 Sondre Gravir og økonomisjef (CFO) Cecilie Elde siden 2016. SATS har også egne landssjefer i Norge, Sverige, Finland og Danmark. Styreleder i SATS er Hugo Lund Maurstad (SATS, 2023a).

## 2.4 Økonomiske hovedtrekk

SATS genererer inntektene sine fra medlemskapsavgift, medlemmenes bruk av personlig trener (PT-timer) og detaljhandel på treningsentrene. Med en stor andel av inntekten fra medlemmene er de svært avhengige av gode medlemstall. De tilbyr fleksible og varierte medlemskap som kan tilpasses til hvert enkelt medlem. I tillegg tilbyr SATS lavpriskjeden Fresh Fitness i Norge.

SATS opererer som nevnt treningsentre i de fire markedene Norge, Sverige, Finland og Danmark, med hovedkvarteret lokalisert i Oslo i Norge (SATS, 2019b).



Majoriteten av de over 270 treningssentrene til SATS er i Norge og Sverige med henholdsvis 122 og 92 klubber. I Norge er 84 av klubbene SATS-klubber og 38 Fresh Fitness klubber. SATS Sverige har klart å opprettholde en sterk posisjon over flere år og 72 av klubbene er sentralt lokalisert i Stockholm. I Finland operer SATS 32 ELIXIA klubber hvor 24 er lokalisert i Helsinki. ELIXIA er markedsleder i det svært fragmentert markedet i Finland. I Danmark har SATS 29 klubber hvor alle er lokalisert sentralt i København. SATS er den nest største kjeden på det danske markedet (SATS, 2023a).

Majoriteten av medlemmene til SATS kommer fra det norske markedet med 48 prosent de de totale inntektene til konsernet. Sverige er det nest største driftssegmentet i SATS med 34% av konsernets totale inntekter. ELIXIA Finland utgjorde 9% av de totale inntektene i 2022, mens Danmark stod for 10% av konsernets totale inntekter (SATS, 2023a).

#### **2.4.1 Investeringer**

SATS har investert mye i lokaler til nye treningsentre de siste årene. I 2018 opererte SATS 203 treningscenteret og har siden hatt en gradvis vekst hvert år. I dag har SATS 275 treningsentre som de opererer. Det viser at de har gjennomført en rekke investeringer de siste 4-5 årene. På kort sikt sier SATS at veksten av nye klubber vil avta sammenlignet med den høye veksten som har vært gjennom pandemien de siste årene. SATS ser likevel på det som en stor mulighet å øke medlemsmassen i eksisterende klubber ved å optimalisere, forbedre klubbarealutnyttelsen og eventuelt flytte og forbedre klubbenes kvalitet. På lang sikt ser SATS for seg å utvide klubbporteføljen og gå inn i nye attraktive markeder (SATS, 2023a).

### **2.5 Konkurrenter og bransjetall**

SATS opererer innenfor bransjen «virksomhet knyttet til kroppspleie og fysisk velvære» (Proff, 2023). Selskapet er den største operatøren av treningsentre i Norge og er spredt rundt i hele landet fra Kristiansand i sør til Tromsø i nord

(SATS, 2023a). I følge Brønnøysundregisteret (2023) er SATS ASA i en bransje som har til formål å tilby tjenester og produkter innen helse,- trenings,- og massasjevirkosomhet.

I 2019 hadde SATS Norge en markedsandel på 34% og de er fremdeles den største operatøren av treningsentre. SATS Sverige stod i samme år for 16% av markedsandelen, de er også den største operatøren av treningsentre i Sverige målt i inntekter. I Finland er også SATS med kjeden ELIXIA ledene i markedet med en markedsandel på 7%. SATS Danmark er den nest største operatøren av treningsentre med en markedsandel på 13% (SATS, 2021).

I Europa er SATS den fjerde største treningskjeden og den eneste kjeden som har treningsentre i fire nordiske byer (SATS, 2023a). Noen av de største sammenliknbare kjedene i Europa er ACTIC i Sverige, GIM i England og BFIT i flere europeiske land. Grunnen til at vi har valgt å sammenligne med GIM og BFIT som tilhører markeder som SATS ikke opererer i er fordi de er ganske lik SATS i størrelse.

Treningscenterbransjen er svært kompetitiv og for å holde på medlemmene er det viktig med en effektiv drift. Hovedkonkurrentene til SATS er andre treningscenteroperatører i Norden som tilbyr fullservicesegmentet, et budsjettsegment eller nisjesegment som for eksempel yoga. De viktigste faktorene som skiller segmentene fra hverandre er prising og kontraktvilkår, klubbfasiliteter, tilbudsbredde, personalinteraksjon og servicenivå. SATS operer hovedsakelig i fullservice- og budsjettsegmentet gjennom SATS og ELIXIA og Fresh Fitness. I Norge, Sverige og Finland er hovedkonkurrentene mindre treningscenteroperatører innenfor nisjesegmentet og budsjettsegmentet. I Danmark møter SATS i tillegg stor konkurranse fra den største fullservice treningscenteroperatøren, Fitness World som har 46% av markedsandelene (SATS, 2019b).

SATS er medlem av den internasjonale bransjeorganisasjonen «International Health, Raquet & Sportsclub Association» (IHRSA). I tillegg har SATS medlemskap

i bransjeorganisasjoner i alle de fire driftslandene. I Norge er de medlem av NHO, i Sverige er de medlem av Frisk, i Finland er de medlem av SKY og i Danmark er de medlem av Dansk Erhverv, Dansk Fitness og Health-organisasjonen.

Antidoping er et stort fokus for SATS og de samarbeider med antidoping stiftelser i alle de fire landene (SATS, 2023a).

## **2.6 utfordringer i tiden fremover**

Alle de fire markedene som SATS opererer i, har blitt påvirket av nedstigninger og strenge restriksjon i løpet av pandemien. Norge, Finland og Danmark har hatt flest nedstigninger, mens Sverige har stort sett klart å holde åpent. SATS har derfor sett en reduksjon i inntekter gjennom pandemien. Det som kan bli spennende å se i tiden fremover er hvordan SATS vil utvikle seg etter de har fått stabilisert seg litt etter Pandemien.

På tross av at restriksjonene under pandemien ikke lenger er gjeldene, så er det nye utfordringer knyttet til svekket kjøpekraft i befolkningen. utfordringen blir å holde medlemsmassen oppe i tillegg til å holde medlemsprisen på et fornuftig nivå så Norge, Sverige og Finland kan beholde sine ledende roller i markedene.

## **3 Utredningsmetode**

I dette kapitlet vil vi redegjøre for den metodiske tilnærmingen. Ved å gå metodisk til verks vil vi på en hensiktsmessig måte kunne samle inn, analysere og tolke data for å svare på problemstillingen. Hellevik (1999, s. 14–16) fremhever overenstemmelse med virkeligheten og systematisk bruk av nøyaktig data som sentrale normer innen metode. Samtidig påpekes viktigheten av at leseren skal kunne etterprøve resultatene ved å benytte samme metode som undersøkelsen.

Forskningsprosessen presenteres typisk som en prosess som går over fire faser: forberedelse, datainnsamling, dataanalyse og rapportering (Johannessen et al., 2020, s. 23). Siden denne oppgaven i seg selv kan ases som en skriftlig rapportering, vil vi nå fokusere på de tre første fasene.

### **3.1 Forberedelse**

Utgangspunktet for oppgaven var en nysgjerrighet innenfor temaet verdsettelse. Dette er et bredt felt som omhandler både finansteori, regnskapsanalyse og strategisk analyse. Derfor er det avgjørende å tilegne seg nok kunnskap for å kunne svare godt på problemstillingen.

Det første vi gjorde i forberedelsesfasen var å innhente ytterligere faglitteratur enn hva vi allerede var kjent med fra tidligere pensum på bachelorstudiet. Dette ble hovedsakelig gjort ved hjelp av litteratursøk på biblioteket tilgjengelig hos Handelshøyskolen BI (Oria), Google Scholar, tidligere bachelor- og masteroppgaver, samt litteratur gjort tilgjengelig av veileder Tor Tangenes. For artikler har vi, så godt det lar seg gjøre, forsøkt å holde oss til fagfellevurderte artikler. I tillegg til vurderingen om etterrettelige kilder, har vi forsøkt å tilnærme oss en fullstendighet i kildene ved å belyse flere sider av samme fenomen.

Deretter ønsket vi å finne et selskap vi har god forutsetning for å kunne analysere. Etersom vi ønsket å fordype oss innenfor verdsettelse fant vi det mer hensiktsmessig å finne et selskap vi allerede har god kjennskap til, så vi heller kunne prioritere å fordype oss i relevant litteratur fremfor å innhente informasjon om en totalt ukjent bransje.

#### **3.1.1 Formål**

Formålet med oppgaven er å gi en investeringsanbefaling for en fiktiv investor ved å estimere den fundamentale verdien av SATS. Dyrnes (2011, s. 80) påpeker at verdibegrepet i utgangspunktet må «forstås som en subjektiv verdioppfatning». Etersom problemstillingen vil besvares basert på flere subjektive antakelser anses oppgaven å være av eksplorativ karakter.

Fordelen med et eksplorativt design er at det er mindre rigid enn andre forskningsdesign. Dermed kan vi hele tiden gå tilbake for å finne ny teori som kan belyse temaet på en bedre måte. Utfordringen kommer ved utvelgelsen av

mengden informasjon som finnes tilgjengelig, og oppgavens evne til å prognostisere kontantstrømmer inn i fremtiden.

### **3.1.2 Tilnærming**

Forholdet mellom teori og empiri kan skilles som tre ulike fremgangsmåter i forskningen: deduksjon, abduksjon og induksjon. Ved å ta utgangspunkt i allerede etablert teori vil vi med en deduktiv tilnærming gå fra teori til empiri. Dersom vi ikke har et teoretisk utgangspunkt vil tilnærmingen klassifiseres som induktiv. Hvis vi må veksle mellom de to nevnte tilnærmingene for å finne den beste forklaringen kalles det abduksjon (Johannessen et al., 2020, s. 30).

For å svare på problemstillingen vil vi ta utgangspunkt i allerede etablert modeller og rammeverk innenfor både finansiell og strategisk analyse. Dette taler for en deduktiv tilnærming. Imidlertid bygger verdsettelsen både på observerbare fakta og en rekke subjektive antakelser. Dermed vil forskjellige analytikere med stor sannsynlighet komme frem til forskjellige fundamentalverdier på den samme aksjen som en følge av ulik tolkning av selskapets fremtidige utvikling. Dette taler i så fall mot en induktiv tilnærming, men uten allmenngyldighet nok for å etablere ny teori.

Basert på dette, kan vi derfor argumentere for at vi må veksle mellom induksjon og deduksjon for å finne den beste forklaringen, altså abduksjon (Johannessen et al., 2020).

## **3.2 Datainnsamling**

Neste fase i forskningsprosessen er datainnsamling. Johannessen et al. (2020, s. 26) definerer data som «mer eller mindre vellykkede representasjoner av virkeligheten». Dette begrunnes med at virkeligheten er både omfattende og dynamisk, så den autentiske virkeligheten aldri kan fanges helt inn.

### **3.2.1 Forskningsstrategi**

Opgaven er et casestudie og impliserer med det at vi vil forsøke å svare på problemstillingen gjennom detaljert og omfattende datainnsamling fra noen få enheter eller caser (Johannessen et al., 2020, s. 212).

Nærmere bestemt vil oppgaven betegnes som en enkelcasestudie med flere analyseenheter. Analysen vil bygge på flere enheter som regnskapsdata, strategisk posisjon og finansielle instrumenter. Ved å undersøke fra flere sider, vil denne strategien gi oss muligheten for en dyp forståelse av fenomenet (Johannessen et al., 2020, s. 213).

### **3.2.2 Datagrunnlaget**

Casestudier er ofte rent kvalitative, men kan med fordel benytte både kvantitativ og kvalitativ data for å gjøre funnene så robuste som mulig (Green et al., 2006, s. 115). Kvantitativ data er numeriske verdier, mens kvalitativ data er ikke-numeriske verdier.

I denne oppgaven vil vi hente inn mye kvantitativ data særlig i forbindelse med regnskapsanalysen. Tall fra års- og kvartalsrapporter for både SATS og sammenlignbare selskaper har vært en viktig kilde for dette, i tillegg til Refinitiv finansielle database. Videre har innhenting av diverse statistikk fra eksempelvis Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank også vært en viktig kilde til kvantitativ data.

I motsetning til regnskapsanalysen vil den strategiske analysen i større grad bestå av kvalitativ data. Dette vil være hensiktsmessig for å kunne forstå komplekse sammenhenger som ikke lar seg forklare gjennom numeriske verdier.

Basert på dette vil vi derfor benytte en kombinasjon av kvalitativ og kvantitativ data, også kjent som metodetriangulering. Grunnet børsnoterte selskapers omfattende krav til informasjonsdeling og innsideinformasjon har vi valgt å basere oppgaven på allerede publiserte data, såkalt sekundærdata. Fordelen er at sekundærdata finnes lett tilgjengelig, men kan være begrensende fordi

datainnhenting ble gjort av andre med et mulig annet formål (Saunders et al., 2007, s. 246). Eksempelvis kan selskapers egen rapportering, som er utover det lovpålagte, ofte bære preg av markedsføring (PwC, 2019). Dette viser viktigheten av kildekritikk, og forteller oss at vi også bør benytte data fra andre kilder enn SATS og dets sammenlignbare selskaper.

### **3.3 Dataanalyse**

I dette kapitlet vil vi redegjøre for de analysemetodene som er brukt for å tolke den innhentede dataen. Videre vil vi diskutere metodologiske kvaliteter og begrensninger.

#### **3.3.1 Analyseverktøy**

Verdsettelsen baserer seg på prognoser for fremtidig kontantstrømmer. Ettersom kontantstrømmene består av numeriske verdier er det viktig med et analyseverktøy som lar oss uttrykke både finansielle og strategiske analyser. Vi har derfor valg å bruke Excel som grunnlag for all modelleringen. For at modelleringen skal kunne oppdateres løpende under hele verdsettelsesprosjektet, er det avgjørende med tydelig strukturering, fargekoding og isolerte inputverdier. Videre er utvidelsesprogrammet for Excel, Analysis ToolPak, brukt ved regresjonsanalyser.

Regnskapstallene baseres på selskapets rapporterte verdier. Annen finansiell data er i stor grad basert på analyseverktøyet Refinitiv Workspace. I tillegg til bruk av Refinitiv Workspace som et enkeltstående program, har vi også benyttet Refinitiv Add-In som et utvidelsesprogram for Excel ved innhenting av store datasett.

Strategiske verktøy vi har benyttet for å analysere det kvalitative datagrunnlaget er VRIO, PESTEL, verdikjedeanalyse, Porters fem krefter og SWOT. Resultatene av dette vil presenteres i kapitlet for strategiske analyser.

### **3.3.2 Metodologiske kvaliteter og begrensninger**

For å vurdere om datagrunnlaget inneholder skjevheter eller systematiske feil må det gjøres en vurdering av dataens validitet og reliabilitet (Hellevik, 1999, s. 183). Reliabiliteten sikter til nøyaktigheten av målingene som er utført, altså dataens pålitelighet, mens validiteten omhandler dataens gyldighet (Johannessen et al., 2020, s. 27–44).

Angående reliabiliteten til de rapporterte regnskapstallene stilles det omfattende lovpålagte krav til børsnoterte selskapers rapportering, og dette styrker dataens pålitelighet. Vi har imidlertid valgt å gjøre justeringer for at dataen bedre skal kunne brukes til vårt formål. Eksempelvis har vi valgt å justere leieforpliktelsene for de første årene, siden de ble rapportert med en annen regnskapsstandard enn hva som brukes av SATS i dag. Videre har vi også reformulert regnskapene for å være bedre egnet for analyseformålet.

Videre vil vi kunne forvente at selskapet har en egeninteresse av å vise selskapet fra sin beste side, og at informasjon utover det lovpålagte kan være «farget». Vi bør også utvise varsomhet med hensyn på artikler og medieuttalelser, ettersom vi ikke nødvendigvis vet om forfatteren har en egeninteresse av vinklingen på artikkelen. Derfor har vi forsøkt å belyse ulike fenomen fra flere sider.

Bruken av metodetriangulering anses å styrke validiteten. Teorigrunnlaget som benyttes er godt etablert i forskningsmiljøet. Vi benytter oss av flere forskjellige verdsettelsesmetoder og modeller innen strategisk analyse, samt usikkerhetsbetraktninger.

For å unngå potensielle interessekonflikter ønsker vi å poengtere at forfatterne på innleveringstidspunktet ikke har noen eierinteresse i SATS eller dets sammenlignbare selskaper.



## 4 Litteratur

### 4.1 Årsaker til konkurransekraft

Når vi skal se på hva som er årsaken til konkurransekraft er det viktig å forstå hvordan verdien til virksomheter skapes. Konkurransekraft kan forklares gjennom Porters posisjoneringskole og det ressursbaserte synet (RBV) til Wernerfelt og Barney. Posisjoneringskolen forklarer konkurransekraft «utenfra og inn» og mener at konkurransekraft er bransjebetinget (Porter, 1996). Mens det ressursbaserte synet forklarer konkurransekraft «innenfra og ut». Her handler det om å utvikle og utnytte unike ressurser som bygger opp mot virksomhetens strategi og sørge for at konkurrentene ikke har tilgang på de samme ressursene (Barney, 1991).

Michael Porter mente at konkurransekraft ikke kan forstås gjennom å studere virksomheter under ett. Han innførte derfor verktøyet verdikjede for å dele opp aktivitetene i en virksomhet. Michael Porters teori om strategi og operasjonell effektivitet er tett knyttet opp mot konkurransekraft. En konkurransedyktig strategi handler om å være annerledes og bevist velge andre aktiviteter for å skape en unik verdi (Porter, 1996).

I følge Barney (1991) har en virksomhet konkurransefortrinn når de implementerer en verdiskapende strategi som ikke implementeres av noen nåværende eller potensielle konkurrenter.

Dersom en virksomhet har et uforholdsmessig høyt kostnadsnivå i et velfungerende marked vil de oppleve at konkurransekraften svekkes, uavhengig av hvordan de har innrettet seg strategisk (Gjønnnes & Tangenes, 2016).

#### 4.1.1 Posisjoneringskolen

Posisjoneringskolen forsøker å forklare konkurransekraft som noe som skapes i markedet. Posisjoneringskolen assosieres ofte med Michael Porters artikkel «Competitive Startegy» (Porter, 1998). Der snakker han om hvordan

virksomheter må posisjonere seg strategisk i forhold til konkurrenter i bransjen for å oppnå et konkurransefortrinn.

#### **4.1.1.1 Porters fem krefter**

Michael Porter mener at konkurransetilstanden i en bransje avhenger av de fem grunnleggende konkurransekraftene; rivalisering mellom konkurrenter, kundenes og leverandørens forhandlingsmakt og trusler fra nyetableringer og substitutter. Den kollektive styrken til disse kreftene avgjør lønnsomheten i bransjen som måles i form av langsiktig avkastning på investert kapital. Desto sterkere de fem kreftene er, jo dårligere er lønnsomhetspotensialet i bransjen. For at en virksomhet skal posisjonere seg strategisk bør det være få nyetableringer som oppleves som en trussel, få substituerende tjenester eller produkter, begrenset forhandlingsmakt blant kunder og forhandlere og ikke minst liten grad av rivalisering mellom konkurrentene (Porter, 1998).

#### **4.1.1.2 Porters tre generiske**

For å håndtere de fem kreftene introduserte Michael Porter tre generiske strategiske tilnærminger som han mente kunne gi konkurransefortrinn. De generiske strategiene er kostnadslederskap, differensiering og fokus. Virksomheter med en kostnadslederskap strategi har som mål å ha lavere kostnader enn konkurrentene. Det oppnår de gjennom stordriftsfordeler, effektivitetsforbedringer og en streng kostnadskontroll. En lavkostnadsposisjon gir virksomheter høyere avkastning enn gjennomsnittet i bransjen selv med tilstedeværelsen av sterke konkurransekrefter. En lavkostnadsposisjon kan beskytte virksomheten mot alle de fem konkurransekraftene (Porter, 1998).

Differensierings-strategien handler om å differensiere produkter eller tjenester i virksomheten som fremstår som noe unikt i bransjen. Ved å differensiere seg kan det gi en sterk merkevare og god kundelojalitet. Lave kostnader er ikke hovedmålet, men kan ikke ignoreres. Differensiering er en strategi som kan gi

virksomheter avkastning over gjennomsnittet i bransjen, siden de står i en god posisjon til å håndtere de fem konkurransekraftene.

Den tredje generiske strategiske tilnærmingen er fokusstrategi hvor det fokuseres på en bestemt kjøpegruppe, segment eller marked. Fokusstrategien er bygget rundt å tjene et bestemt mål veldig godt og betjene sitt smale strategiske mål mer effektivt enn konkurrentene som konkurrerer bredere. Gjennom denne strategien oppnår virksomheten enten differensiering eller lavere kostnader i et begrenset marked (Porter, 1998).

Porter snakker om begrepet «stuck in the middle» hvor en virksomhet prøver å følge flere av de strategiske tilnærmingene, men ikke gjør noen av dem godt nok. De selskapene som er i den situasjonen, er ifølge Porter i en veldig dårlig strategisk situasjon og er nesten garantert lav lønnsomhet. Slike virksomheter må ta noen klare strategiske valg for å komme ut av den situasjonen (Porter, 1998). Ifølge Porter må virksomheter ha både operasjonell effektivitet og en gunstig strategisk posisjon for å skape og beholde konkurransekraft.

#### **4.1.2 Det ressursbaserte synet**

På 1980-tallet skjedde det et skifte hvor fokuset gikk fra den strategiske dimensjonen til et større fokus på operasjonell effektivitet. Derfor kom fremveksten av det ressursbaserte synet innenfor strategisk tekning (Gjønnes & Tangenes, 2016).

Birger Wernerfelt introduserte i 1984 det ressursbaserte synet i artikkelen «A Resource-based view». Det ressursbaserte synet argumenterer for at virksomheter oppnår varig konkurransefortrinn ved å utnytte deres unike interne ressurser effektivt. Wernerfelt hevder i artikkelen at virksomhetens interne ressurser som merkenavn, intern kunnskap om teknologi, kvalifisert personell, handelsnettverk, kapital, effektive prosedyrer og maskiner er like viktige for virksomhetens suksess som eksterne faktorer (Wernerfelt, 1984). Jay Barney utvidet teorien til Wernerfelt om det ressursbaserte synet i 1991 med artikkelen

«Firm Resources and sustained competitive advantage». Både Wernerfelt og Barney mener at konkurransekraft skapes med utgangspunkt i interne forhold i virksomheten som har med de ressursene man råder over (Barney, 1991).

I følge Barney (1991) kan en virksomhet sies å ha et vedvarende konkurransefortrinn når det er implementert en verdiskapende strategi som ikke samtidig er implementert av nåværende eller potensielle konkurrenter, og når de andre selskapene ikke klarer å kopiere fordelene med strategien. Barney introduserte i artikkelen sin det såkalte VRIO-rammeverket. Det bygger på at for at en virksomhet skal ha vedvarende konkurransefortrinn må de ha ressurser som er verdifulle, sjeldne, ikke-imiterbare og organiserte. Barney hevder at ressurser med VRIN-egenskaper også må være heterogene og immobile. Det innebærer at de er virksomhetsspesifikke og vanskelige å flytte fra en virksomhet til en annen. Dersom ressursene er både verdifulle og sjeldne kan de gi et midlertidig konkurransefortrinn. For at konkurransefortrinnet skal være vedvarende må de oppfylle alle de fire VRIO-egenskapene (Barney, 1991).

#### **4.1.3 Dynamiske kapabiliteter**

Det ressursbaserte synet ble kritisert for å ha mangel på empirisk forankring og for å være en statisk modell som ikke tok hensyn til utvikling av selskapets ressurser. Vedvarende konkurransefortrinn har også blitt sett på som usannsynlig i dynamiske markeder. Derfor ble det ressursbaserte synet modellen videreutviklet, og dynamiske kapabiliteter ble introdusert.

Dynamiske kapabiliteter er definert som firmaets prosesser som bruker ressurser, spesielt prosessene, for å integrere, rekonfigurere, få og frigjøre ressurser for å matche og skape markedsendring. Dynamiske kapabiliteter er de organisatoriske og strategiske rutiner der bedrifter oppnår nye ressurskonfigurasjoner når markeder utvikler seg, splittes, kolliderer, dukker opp og dør (Eisenhardt & Martin, 2000).

## 4.2 Verdibegrepet

For å kunne svare på problemstillingen behøver vi å klargjøre hva som ligger i begrepet verdi. Verdi må i utgangspunktet forstås som en subjektiv størrelse, ettersom verdien av et formuesobjekt for en kjøper avhenger av kjøpers personlige preferanse. Dette står i motsetning til pris, som er en observerbar størrelse fra et fast prisforlangende eller beløpet som faktisk betales i en transaksjon (Dyrnes, 2011, s. 80).

Videre kan det diskuteres om markedsprisen reflekterer fundamentalverdien av et selskap. Svært ofte ser vi at meglerhus' analytikere har ulike verdioppfatninger med forskjellige kursmål, og forskjellige handelsanbefalinger, selv om de har tilgang til den samme informasjonen. Dyrnes (2011, s. 82) fremhever derfor sitt utgangspunkt om at verdsettelse ikke har én sann verdi, men handler om «å estimere hypotetiske markedspriser gitt visse forutsetninger om markedet». Det underliggende temaet i en fundamental analyse er at avvik fra markedsprisen er et tegn på om aksjen er over- eller underpriset (Damodaran, 2012, s. 6).

Først må vi vurdere hvem vi skal finne verdien for. International Valuation Standards Council (IVSC) definerer verdigrunnet i tre hovedkategorier: åpen markedsverdi, lukket transaksjonsverdi og eierverdi (Dyrnes, 2011, s. 93–94). Den åpne markedsverdien er et estimat på prisen som ville blitt oppnådd i en hypotetisk handel i et fritt og åpent marked, mens en lukket transaksjonsverdi er den estimerte prisen mellom to spesifikke parter fremfor det øvrige markedet (IVSC, 2010, s. 20). Eierverdi er et estimat på verdien knyttet til eiendomsretten for en bestemt eier (Dyrnes, 2011, s. 94). Sistnevnte kan eksempelvis være aktuelt for en eier som kan ha ulike fordeler ved et eierskap som ikke er tilgjengelig for resten av markedet.

Deretter må vi se på omstendighetene rundt verdifastsettelsen. Verdipremisset tar utgangspunkt i spørsmålet om hvorvidt selskapet skal fortsette driften eller avvikles. Dette kan enten være en tvungen, rask avvikling, eller en planlagt avvikling som foregår over en lengre periode (Karlsen & Seth, 2020, s. 176).

Det siste aspektet som bør vurderes er verdinivået. Dyrnes (2011, s. 95) opererer med følgende fem verdinivåer: marked for strategisk kontroll, likvid marked for finansiell kontroll, marked for likvide minoritetsposter, illikvid marked for finansiell kontroll og marked for illikvide minoritetsposter. Vi vil i kapittelet for finansiell metode vurdere om det bør justeres for en eventuell likviditetspremie.

Vi skal finne fundamentalverdien av SATS for en fiktiv investor i et fritt og åpent marked, og baserer oss derfor på en åpen markedsverdi. Videre forutsetter vi at selskapet skal fortsette driften.

### **4.3 Realopsjonsteori**

Realopsjonsteori tar utgangspunkt i de samme prinsippene som ved prising av finansielle opsjoner, men anvendes for investeringer i realaktiva (Kaldestad & Møller, 2016, s. 258). For eksempel kan et oljeselskap med ikke-utviklede reserver ha en rett, men ikke en plikt, til å utvinne mer olje dersom oljeprisen stiger over et visst nivå. Denne underliggende fleksibiliteten representerer en verdi som ofte undervurderes i en tradisjonell diskontert kontantstrømsanalyse (Damodaran, 2014c, 2:21).

Realopsjoner kan inndeles i tre hovedkategorier (Kaldestad & Møller, 2016, s. 258):

- Muligheten til å utsette et prosjekt
- Muligheten til å utvide et prosjekt eller ekspandere
- Muligheten til å avhende eller skrinlegge et prosjekt

Muligheten til å utsette investeringen er en fordel fordi en proprietær rett til et prosjekt som ikke er lønnsomt i dag, kan være lønnsomt i morgen (Damodaran, 2014c, 1:40). Muligheten for ekspansjon relateres til situasjoner hvor prosjektet fører til muligheter for ekspansjon i nye markeder eller med nye produkter, mens muligheten for rask avvikling av prosjekter som ikke utvikler seg som ønsket vil kunne redusere nedsiderisikoen. Sistnevnte kan sammenlignes med å ha en put-oppsjon på prosjektet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 259).

For å vurdere om det eksisterer relevante realopsjoner kan vi stille tre følgende spørsmål (Damodaran, 2014c, 6:20):

- Har selskapet en rett, men ikke en plikt, til å kjøpe eller selge en bestemt mengde av et underliggende aktivum til en gitt pris innenfor en fastsatt utløpstid?
- Er det underliggende aktivumet klart definert, og forandrer det verdi over tid på en uforutsigbar måte?
- Er avkastningen betinget av at en bestemt hendelse skjer innenfor en bestemt tidsperiode?

Deretter må vi vurdere om realopsjonen har en signifikant økonomisk verdi. Dette vil være til stede dersom selskapet har en *eksklusiv* rett til realopsjonen. Jo mindre eksklusivitet, dess mindre økonomisk verdi kan knyttes til realopsjonen (Damodaran, 2014c, 8:11).

Dersom vi finner at det eksisterer en realopsjon med signifikant økonomisk verdi, kan vi bruke flere modeller for å prise opsjonen. To mye brukte modeller til å prise finansielle opsjoner er Black-Scholes-modellen og binominalmodellen, mens for realopsjoner er binominalmodellen trolig mest egnet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 260).

## 5 Finansiell metode

I dette kapittelet vil vi redegjøre for valgte verdivurderingsmetoder, estimere egenkapitalens og totalkapitalens avkastningskrav, samt diskutere ulike konsistensbetingelser. Modellene vil senere bli anvendt i verdivurderingen som gjøres i kapittel 9.

### 5.1 Verdsettelsesmetoder

Verdsettelsesmetodene som brukes for å finne verdien av et selskap kan i hovedsak deles inn i følgende hovedgrupper: inntjeningsbasert, markedsbasert,

balansebasert, kostbasert og opsjonsbasert tilnærming (Kaldestad & Møller, 2016, s. 28). Inntjenings- og markedsbasert tilnærming har vist seg å være de hyppigst benyttede tilnærmingene av analytikere og investorer for verdivurdering av selskaper (Demirakos et al., 2004). Verdivurdering med en opsjonsbasert tilnærming benyttes svært sjelden ettersom kompleksiteten i modelleringen kan gå utover treffsikkerheten i estimatene (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 335).

Med utgangspunkt i kapittel 4.3 kan vi vurdere om det eksisterer relevante realopsjoner, og dermed behov for en opsjonsbasert tilnærming. SATS har ikke et klart definert underliggende aktivum som er avhengig av en bestemt hendelse innenfor en bestemt tidsperiode. Vi vurderer det også til at det ikke finnes noen særskilt fleksibilitet som ikke vil kunne belyses av andre verdsettelsesmetoder. Vi vurderer det derfor til at SATS ikke har noen relevante realopsjoner for verdivurdering. Dette er i utgangspunktet ingen unaturlig vurdering. Opsjonselementet for stabile og modne bransjer er antageligvis av begrenset verdi som en følge av blant annet lav sannsynlighet for at disruptiv teknologi skal forandre konkurransebildet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 265).

Videre vil vi bruke inntjeningsbasert og markedsbasert tilnærming. Dette er tilnærminger som ofte gir de mest pålitelige svarene (Kaldestad & Møller, 2016, s. 33).

### **5.1.1 Inntjeningsbasert tilnærming**

I en inntektsbasert tilnærming vil verdien av et selskap være nåverdien av forventede fremtidige kontantstrømmer. Dersom en investor skal eie aksjer i et selskap til evig tid, vil det kun være utbytter som kommer investoren til gode i form av faktiske kontantstrømmer. Derfor er sannheten at «dividendemodellen er den eneste teoretisk riktige når verdien av en aksje skal beregnes» (Kinserdal, 2017, s. 56). For å unngå å måtte prognostisere utbyttene inn i det uendelige, kan en tottrinnsmodell benyttes. Først prognostiseres den eksplisitte prognoseperioden, og deretter brukes Gordons vekstformel for den vedvarende



perioden. Ideen bak den vedvarende perioden er at selskapets vekst vil reflektere den langsiktige vekstraten i økonomien det opererer i (Kinserdal, 2017, s. 56).

Utbytte er en skjønnsmessig vurdering som treffes av generalforsamlingen, jf. aksjeloven § 8-2. Derfor kan det være vanskelig å estimere tidspunktet for de fremtidige utbyttene. SATS betaler per i dag heller ingen utbytter. For å imøtegå dette vil vi benytte oss av implisitte metoder ved å anta at kontantoverskuddet utbetales løpende, eller reinvesteres i prosjekter med en nåverdi lik null. Dersom beregningene gjøres riktig vil de avledede modellene gi samme resultat som dividendemodellen (Kinserdal, 2017, s. 56).

#### **5.1.1.1 Selskapsverditilnærming**

Ved å diskontere den frie kontantstrømmen til hele selskapet (FCFF) med den vektete totalkapitalkostnaden (WACC), vil vi finne selskapsverdien. For å gå fra selskapsverdien til egenkapitalverdien må vi trekke fra markedsverdien av netto rentebærende gjeld (NIBD). Verdien er positivt påvirket av høyere kontantstrømmer (FCFF) og lavere WACC. Ved bruk av en totrinnsmodell er FCFF-modellen gitt som (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 341):

$$\text{Enterprise value}_0 = \sum_{t=1}^n \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC})^t} + \frac{\text{FCFF}_{n+1}}{\text{WACC} - g} \times \frac{1}{(1 + \text{WACC})^n}$$

hvor:

FCFF = fri kontantstrøm til hele selskapet i år t

WACC = vektet totalkapitalkostnad

#### **5.1.1.2 Egenkapitalverditilnærming**

Alternativt til FCFF-modellen ovenfor, kan vi diskontere de frie kontantstrømmene til egenkapitalen (FCFE). Ettersom dette er kontantstrømmer som utelukkende er tilgjengelig for aksjeeierne, må diskonteringsrenten settes til eiernes avkastningskrav. Som en følge av at vi antar all FCFE vil utbetales hvert

år, vil verdien tilsvare dividendemodellen. Ved bruk av en totrinnsmodell er FCFE-modellen gitt som (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 343):

$$\text{Markedsverdi av EK}_0 = \sum_{t=1}^n \frac{\text{FCFE}_t}{(1+r_e)^t} + \frac{\text{FCFE}_{n+1}}{r_e - g} \times \frac{1}{(1+r_e)^n}$$

hvor:

FCFE = fri kontantstrøm til egenkapitalen i år t

$r_e$  = egenkapitalens avkastningskrav

I motsetning til FCFF-modellen, beregner FCFE-modellen direkte en estimert verdi av egenkapitalen. Derfor skal ikke netto rentebærende gjeld trekkes fra.

### 5.1.1.3 Meravkastningsmodeller

I motsetning til modeller som baseres på kontantstrømmer, kan vi også bruke modeller som baseres på regnskapsresultater. EVA-modellen estimerer selskapsverdien, mens RI-modellen estimerer egenkapitalverdien. Begge modellene beregner verdien som meravkastningen utover den relevante kapitalkostnaden pluss verdien av dagens kapital. Ved bruk av en totrinnsmodell er superprofittmodellene gitt som følger (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 346–349):

EVA-modellen:

$$\text{Enterprise value}_0 = \text{NOA}_0 + \sum_{t=1}^n \frac{\text{EVA}_t}{(1+\text{WACC})^t} + \frac{\text{EVA}_{n+1}}{\text{WACC} - g} \times \frac{1}{(1+\text{WACC})^n}$$

hvor:

$\text{EVA}_t = \text{NOPAT}_t - \text{WACC} \times \text{NOA}_{t-1}$

NOA = Investert kapital

Residualinntektsmodellen (RI-modellen):

$$\text{Markedsverdi av EK}_0 = \text{BV(EK)}_0 + \sum_{t=1}^n \frac{\text{RI}_t}{(1+r_e)^t} + \frac{\text{RI}_{n+1}}{r_e - g} \times \frac{1}{(1+r_e)^n}$$

hvor:

$\text{RI}_t = \text{netto resultat}_t - r_e \times \text{BV(EK)}_{t-1}$

BV(EK) = bokført verdi av egenkapitalen

Ettersom EVA-modellen beregner selskapsverdien, må markedsverdien av netto rentebærende gjeld trekkes fra for å finne egenkapitalverdien. Dette skal, på samme måte som FCFE-modellen, ikke trekkes fra ved RI-modellen.

### **5.1.2 Markedsbasert tilnærming**

I motsetning til en inntjeningsbasert tilnærming, vil vi med en markedsbasert tilnærming estimere nåverdien av kontantstrømmene på en indirekte måte (Kaldestad & Møller, 2016, s. 222). Dette vil vi gjøre ved å anta at den gjennomsnittlige markedsprisen til sammenlignbare selskaper er riktig, mens midlertidige feilprisinger av individuelle selskaper kan identifiseres med en relativ verdivurdering (Damodaran, 2012, s. 19). Dette forutsetter riktignok at selskapene faktisk er helt like, både med tanke på økonomiske karakteristikk og fremtidsutsikter (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 356).

#### **5.1.2.1 Price/Earnings**

Pris i forhold til fortjeneste (P/E) fremstår som en av de mest anvendte resultatorientert multiplene. Svakheten med P/E-multiplen er at den baserer seg på resultat etter skatt, og derfor påvirkes av kapitalstrukturen til selskapet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 229). Multiplen vil heller ikke kunne tolkes ved negativt resultat etter skatt, og dette er tilfellet for både SATS og dets sammenlignbare selskaper i 2022.

Det vi derimot kan gjøre er å vurdere det fremtidige resultatet etter skatt i forhold til aksjens nåværende pris. Dette vil vi gjøre ved å finne konsensusestimatet for 2023 blant analytikerne som dekker SATS og dets sammenlignbare selskaper. For å være konsistent med verdsettelsestidspunktet per 31.12.2022, benytter vi databasen i Refinitiv Workspace for å finne konsensus for resultat etter skatt på daværende tidspunkt. Ifølge Liu et al. (2002, s. 138) inneholder en multippelvurdering basert på forventet inntjening vesentlig

mer relevant informasjon enn ved bruk av historiske data, og bør derfor foretrekkes hvis tilgjengelig.

$$P/E = \frac{\text{Markedsverdi av EK}}{\text{Resultat etter skatt}}$$

#### **5.1.2.2 EV/Salg**

Selskapsverdien i forhold til salgsinntektene er en multiplikator som brukes for å sammenligne den relative salgsinntekten i selskapene. Derfor kan også metoden benyttes for selskaper som går med underskudd. Videre vil den heller ikke påvirkes av kapitalstrukturen, slik som vi så med P/E-multiplen. Ulempen med metoden er at den implisitt forutsetter at selskapene har samme fortjenestemargin (Kaldestad & Møller, 2016, s. 231).

$$EV/Salg = \frac{\text{Markedsverdi av EK} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Salgsinntekter}}$$

#### **5.1.2.3 EV/EBITDA**

Selskapsverdien i forhold til driftsresultatet før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger (EBITDA) muliggjør sammenligning av den underliggende driften i selskapene. Svakheten med metoden er ulik kapitalstruktur og investeringsbehov ikke hensyntas.

$$EV/EBITDA = \frac{\text{Markedsverdi av EK} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{EBITDA}}$$

#### **5.1.2.4 P/B**

Pris i forhold til bokført verdi av egenkapitalen er en balanseorientert multiplum, og kan gi en indikasjon på selskapets evne til verdiskapning. Ulempen med metoden er behandlingen av immaterielle eiendeler, eksempelvis goodwill ved oppkjøp og fusjon kontra organisk vekst (Kaldestad & Møller, 2016, s. 233).

$$P/B = \frac{\text{Markedsverdi av EK}}{\text{Bokført verdi av EK}}$$

### 5.1.2.5 EV/Medlemmer

Vi kan også vurdere å bruke ikke-finansielle multipler som supplement til de andre multippelvurderingene, men de bør benyttes med stor varsomhet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 236). Antall medlemmer hos de ulike treningssenterkjedene kan være et uttrykk for selskapenes evne til å generere inntekter. Selskapene innenfor treningssenterbransjen har selv et stort fokus på vekst og inntjeningsevne per antall medlemmer, og vi tror derfor dette kan være en interessant multiplere å vurdere.

$$EV/Medlemmer = \frac{\text{Markedsverdi av EK} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Antall medlemmer}}$$

## 5.2 Kapitalverdimodellens forutsetninger

Avkastningskravet skal reflektere risikoen. Risiko kan defineres som muligheten for at den faktiske avkastningen ikke samsvarer med den forventede avkastningen (Damodaran, 2012, s. 60). Risikoen kan i hovedsak deles i to kategorier: selskapsspesifikk- og markedsspesifikk risiko. Førstnevnte (usystematisk risiko) lar seg fjernes med en veldiversifisert portefølje, mens den systematiske risikoen (markedsspesifikk) ikke kan diversifiseres bort. Følgelig vil risikoen for en ikke-diversifisert investor oppleves som høyere enn for en veldiversifisert investor. Dette fører til at en veldiversifisert investor kan være villig til å betale en høyere pris grunnet oppfatningen om en lavere risiko knyttet til investeringen (Damodaran, 2012, s. 65).

Kapitalverdimodellen (CAPM) forsøker å forklare den forventede avkastningen gitt den systematiske risikoen. Modellen er basert på følgende forutsetninger om individuell atferd og markedsstruktur (Bodie et al., 2014, s. 304):

- Investorer er rasjonelle og ønsker å optimalisere sin portefølje gitt deres risikoaversjon
- Alle investorer har identisk én-periodisk tidshorisont
- Investorer har homogene forventninger med hensyn på forventet verdi, standardavvik og korrelasjonskoeffisienter

- Kapitalmarkedet lar investorene låne og spare til den samme risikofrie renten, og alle eiendeler er offentlig tilgjengelige
- All informasjon er offentlig tilgjengelig
- Ingen skatter
- Ingen transaksjonskostnader, og investorer kan ta negative posisjoner

Kapitalverdimodellen ble først introdusert av Sharpe (1964) og Lintner (1965) med flere. De anerkjenner modellens restriktive og urealistiske forutsetninger, men argumenterer for at modellens styrke ligger i aksepten av dens innsiktsfulle implikasjoner for å forstå viktige konsekvenser og sammenhenger (Lintner, 1965; Sharpe, 1964).

Black, Jensen og Scholes (1972) har gjennom sitt empiriske arbeid funnet at eiendeler med lav beta har en gjennomsnittlig høyere avkastning, mens eiendeler med høy beta har en gjennomsnittlig lavere avkastning enn hva som predikeres av CAPM. Dette står i kontrast til CAPM som bygger på at den forventede meravkastningen er strengt proporsjonal med kovariansen mellom avkastningen til markedsporteføljen og eiendelen (Jensen et al., 1972).

Kritikken støttes av Fama og French (2004, s. 44) som mener at egenkapitalkostnaden blir for høy for høy-beta aksjer (relativt til den historiske gjennomsnittsavkastningen) og for lav for lav-beta aksjer med den tradisjonelle kapitalverdimodellen. Deres arbeid har vist at selskapets størrelse og egenkapitalens bokførte verdi mot markedsverdi, er faktorer som bedre kan forklare avkastningen enn bare beta (Fama & French, 1992).

Et annet punkt som har blitt kritisert ved kapitalverdimodellen er forutsetningen om at alle investorer er rasjonelle. Shiller (1981) påpeker at hans arbeid viser at markedsvolatiliteten i forhold til forventede utbytter er for høy og utfordrer med det teorien om markedseffisiens.

I følge Roll (1977) har kapitalverdimodellen aldri latt seg teste, og antagelig heller ikke vil bli det i fremtiden, fordi man ikke fullt ut kan konstruere den teoretiske

markedsporteføljen. Viktigheten av dette har riktignok blitt nedtonet gjennom en utført sensitivetsanalyse (Stambaugh, 1982).

Til tross for kritikken rundt CAPMs empiriske svakheter er modellen svært utbredt i sin bruk både blant praktikere og i akademien (Fama & French, 2004, s. 25).

### 5.3 Totalkapitalens avkastningskrav

For å estimere fundamentalverdien til SATS med kontantstrømmen til totalkapitalen (FCFF) må vi beregne den vektete totalkapitalkostnaden (WACC) til selskapet. Dette er fordi FCFF skal betjene alle de ulike finansieringskildene, og WACC reflekterer det vektete avkastningskravet for hva egenkapitaleierne og långiverne krever (Kaldestad & Møller, 2016, s. 153).

$$WACC = \frac{NIBD}{NIBD + E} \times r_d \times (1 - s) + \frac{E}{NIBD + E} \times r_e$$

hvor:

NIBD = netto rentebærende gjeld

E = markedsverdi av egenkapital

$r_d$  = avkastningskrav av gjeld

$r_e$  = avkastningskrav på egenkapital

s = nominell selskapsskatt

Ulike finansieringskilder bærer ulik risiko, og gjeldskostnaden er typisk lavere enn egenkapitalkostnaden. Dette skyldes at kreditor har prioritet foran aksjonærene, og dermed bærer en lavere risiko. Intuitivt kan det derfor virke som en høyere gjeldsandel gir en lavere WACC, men en høyere gjeldsandel (billigere finansiering) øker den finansielle risikoen. Egenkapitalbetaen vil derfor øke ( $r_e$  opp), og kreditor vil øke sitt risikopåslag ( $r_d$  opp). Samlet sett fører dette til at prisen på finansieringsformene øker, og i henhold til Miller og Modiglianis teorem vil WACC totalt sett forbli uforandret (Kaldestad & Møller, 2016, s. 178).

### 5.3.1 Egenkapitalens avkastningskrav

For å beregne den vektete total kapitalkostnaden behøver vi å finne egenkapitalens avkastningskrav. Ved å finne egenkapitalens avkastningskrav muliggjør det også å finne fundamentalverdien av et selskap ved å neddiskontere kontantstrømmen som tilfaller eierne med egenkapitalens avkastningskrav.

Ved å bruke kapitalverdimodellen som prisingsmodell er kapitalkostnaden for egenkapitalen ( $r_e$ ) gitt som (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 303):

$$r_e = r_f + \beta_e \times (r_m - r_f) = r_f + \beta_e \times MRP$$

hvor:

$r_f$  = risikofri rente

$\beta_e$  = systematisk risiko

$r_m$  = forventet avkastning på markedsporteføljen

MRP = markedets risikopremie

Som beskrevet i kapittel 5.2 skal en investor kun kompenseres for systematisk risiko ettersom usystematisk risiko lar seg diversifisere bort. Avkastningskravet for egenkapitalen utover risikofri rente ( $r_f$ ) avhenger av selskapets systematiske risiko ( $\beta_e$ ) og den forventede meravkastningen fra markedet i forhold til risikofri rente (MRP).

#### 5.3.1.1 Estimering av risikofri rente

Den risikofrie renten indikerer hvor mye en investor kan tjene på en investering uten å påta seg risiko. Det er vanlig å bruke en statsobligasjon som proxy for risikofri rente, og det er viktig at denne faktisk er risikofri. Derfor må vi sørge for at det ikke er noen kredittrisiko knyttet til utstederen av obligasjonen (Damodaran, 2014a).

Hver estimert kontantstrøm burde ideelt sett neddiskonteres med en statsobligasjon med tilsvarende durasjon, men av praktiske årsaker velger de fleste analytikere en statsobligasjon med en løpetid som samsvarer med



varigheten på den samlede kontantstrømmen (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 304).

I henhold til konsistensbetingelsene diskutert nedenfor velger vi en statsobligasjon denominert i norske kroner. Risikoen for at den norske stat ikke skal kunne tilbakebetale sine forpliktelser kan anses som «tilnærmet umulig» (Bøhren et al., 2017, s. 369). Robustheten kommer også til uttrykk gjennom Moody's rangering av den norske stat med en score på AAA (Moody's Corporation, 2022).

Vi anser derfor en 10-årig norsk statsobligasjon som et fornuftig valg av risikofri rente. Denne vil både innfri kravet til kredittrisiko nevnt ovenfor og ha en tilstrekkelig lang løpetid. Per 31.12.2022 var denne satt til (Norges Bank, 2023):  
 $r_f = 0,0318 = 3,18 \%$

### **5.3.1.2 Markedets risikopremie**

Markedets risikopremie er forskjellen mellom den forventede avkastningen fra markedsporteføljen og en risikofri investering ( $r_m - r_f$ ). Bøhren et al. (2017) forklarer markedets risikopremie som meravkastningen investorer forlanger for å påta seg en enhet systematisk risiko. Dette kan måles historisk eller forventet.

Ved å se tilbake i tid kan vi finne den historiske markedsriskopremien (måling ex post). Vi antar da at historien er en god indikator for fremtiden. I så fall bør det velges et lengst mulig tidsintervall på den historiske dataen, ettersom kortere perioder kan ha store variasjoner (Bøhren et al., 2017, s. 370).

Damodaran (2021) argumenterer for at markedets risikopremie målt ex post ikke er det beste tilnærmingen for å estimere markedets risikopremie. Ved å bruke en ex ante-metodikk har han vist at vi vil få en risikopremie med en bedre prediktiv verdi. Dette finner en implisitt risikopremie ved å ta utgangspunkt i konsensus for kontantstrømestimer hos analytikere sammenlignet med selskapsverdier (PwC, 2022).

Med utgangspunkt i dette ønsker vi derfor å benytte en forventet markedsrisikopremie (ex ante). PwC har gjennom flere år målt den implisitte risikopremien på Oslo Børs. Etter å ha styrket seg med 1,2 prosentpoeng fra 2021, ble den implisitte risikopremien estimert til å være 6,0 % per 22.11.2022 (PwC, 2022). Dette stemmer også godt overens med Damodarans estimat for risikopremien i Norge som ble satt til 5,94% per 5.1.2023 (Damodaran, 2023).

Ettersom estimatet fra Damodaran er etter verdsettelsestidspunktet (31.12.2022), velger vi å bruke estimatet fra PwC. Dette gir følgende markedsrisikopremie:

$$MRP = 0,06 = 6\%$$

### **5.3.1.3 Likviditetspremie**

Likviditet refererer til kostnadene og utfordringene knyttet til å konvertere aksjer til kontanter (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 323). For det første vil illikviditet kunne føre til høyere transaksjonskostnader på grunn av økt bid-ask spread. For det andre vil prispåvirkningen ved å utføre en større handel i et illikvid marked kunne være betydelig, spesielt dersom handelen ønskes gjennomført raskt. Derfor kan illikviditet uttrykkes som rabatten selger må akseptere å gi dersom eiendelen skal selges raskt (Bodie et al., 2014, s. 310).

SATS handles på Oslo Børs og aksjene har en fri flyt på 31% av alle utestående aksjer. Dette representerer aksjene som ikke eies av strategiske investorer og dermed er tilgjengelig for handel i annenhåndsmarkedet (Norges Bank, 2014). Dette er et forholdvis lavt tall, men høyere enn Oslo børs krav til fri flyt ved opptak på 25% (Oslo Børs, 2022).

Sammenlignet med konkurrentene har SATS den laveste andelen av aksjer i fri flyt, men målt i gjennomsnittlig aksjeomsetning de siste 12 månedene ligger SATS litt over gjennomsnittet. Aksjeomsetningen i SATS sammenlignet med

andre norske selskaper av samme størrelse i indeksen Oslo Børs Mid Cap gir heller ingen indikasjon på at aksjen er unormalt illikvid (Refinitiv, 2023c).

Basert på de nevnte sammenligningene vurderer vi at det ikke er nødvendig å tilføye en likviditetspremie. Likviditetssituasjonen anses ikke å være vesentlig nok til å påvirke verdsettelsen. Derfor settes likviditetspremien lik 0%.

#### **5.3.1.4 Estimering av egenkapitalbeta**

Egenkapitalbeta er et mål på mengden systematisk risiko. Dess mer systematisk risiko, dess høyere kompensasjon krever eierne å få i kompensasjon for å holde den økte risikoen forbundet med aksjen (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 306).

$$\beta_e = \frac{\text{Kovariansen aksje og markedsportefølje}}{\text{Variansen markedsportefølje}}$$

En risikofri investering vil ha en beta lik 0, mens samme systematiske risiko som markedsporteføljen vil gi en beta lik 1. Dersom den systematiske risikoen er høyere enn markedsporteføljen vil beta bli høyere enn 1, og mindre enn 1 ved en systematisk risiko lavere enn markedsporteføljen.

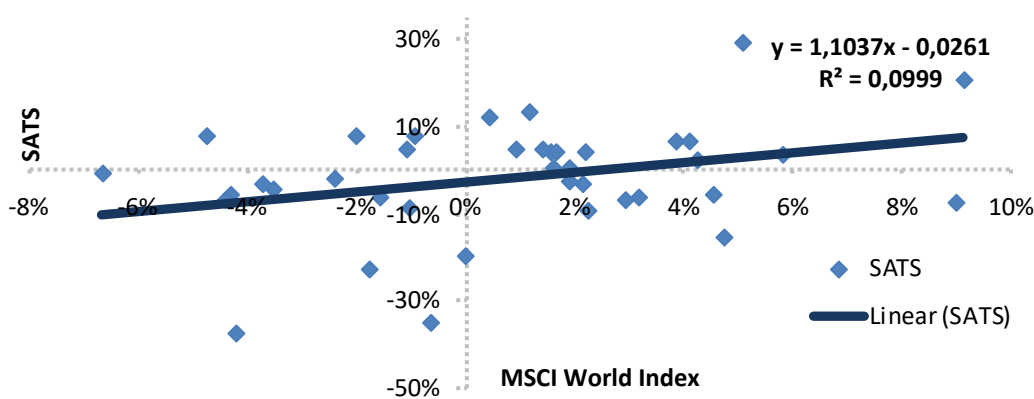
Som diskutert under forutsetningene for kapitalverdimodellen så vi at CAPM tar forutsetning i en markedsportefølje der alle risikable eiendeler er offentlige tilgjengelige. I praksis klarer vi ikke å lage en slik portefølje bestående av alle risikable eiendeler, så vi behøver derfor en referanseindeks (Koller et al., 2020, s. 317).

Mange velger å bruke en indeks bestående av de største selskapene notert på Oslo Børs for å representere markedsporteføljen. Koller et al. (2020, s. 318) advarer mot å bruke lokale indekser fordi disse ofte er tungt vektet mot spesifikke sektorer og derfor ikke representerer en bred markedsportefølje. Plenborg & Kinserdal (2021, s. 308) advarer eksplisitt mot å bruke OSEBX (Oslo Børs' hovedindeks) grunnet dens overvekt av selskaper relatert til oljesektoren.

Tilsvarende gjør også Bøhren et al. (2017, s. 372), og anbefaler heller å bruke en bredt sammensatt indeks av selskaper i hele verden som MSCI World Index også for en norsk investor.

Koller et al. (2020) argumenterer for at regresjonen bør baseres på månedlige observasjoner for å unngå systematiske skjevheter. Vi velger derfor å gjennomføre en regresjonsanalyse basert på månedlige observasjoner av den justerte avkastningen siden børsnoteringen av SATS til 31.12.2022. Den månedlige avkastningen på MSCI World Index settes som uavhengig variabel.

Det gir oss følgende sammenheng:



Figur 2. Regresjonsanalyse SATS og MSCI World Index

Ved å bruke månedlige observasjoner får vi en beta på 1,10. Dette representerer stigningstallet på regresjonslinjen.

Determinasjonskoeffisienten ( $R^2$ ) viser at modellen har en forklaringskraft på 10%. Dette innebærer at 10% av variasjonen i aksjeavkastning kan komme fra markedet, mens de resterende 90% er selskapsesifikke (Damodaran, 2012, s. 186). Sistnevnte kan diversifiseres bort og skal derfor ikke gi et høyere avkastningskrav.

Standardfeilen for betaestimaten er på 0,54. Dette impliserer at den samme betaen for SATS kan være mellom 0,56 og 1,64 (trekker fra og legger til ett standardavvik til beta estimaten på 1,1) med 68% sikkerhet. Med to

standardavvik fra betaen kan vi være 95% sikre på at den sanne betaen er mellom 0,02 og 2,18 (1,1 +/- 2 standardavvik på 0,54). Med andre ord er det stor usikkerhet knyttet til den sanne betaen.

For å redusere usikkerheten rundt beta estimatet kan vi heller bruke bransjespesifikke betaer. Ved å bruke medianverdien for bransjen vil vi få en vesentlig bedre estimat enn kun ved å bruke en regresjon for selskapet (Koller et al., 2020, s. 319).

Egenkapitalbeta vil øke med selskapets gjeldsgrad (Bøhren et al., 2017, s. 374). Derfor må vi for å kunne sammenligne selskapene med den samme operasjonelle risikoen først fjerne effekten av finansiell giring. Basert på teorien til Modigliani og Miller har vi følgende sammenheng i en verden med ettleddsskatt (Bøhren et al., 2017, s. 317):

$$\beta_e = \beta_I + (\beta_I - \beta_G) \times (1 - s) \times \frac{G}{E}$$

Vi finner egenkapitalbetaen ( $\beta_e$ ) for sammenlignbare selskaper ved å utføre regresjonsanalyser tilsvarende måten vi gjorde for SATS ovenfor. For å unngå valutaeffekter har vi justert både aksjekursene til selskapene og MSCI World Index til norske kroner med Refinitiv Workspace. Videre velger vi å inkludere skatt ettersom selskapene er i forskjellige land, og dermed har forskjellige skattesatser med tilhørende skattefordeler på gjelden. Dersom forskjellige skatteregimer ikke hensyntas kan unøyaktige verdier oppstå i forbindelse med beregningen fra egenkapitalbeta til investeringsbeta for en sammenligningsgruppe (Lorenz & Sielaff, 2012). Derfor bruker vi formelen for ettleddsskatt, som forøvrig også er den formelen som benyttes i arbeidet til Damodaran (2012, s. 195, 2014b).

Vi bruker markedsverdien av egenkapitalen på verdsettelsestidspunktet som E og bokført verdi av gjeld som G. Sistnevnte er basert på en vanlig antagelse om at den bokførte verdien og markedsverdien av gjelden ofte er svært nære hverandre.

SATS oppgir i kvartalsrapporten for Q4 i 2022 at lånerenten er risikofri rente pluss en margin. Vi får ikke vite det eksakte tallet, men vi vet dermed at gjelden ikke er risikofri. Derfor må  $\beta_G$  være høyere enn 0. SATS har ingen gjeld som er børsnotert, så vi baserer oss på den syntetiske kredittvurderingen som gjøres i delkapittel 5.3.2. Kredittrisikoen vurderes som litt lavere enn middels, så på intuitivt grunnlag velger vi en gjeldsbeta ( $\beta_G$ ) på 0,3. Liknende forutsetning gjør vi for de sammenlignbare selskapene.

Ved å omorganisere ovennevnte formel finner vi investeringsbetaen ( $\beta_I$ ) som presentert nedenfor. Denne fanger opp den systematiske risikoen i selskapets virksomhet, og ser bort fra selskapets finansiering (Bøhren et al., 2017, s. 374).

$$\beta_I = \frac{\beta_e + \beta_G \times (1 - s) \times \frac{G}{E}}{1 + (1 - s) \times \frac{G}{E}}$$

Oppsummert vil vi i formelen ovenfor benytte egenkapitalbetaene for hvert selskap funnet med regresjonsanalyser, gjeldsgrader per 31.12.2022, aktuelle skattesatser og forutsetningen tatt angående gjeldsbeta. Det gir følgende:

|              | MVE i NOK      | Gjeld i NOK    | $\beta_e$ | G/E  | $\beta_G$ | Skatt                 | $\beta_I$   |
|--------------|----------------|----------------|-----------|------|-----------|-----------------------|-------------|
| <b>SATS</b>  | 1 794 927 895  | 6 524 000 000  | 1,10      | 3,63 | 0,30      | 22,0%                 | 0,51        |
| <b>ACTIC</b> | 129 461 887    | 946 490 000    | 1,43      | 7,31 | 0,30      | 20,6%                 | 0,47        |
| <b>GYM</b>   | 2 303 840 948  | 4 982 090 000  | 2,01      | 2,16 | 0,30      | 19,0%                 | 0,92        |
| <b>BFIT</b>  | 16 939 222 089 | 23 260 920 000 | 1,97      | 1,37 | 0,30      | 25,8%                 | 1,13        |
|              |                |                |           |      |           | Median:               | 0,72        |
|              |                |                |           |      |           | $\hat{\beta}_e$ SATS: | <b>1,91</b> |

Tabell 2. Beregning av investeringsbeta og egenkapitalbeta

Som vist i tabellen ovenfor har vi nå funnet investeringsbetaen for totalt fire børsnoterte selskaper innenfor treningssenterbransjen. Ved å beregne medianverdien får vi en investeringsbeta på 0,72. Til slutt må vi bruke denne for å regne oss tilbake til en estimert egenkapitalbeta med SATS' finansielle giring. Dersom vi antar at SATS beholder gjeldende gjeldsgrad får vi følgende estimerte egenkapitalbeta:

$$\hat{\beta}_e = 0,72 + (0,72 - 0,3) \times (1 - 0,22) \times 3,63 = 1,91$$

En beta på 1,91 indikerer at dersom markedsindeksen øker med 1% vil selskapets forventede avkastning øke med 1,91%. På samme måte vil en nedgang i markedsindeksen på 1% gjøre at selskapets forventede avkastning faller med 1,91%. SATS kan med andre ord anses som mer risikabelt enn gjennomsnittet i markedet.

#### **5.3.1.5 Blumes justeringsmodell**

Tidligere studier har vist at estimerte betakoeffisienter for store porteføljer er relativt stabile over tid. I tillegg ble det påvist en konsekvent tendens til at en portefølje med enten ekstremt høy eller lav beta i en periode, hadde mindre ekstrem beta i neste periode (Blume, 1975). Med andre ord viste studien at estimerte betaer har en tendens til å konvergere mot det generelle gjennomsnittet av alle betaer på én.

Basert på denne teorien kan vi bruke følgende justeringsmodell for å utjevne egenkapitalbeta (Koller et al., 2020, s. 318):

$$\text{Justert } \beta_e = 0,33 + 0,67 \times \beta_e$$

$$\text{Justert } \beta_e = 0,33 + 0,67 \times 1,91 = 1,61$$

#### **5.3.1.6 Beregning av egenkapitalens avkastningskrav**

Ved å anvende funnene fra tidligere delkapitler kan vi nå beregne egenkapitalens avkastningskrav ( $r_e$ ) ved å bruke kapitalverdimodellen som introdusert i kapittel 5.3.1.

$$r_e = 0,0318 + 1,61 \times 0,06 = 0,1284$$

Egenkapitalens avkastningskrav beregnes til å være 12,84%.

### 5.3.2 Estimering av gjeldskostnad

Gjeldskostnaden representerer den renten et selskap må betale for å låne penger langsiktig i dagens marked, med hensyn på både kredittrisikoen og de gjeldende markedsrentene. Lånerenten i *dagens* marked er et nøkkelpunkt, og vi bør derfor ikke basere oss på historiske lånerenter (Damodaran, 2014b).

SATS har verken utstedt noen obligasjoner eller blitt kredittvurdert av et kredittratingbyrå. For å finne kredittrisikoen lager vi derfor en syntetisk kredittvurdering av SATS. Damodaran (2014b) anbefaler å basere estimeringen på rentedekningsgraden:

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{EBIT}{\text{Netto finanskostnader}}$$

Som vi vil se senere i regnskapsanalysen har SATS de siste årene blitt kraftig påvirket av pandemien. Vi kan velge å bruke EBIT fra 2022, men vi anser dette som misvisende for risikoen i selskapet. SATS skal fremover ikke bare låne i dårlige tider, men også gode tider. Pandemiårene fremstår som ekstraordinære, og velger derfor å bruke et vektet gjennomsnittet av 2018 og 2019 med 90%, og pandemiårene med 10%. For netto finanskostnader benyttes tallene for 2022.

$$\text{Rentedekningsgrad} = 450/219 = 2,05$$

En rentedekningsgrad på 2,05 vurderes av Damodaran (2023) til å tilsvare en kredittvurdering på BB, med et tilhørende kredittpåslag på 3,13%. Den risikofrie renten ( $r_f$ ) kjenner vi allerede fra kapittel 5.3.1.1 ovenfor. Ved å bruke følgende sammenheng finner vi gjeldskostnaden før skatt ( $r_d$ ) (Damodaran, 2014b):

$$r_d = r_f + \text{kredittpåslag}$$

$$r_d = 0,0318 + 0,0313 = 0,0631 = 6,31\%$$

### 5.3.3 Beregning av total kapitalens avkastningskrav

Ved å anvende funnene fra tidligere delkapitler kan vi nå beregne total kapitalens avkastningskrav ved å bruke formelen for den vektete kapitalkostnaden (WACC) som introdusert i kapittel 5.3.



$$WACC = \frac{NIBD}{NIBD + E} \times r_d \times (1 - s) + \frac{E}{NIBD + E} \times r_e$$

E settes til markedsverdien av egenkapitalen per 31.12.2022 som et produkt av aksjekursen ved årsslutt på NOK 8,84 og 202,7 millioner utestående aksjer. Netto rentebærende gjeld (NIBD) fremkommer i regnskapsanalysen, og vi antar som tidligere nevnt at markedsverdien av gjelden tilsvarer bokført verdi.

$$WACC = \frac{6082}{6082 + 1792} \times 0,0631 \times (1 - 0,22) + \frac{1792}{6082 + 1792} \times 0,1284$$

$$WACC = 0,0672 = 6,72\%$$

Totalkapitalens avkastningskrav beregnes til å være 6,72%.

#### **5.3.4 Konsistensbetingelser**

Dersom alt gjøres riktig skal vi i utgangspunktet få den samme verdien av egenkapitalen ved å neddiskontere totalkapitalstrømmen (FCFF) med WACC for så å trekke fra gjelden, og ved å neddiskontere egenkapitalstrømmen (FCFE) med  $r_e$ .

Et av de viktigste prinsippene ved en verdsettelse er konsistens mellom diskonteringsrenten og kontantstrømmen. Dersom FCFE neddiskonteres med WACC vil egenkapitalen bli overvurdert. Mens dersom FCFF neddiskonteres med  $r_e$  vil selskapsverdien bli undervurdert. Dette understreker viktigheten av å være konsistent i beregningene.

For det andre, kan vi velge å basere verdsettelsen på nominelle eller reelle tall. Ved å bruke reelle tall ignoreres inflasjonen og kontantstrømmene baserer seg på priser som ikke øker selv om det er inflasjon. Dersom dette er tilfellet, må diskonteringsrenten være en realrente. Hvis vi derimot skal diskontere nominelle kontantstrømmer må også diskonteringsrenten være nominell. Ved å bruke nominelle tall er det viktig at diskonteringsrenten er basert på den samme valutaen som de estimerte kontantstrømmene (Damodaran, 2014a).

Med utgangspunkt i dette har vi valgt å bruke nominelle kontantstrømmer og en nominell diskonteringsrente. Kontantstrømmene estimeres i norske kroner, og vi vil derfor bruke statsobligasjoner denominert i tilsvarende valuta.

Vi antar at markedsverdien av gjelden er lik bokført verdi av gjelden. Videre inngår leieforpliktelsene som en del av gjelden, og vi antar med dette at risikoprofilen for leieforpliktelse og resten av gjelden er den samme ved beregning av totalkapitalens avkastningskrav. SATS oppgir ikke tilstrekkelig med informasjon til å kunne skille risikoprofilen knyttet til type gjeld fra hverandre, så vi vurderer dette som en fornuftig antagelse.

Avslutningsvis, vil vi som en del av konsistensbetingelsene beholde kapitalkostnaden og kapitalstrukturen konstant gjennom hele prognoseperioden.

## **6 Regnskapsanalyse**

Sats har tilgjengelige årsrapporter tilbake til 2016, og kvartalsrapporter tilbake til børsnoteringen i 2019. Vi finner det hensiktsmessig å benytte alle de tilgjengelige årsrapportene for å få et størst mulig datagrunnlag, ettersom selskapets tre siste år har vært preget av ekstraordinære hendelser rundt Covid-19-pandemien. Basert på dette vil vi videre analysere regnskapene for å kunne forstå selskapet og dets underliggende inntjening.

### **6.1 Vurdering av regnskapskvalitet**

God regnskapskvalitet karakteriseres gjerne med regnskap som gir et objektivt bilde av virksomhetens finansielle stilling og som er uten manipulasjoner. God regnskapskvalitet defineres som den regnskapsrapporteringen som gir de innspillene som best understøtter beslutningsmodellen som brukes.

Ledelsens motiver for å utnytte fleksibiliteten i regnskapsreguleringen kan blant annet være for å dekke over prestasjonsrelatert lønn eller for å dekke over dårlig

ledelse. Noen av de vanligste årsakene til å manipulere selskapets finansielle stilling er skatteunndragelse og for å tilfredsstille aksjonærer.

Ved vurdering av regnskapskvalitet kan det være lurt å se på eventuelle motiver for regnskapsmessige manipulasjoner og kvaliteten på anvendte regnskapsprinsipper. I tillegg kan det være lurt å se på permanente kontra forbigående regnskapsposter. Til slutt bør informasjonsnivået i regnskapet vurderes i tillegg til å identifisere eventuelle røde flagg.

Vi skal nå bruke kontantkonverteringsraten til å vurdere SATS sin evne til å konvertere inntekter til kontantstrømmer. Det er to måter å regne ut kontantkonverteringsraten (CCR). Den ene er å sammenligne FCFE og net earnings, og alternativet er å sammenligne CFO med EBITDA (Plenborg & Kinserdal, 2021). Kontantstrømmen og inntjeningen burde være av omtrent samme størrelsesorden. Det betyr at kontantkonverteringsraten bør ligge på ca. 100%. Vi har her valgt å sammenligne CFO med EBITDA:

$$\text{Kontantkonverteringsrate} = \frac{CFO}{EBITDA}$$

|                          | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021 | 2022  |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|------|-------|
| CFO                      | 1 127 | 1 173 | 1 345 | 1 113 | 920  | 1 082 |
| EBITDA                   | 1 231 | 1 267 | 1 484 | 1 135 | 817  | 1 140 |
| Kontantkonverteringsrate | 92%   | 93%   | 91%   | 98%   | 113% | 95%   |

Tabell 3. Kontantkonverteringsrate for SATS fra 2017-2022.

Tabellen over viser at kontantkonverteringsraten ligger så vidt under 100% i alle årene bortsett fra i 2021 hvor den er litt over 100%. I utgangspunktet indikerer det dårlig kontanthåndtering når raten er under 100%, og det kan være et rødt flagg med store avvik mellom kontantstrømmen og inntjening. I dette tilfelle ligger den såpass tett opp under eller over 100% at vi ikke anser det som et rødt flagg som bør undersøkes ytterligere. En årsak til at den kan ligge litt under 100% kan være endring i arbeidskapital, høye renteutgifter eller høye kapitalinvesteringer.

I tabellen under har vi gjort en totalvurdering av SATS' sin regnskapskvalitet.

| Analyse av regnskapskvaliteten har generelt vist: | SANT |   |   | USANT |                            |
|---|------|---|---|-------|----------------------------|
|   | 1    | 2 | 3 | 4     | 5                          |
| Få motiver for regnskapsmanipulasjon              | X    |   |   |       |                            |
| Høy grad av kvalitet i regnskapsprinsipper        | X    |   |   |       |                            |
| Høy grad av gjentatte regnskapsposter             |      | X |   |       |                            |
| Høy grad av informasjon i årsrapporten            | X    |   |   |       |                            |
| Få «røde flagg» i finansregnskapet                |      | X |   |       |                            |
|   |      |   |   |       | <b>Totalvurdering: 1,4</b> |

Tabell 4. Analyse av regnskapskvaliteten til SATS.

Vi havner på en totalvurdering på 1,4 som er en lav verdi som indikerer høy regnskapskvalitet. Årsrapporten gir godt uttrykk for at SATS har fokus på at ledelsen skal følge selskapets vedtekter og gjeldende lover. SATS har også en ekstern revisor gjennom Deloitte AS som de har brukt siden 2015. De sørger til enhver tid for at SATS er innenfor anbefaling og gjeldende lover når det kommer til regnskap og årsrapporter. Det er derfor lite som tyder på motiver for regnskapsmanipulasjon fra ledelsen. Årsrapporten viser høy grad av informasjon og god kvalitet i regnskapsprinsippene. Det er høy grad av gjentatte regnskapsposter og få «røde flagg» i finansregnskapet. Få «røde flagg» i finansregnskapet får ikke helt toppscore siden kontantkonverteringsraten ligger noe under 100%. Totalt vurderes SATS til å ha god regnskapskvalitet.

## 6.2 Reformulering for analyseformål

For å analysere den operasjonelle verdiskapningsevnen i SATS separeres de operasjonelle- og finansielle aktivitetene. De finansielle aktivitetene lar seg lettere imitere enn de operasjonelle aktivitetene, og ettersom det er sistnevnte som gjør selskapet unikt kan de operasjonelle aktivitetene anses som de primære drivkreftene bak verdiskapningen (Plenborg & Kinserdal, 2021). Videre vil ikke-gjentakende poster med liten prediktiv verdi fjernes for at regnskapstallene fra år til år skal ha et bedre sammenligningsgrunnlag.

### **6.2.1 Nedskrivninger**

Selskapet har foretatt nedskrivninger i 2018 og 2020. Etersom dette er poster som har oppstått uregelmessig er det vesentlig å finne ut om dette er engangshendelser, eller hendelser som jevnlig vil gjenta seg i fremtiden. Faren ved å klassifisere poster som ikke-gjentakende er at den fremtidige kontantstrømmen vil kunne overestimeres dersom postene likevel skulle vise seg å være permanente (Doyle et al., 2003), men dersom poster feilaktig beholdes vil sammenligningsgrunnlaget for de historiske periodene bli mindre presise.

Ved en gjennomgang av årsrapportene for de nevnte periodene ser vi at nedskrivningene fra 2018 på NOK 265m skyldtes en omprofilering av Elixia-sentrene til SATS. Videre ser vi at tallene for 2020 på NOK 78m også skyldes et strategisk grep som ble gjort for å sentrere de danske sentrene rundt København og Nordsjælland, ved å selge ni sentre utenfor dette området som alle bidro til signifikante tap i Danmark.

Basert på dette vurderes begge hendelsene til å være engangshendelser, og de trekkes derfor ut av netto driftsresultat etter skatt (NOPAT). Videre legges skattegevinstene som oppsto som en følge av nedskrivningene tilbake for at skattetrykket på driftsresultatet for 2018 og 2020 ikke skal være kunstig lavt.

### **6.2.2 Justering for leasing**

SATS har siden 1.1.2019 fulgt IFRS-16 Leases. Dette innebærer at alle leieforpliktelsene med en løpetid lengre enn 12 måneder skal balanseføres, med mindre den underliggende eiendelen er av lav kvalitet (IFRS Foundation, u.å.). For selskaper som har leieavtaler klassifisert som operasjonelle kan dette ha en betydelig innvirkning på selskapets balanse, og nettopp dette er tilfellet for SATS ettersom alle lokalene til treningssentrene leies.

For å sikre sammenlignbarhet mellom regnskapsårene er det nødvendig å justere de historiske regnskapstallene før IFRS-16 ble gjeldende. Selskapet har selv justert regnskapstallene for 2018, men 2016 og 2017 står uforandret som rapportert etter IAS 17 Leases. Leieavtalene som tidligere ble rapportert som driftskostnader vil nå bli erstattet med avskrivninger på bruksretten av eiendelene og rentekostnader på leieforpliktelsene (PwC, 2018).

For å finne verdien av bruksretten beregnes nåverdien av de fremtidige leasingavtalene utover 12 måneder. SATS oppgir leieforpliktelsene svært aggregert, med lav spesifisering om forfallstid. Denne aggregeringen er noe man ofte ser hos europeiske selskaper, og det kan da være hensiktsmessig å anta at den årlige summen *mellom ett og fem år* er lik gjennomsnittet av de fem årene (Damodaran, 2014d). Deretter beregnes verdien av forpliktelsene *senere enn fem år* som en annuitet med antall perioder tilsvarende samlebeløpet *senere enn fem år* delt på den gjennomsnittlige årlige summen de fem første årene (Koller et al., 2020). Ettersom annuitetsverdien er verdien på år fem, må også denne neddiskonteres til dagens verdi. Ideelt sett skulle vi hatt komplett informasjon om alle selskapets leieavtaler for å få en helt nøyaktig nåverdiberegning, men med begrenset informasjon fra selskapet har vi nå likevel et brukbart utgangspunkt for videre beregninger.

|  | 2015             | 2016             | 2017             | 2018             |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 1-5 år                                 | 2 570 288        | 2 530 934        | 2 985 909        | 2 969 536        |
| Senere enn fem år                      | 784 802          | 771 414          | 876 716          | 821 565          |
| <b>Operasjonelle leieforpliktelser</b> | <b>3 355 090</b> | <b>3 302 348</b> | <b>3 862 625</b> | <b>3 791 101</b> |
| Gjennomsnitt 1-5 år                    | 514 058          | 506 187          | 597 182          | 593 907          |
| Antall år senere enn fem               | 1,5              | 1,5              | 1,5              | 1,4              |
| (Implisitt) Diskonteringsrente         | 4,0%             | 4,0%             | 4,0%             | 4,5%             |

|  | NV 2015          | NV 2016          | NV 2017          | NV 2018          |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|
| År 1                                     | 494 286          | 486 718          | 574 254          | 568 141          |
| År 2                                     | 475 275          | 467 998          | 552 206          | 543 492          |
| År 3                                     | 456 995          | 449 998          | 531 005          | 519 913          |
| År 4                                     | 439 419          | 432 691          | 510 618          | 497 357          |
| År 5                                     | 422 518          | 416 049          | 491 013          | 475 779          |
| Senere enn fem år                        | 613 920          | 603 479          | 686 904          | 624 319          |
| <b>Gjeldsverdi av leieforpliktelsene</b> | <b>2 902 413</b> | <b>2 856 932</b> | <b>3 346 000</b> | <b>3 229 000</b> |

Tabell 5. Beregning av leieforpliktelser

Selskapet oppgir selv verdien av leieforpliktelsene for 2018 og 2017. Vi velger derfor å sette nåverdien av leieforpliktelsene lik den oppgitte verdien ved å endre diskonteringsrenten. Dette gir oss så en implisitt diskonteringsrente som vi benytter ved nåverdiberegningen av leieforpliktelsene i 2016.

Diskonteringsrenten er noe lavere enn i 2018, men dette kan forklares av et lavere rentenivå (Norges Bank, 2021b). Deretter beregnes også verdien av bruksretten i 2015. Dette gjøres fordi rentekostnadene for 2016 finnes ved å multiplisere kapitalkostnaden med inngående balanse (Koller et al., 2020, s. 453).

Nå kan de historiske regnskapene for 2016 og 2017 oppdateres ved å addere tidligere regnskapsførte leieforpliktelser, for deretter å trekke ut de nye avskrivningene og rentekostnadene. Endringene vil gjøre at EBITDA øker betydelig, men også EBIT øker som en følge av at rentekostnadene nå flyttes ut av driftsresultatet og inngår som finanskostnader. Avskrivningene beregnes ved å dividere verdien av bruksrettene med den implisitte levetiden for eiendelene funnet i 2018.

| Justering av leieforpliktelsene                  | 2016    | 2017    | 2018    |
|--|---------|---------|---------|
| + Operasjonelle leieforpliktelser inneværende år | 724 392 | 747 520 | 742 710 |
| - Avskrivninger på leieforpliktelsene            | 509 629 | 596 871 | 576 000 |
| - Rentekostnader på leieforpliktelsene           | 116 097 | 114 067 | 151 749 |

Tabell 6. Justering av resultatregnskapet

### 6.2.3 Klassifisering av balanseposter

En sentral del av reformuleringen er at poster som er klassifisert som operasjonelle i resultatregnskapet skal samsvare med klassifiseringen for den relaterte balanseposten. Tilsvarende gjelder for finansielle poster. Enkelte poster lar seg ikke umiddelbart klassifiseres, og disse vil vi nå redegjøre for basert på notene i årsregnskapene til SATS.

Posten for *finansielle derivater* består utelukkende av renteswaps. Dette anses som en finansiell aktivitet, ettersom det brukes som et sikringsinstrument for å håndtere renterisiko.

*Andre kortsiktige fordringer* knyttes til forskuddsbetalinger og skattefordringer. Posten anses derfor som operasjonell, og inngår dermed ikke i netto rentebærende gjeld.

For posten *kontanter og kontantekvivalenter* oppgir ikke SATS hvor mye som kreves for den daglige driften. Vi antar dermed at hele posten kan betegnes som overskuddskontanter, og at en eventuell utbetaling ikke vil påvirke den underliggende driften. Derfor klassifiseres posten som finansiell. I praksis har en utskillelse av operasjonelle kontanter i de fleste tilfeller begrenset påvirkning (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 121).

*Andre kortsiktige forpliktelser og kontraktsforpliktelser* knyttes til forpliktelser SATS har ovenfor kunder og andre parter. En stor del av medlemmene betaler det månedlige medlemskapsabonnementet på forhånd. Postene anses derfor som en del av den operasjonelle driften.



#### 6.2.4 Presentasjon av det reformulerte resultatregnskapet

Ved å benytte resultatene fra ovenstående justeringer og klassifiseringer kan vi nå reformulere det presenterte resultatregnskapet slik det fremgår fra SATS, til å bli et resultatregnskap egnet for videre analyser.

Siden finansielle kostnader fører til en reduksjon av det skattbare overskuddet må vi først reversere denne effekten. Tilsvarende skattejustering vil også gjøres for ikke-gjentakende poster, samt at postene vil flyttes ut av driftsresultatet. På den måten vil vi kunne finne det underliggende driftsresultatet etter skatt (NOPAT). Dermed får vi følgende sammenheng:

| Sats ASA (in NOK m)                  | 2016         | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Membership revenue                   | 3 013        | 3 131        | 2 563        | 3 171        | 2 650        | 2 301        | 3 246        |
| Other revenues                       | 98           | 119          | 696          | 816          | 884          | 946          | 836          |
| <b>Total revenues</b>                | <b>3 111</b> | <b>3 250</b> | <b>3 259</b> | <b>3 987</b> | <b>3 534</b> | <b>3 247</b> | <b>4 082</b> |
| Cost of goods sold                   | -60          | -70          | -80          | -115         | -122         | -106         | -147         |
| <b>Gross margin</b>                  | <b>3 050</b> | <b>3 180</b> | <b>3 179</b> | <b>3 872</b> | <b>3 412</b> | <b>3 141</b> | <b>3 935</b> |
| Personnel expenses                   | -1 237       | -1 243       | -1 224       | -1 463       | -1 352       | -1 399       | -1 587       |
| Other operating expenses             | -739         | -707         | -688         | -925         | -925         | -925         | -1 208       |
| <b>EBITDA</b>                        | <b>1 075</b> | <b>1 231</b> | <b>1 267</b> | <b>1 484</b> | <b>1 135</b> | <b>817</b>   | <b>1 140</b> |
| Depreciation and amortisation        | -704         | -757         | -739         | -972         | -1 045       | -1 042       | -1 120       |
| <b>EBIT</b>                          | <b>371</b>   | <b>474</b>   | <b>528</b>   | <b>512</b>   | <b>90</b>    | <b>-225</b>  | <b>20</b>    |
| <i>Reported tax expense</i>          | -4           | -38          | -28          | -60          | -69          | 70           | 15           |
| <i>Taxshield from special items</i>  | 0            | 0            | -61          | 0            | -17          | 0            | 0            |
| <i>Taxshield from net financials</i> | -86          | -61          | -55          | -58          | -59          | -66          | -62          |
| Operating tax expense                | -90          | -99          | -144         | -118         | -145         | 4            | -47          |
| <b>NOPAT ex. special items</b>       | <b>281</b>   | <b>375</b>   | <b>384</b>   | <b>394</b>   | <b>-55</b>   | <b>-221</b>  | <b>-27</b>   |
| Impairment                           | 0            | 0            | -265         | 0            | -78          | 0            | 0            |
| <i>Taxshield from special items</i>  | 0            | 0            | 61           | 0            | 17           | 0            | 0            |
| <b>NOPAT inc. special items</b>      | <b>281</b>   | <b>375</b>   | <b>180</b>   | <b>394</b>   | <b>-116</b>  | <b>-221</b>  | <b>-27</b>   |
| <i>Finance expense</i>               | -143         | -73          | -26          | -24          | -98          | -68          | -73          |
| <i>Finance income</i>                | 21           | 15           | 22           | 11           | 100          | 54           | 80           |
| <i>Interest expense</i>              | -222         | -197         | -236         | -252         | -269         | -284         | -288         |
| Net financial items                  | -344         | -255         | -240         | -265         | -267         | -298         | -281         |
| Taxshield from net financials        | 86           | 61           | 55           | 58           | 59           | 66           | 62           |
| <b>Net income</b>                    | <b>23</b>    | <b>181</b>   | <b>-4</b>    | <b>187</b>   | <b>-325</b>  | <b>-452</b>  | <b>-246</b>  |

Tabell 7. Fremstilling av reformulert resultatregnskap.

#### 6.2.5 Presentasjon av det reformulerte balanseregnskapet

I likhet med det resultatregnskapet, vil vi også reformulere balanseregnskapet. Ved å gjøre det vil vi blant annet finne investert kapital (NOA), og måten dette er finansiert på med netto rentebærende gjeld og egenkapital. NOA representerer

derfor summen et selskap har investert i sine operasjonelle aktiviteter, og viser hva som krever en avkastning (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 117).

NOA finnes ved å ta summen av netto operasjonelle anleggsmidler (NONCA) og netto operasjonell arbeidskapital (NOWC). Med andre ord er NOA den opprinnelig operasjonelle venstresiden i balansen fratrukket tilhørende operasjonelle forpliktelser på høyreside.

NOA vil balansere mot summen av egenkapital (herunder også ikke-kontrollerende eierinteresser) og netto rentebærende gjeld (NIBD). NIBD er et resultat av rentebærende gjeld (IBD) minus finansielle eiendeler (FA).

| Sats ASA (in NOK m)                     | 2016         | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Operating non-current assets            | 6 014        | 6 684        | 6 348        | 7 310        | 8 071        | 7 552        | 7 711        |
| Operating non-current liabilities       | 31           | 125          | 83           | 77           | 90           | 76           | 71           |
| <b>Net operating non-current assets</b> | <b>5 982</b> | <b>6 559</b> | <b>6 265</b> | <b>7 233</b> | <b>7 981</b> | <b>7 476</b> | <b>7 640</b> |
| Operating current assets                | 292          | 307          | 440          | 469          | 527          | 470          | 523          |
| Operating current liabilities           | 921          | 932          | 1 028        | 1 101        | 1 169        | 1 223        | 1 221        |
| <b>Net operating working capital</b>    | <b>-629</b>  | <b>-625</b>  | <b>-588</b>  | <b>-632</b>  | <b>-642</b>  | <b>-753</b>  | <b>-698</b>  |
| <b>NOA: Net operating assets</b>        | <b>5 353</b> | <b>5 934</b> | <b>5 677</b> | <b>6 601</b> | <b>7 339</b> | <b>6 723</b> | <b>6 942</b> |
| <b>Total Equity and Minority</b>        | <b>899</b>   | <b>736</b>   | <b>761</b>   | <b>1 223</b> | <b>886</b>   | <b>483</b>   | <b>860</b>   |
| Interest bearing debt                   | 4 579        | 5 448        | 5 407        | 5 589        | 6 947        | 6 555        | 6 524        |
| Financial assets                        | 125          | 250          | 491          | 211          | 494          | 315          | 442          |
| <b>Net interest-bearing debt</b>        | <b>4 454</b> | <b>5 198</b> | <b>4 916</b> | <b>5 378</b> | <b>6 453</b> | <b>6 240</b> | <b>6 082</b> |
| <b>Sum right side</b>                   | <b>5 353</b> | <b>5 934</b> | <b>5 677</b> | <b>6 601</b> | <b>7 339</b> | <b>6 723</b> | <b>6 942</b> |

Tabell 8. Fremstilling av reformulert balanse. Se Excel-vedlegg for utfyllende regnskap.

Det reformulerte balanseregnskapet vil nå bli brukt videre for diverse analyser. Imidlertid bør vi allerede nå kommentere den negative verdien på netto operasjonell arbeidskapital (NOWC). Dette innebærer at de kortsiktige operasjonelle forpliktelsene (OCL) er høyere enn de operasjonelle omløpsmidlene. Som nevnt i klassifiseringen ovenfor, er en stor andel av de månedlige medlemsabonnementene forskuddsbetalt. Dette bidrar til en høy OCL, og dermed lav NOWC, ettersom kontantene i henhold til klassifiseringen ovenfor er antatt å være finansielle.

## 6.3 Vekstanalyse

### 6.3.1 Bærekraftig vekstrate

Den bærekraftige vekstraten indikerer den maksimale hastigheten et selskap kan øke NOA uten å endre den finansielle giringen, eller motta ekstra kapital fra aksjonærene. Den bærekraftige vekstrate er gitt ved:

$$g = ROE \times (1 - PO)$$

hvor:

$g$  = bærekraftig vekstrate

$PO$  = utbetalingsraten (dividendesomprosentavresultat)

$ROE$  = avkastning på egenkapital etter skatt

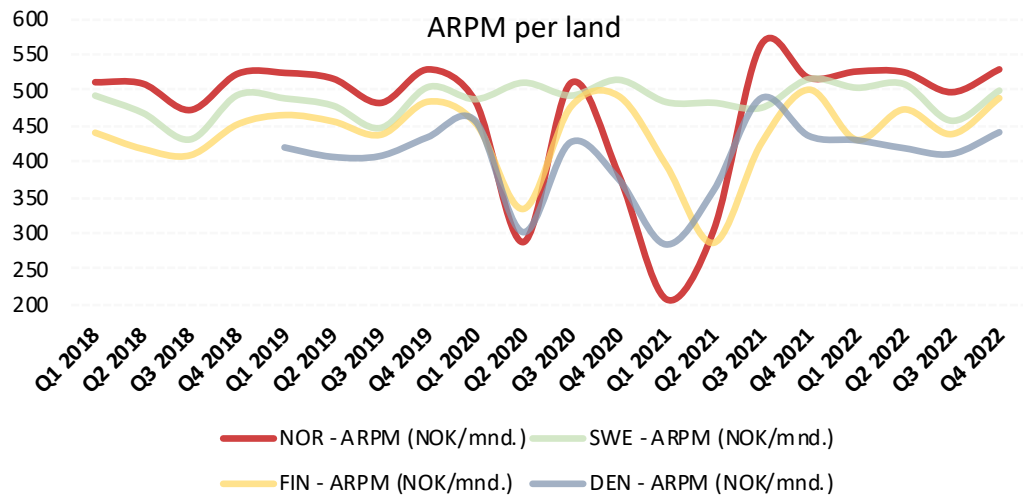
|                              | 2017         | 2018         | 2019         | 2020          | 2021          | 2022          |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| ROE                          | 22,1%        | 26,6%        | 18,9%        | -25,0%        | -66,2%        | -36,6%        |
| Utbetalingsrate              | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00          | 0,00          | 0,00          |
| <b>Bærekraftig vekstrate</b> | <b>22,1%</b> | <b>26,6%</b> | <b>18,9%</b> | <b>-25,0%</b> | <b>-66,2%</b> | <b>-36,6%</b> |

Tabell 9. Beregning av bærekraftig vekstrate.

Som en del av selskapets ordinære utbyttepolicy har det ikke blitt betalt noe utbytte. Selskapet hadde planlagt utbytte i 2020, men dette ble reversert som en følge av pandemien. Derfor er den bærekraftige vekstraten lik ROE. Vi ser dermed at selskapet har kunnet vokse, i årene før pandemien, med 19-27% uten å endre sin finansielle giring.

### 6.3.2 Vekst i ARPM

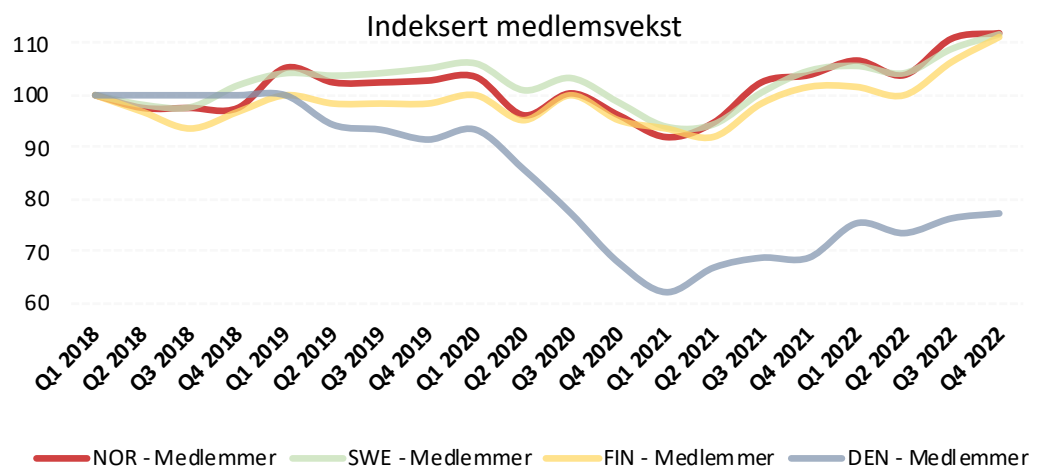
Gjennomsnittlig inntekt per medlem (ARPM) er et sentralt forholdstall innenfor terningscenterbransjen. ARPM er beregnet som totale salgsinntekter dividert med den gjennomsnittlige medlemsbasen i løpet av perioden. Basert på samtlige tilgjengelige kvartalsrapporter lager vi følgende fremstilling per land:



Figur 3. Utvikling i ARPM per land.

Sverige har en forholdsvis stabil ARPM. Dette står i sterk kontrast til Norge, Danmark og Finland. Som vi vil kommentere videre i den strategiske analysen, kan dette knyttes til forskjellige retningslinjer angående nedstengning under pandemien. Sverige har med andre ord klart å beholde antall medlemmer og/eller abonnementsnivå gjennom pandemien. Ut av pandemien, har resterende land raskt klart å nå nivået på ARPM før pandemien.

For å forstå om endringene i ARPM skyldes medlemsflukt eller reduserte medlemspriser, ser vi på en indeksert trendanalyse av antall medlemmer:

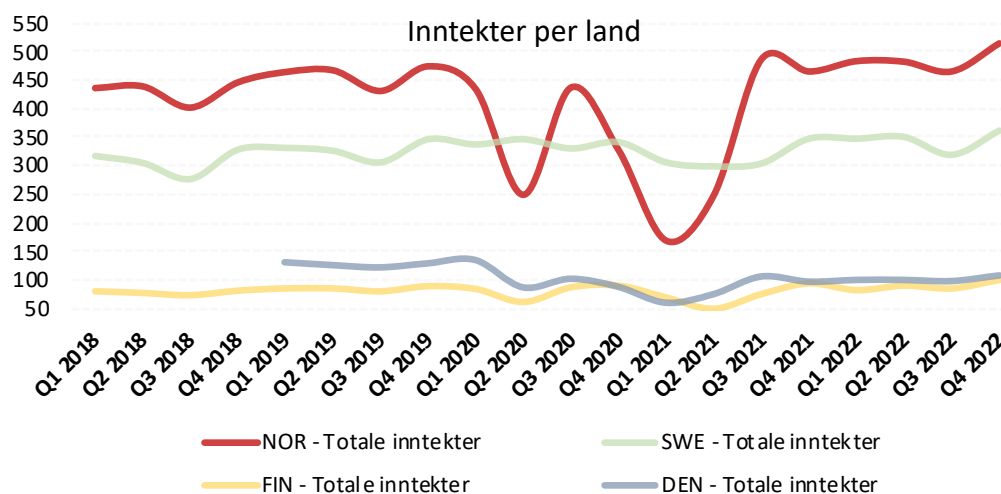


Figur 4. Indeksert medlemsvekst per land.

Her har vi satt basisåret på 100 for å kunne sammenligne medlemsveksten på tvers av landene. Ettersom Norge, Sverige og Finland har en forholdsvis sammenfattende medlemsvekst kan vi konkludere med at fallet i ARPM ikke

hovedsakelig skyldes reduksjon i antall medlemmer. Derfor kan vi konkludere med at fallet i ARPM har vært et resultat av rabatterte medlemspriser for å holde medlemsbasen oppe. Medlemsreduksjonen i Danmark er i utgangspunktet urovekkende, men fallet kan trolig forklares av restruktureringer med nedleggelse av treningssentre. Samlet sett har SATS hatt en årlig sammensatt vekstrate i antall medlemmer på 5% fra 2016 til 2022.

Konklusjonen om at SATS har måttet redusere medlemsprisene i enkelte land for å holde på medlemmene under pandemien, kan i stor grad bekreftes ved å sammenligne de totale inntektene i millioner NOK per land:



Figur 5. Utvikling i SATS' inntekter per land.

Dette gir oss også et inntrykk av størrelsesforholdet mellom de forskjellige landene. Norge er det klart største markedet målt i omsetning, etterfulgt av Sverige.

### 6.3.3 Indekseringsanalyse

For å forstå utviklingen i resultatregnskapet vil vi gjøre en indekseringsanalyse. I likhet med den indekserte medlemsveksten ovenfor, vil vi også her sette referanseåret med en verdi 100. Dette lar oss sammenligne den relative utviklingen blant de forskjellige postene.

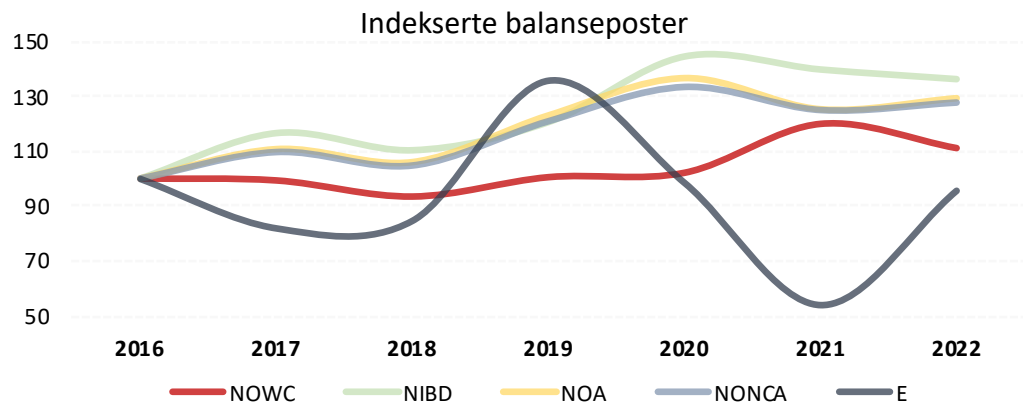
| Sats ASA                       | 2016       | 2017       | 2018       | 2019       | 2020       | 2021       | 2022       |
|--------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Membership revenue             | 100        | 104        | 85         | 105        | 88         | 76         | 108        |
| Other revenues                 | 100        | 122        | 710        | 832        | 902        | 965        | 853        |
| <b>Total revenues</b>          | <b>100</b> | <b>104</b> | <b>105</b> | <b>128</b> | <b>114</b> | <b>104</b> | <b>131</b> |
| Cost of goods sold             | 100        | 116        | 133        | 191        | 203        | 176        | 244        |
| <b>Gross margin</b>            | <b>100</b> | <b>104</b> | <b>104</b> | <b>127</b> | <b>112</b> | <b>103</b> | <b>129</b> |
| Personnel expenses             | 100        | 100        | 99         | 118        | 109        | 113        | 128        |
| Other operating expenses       | 100        | 96         | 93         | 125        | 125        | 125        | 164        |
| <b>EBITDA</b>                  | <b>100</b> | <b>115</b> | <b>118</b> | <b>138</b> | <b>106</b> | <b>76</b>  | <b>106</b> |
| Depreciation and amortisation  | 100        | 108        | 105        | 138        | 148        | 148        | 159        |
| <b>EBIT</b>                    | <b>100</b> | <b>128</b> | <b>142</b> | <b>138</b> | <b>24</b>  | <b>-61</b> | <b>5</b>   |
| Operating tax expense          | 100        | 110        | 160        | 131        | 160        | -5         | 52         |
| <b>NOPAT ex. special items</b> | <b>100</b> | <b>134</b> | <b>137</b> | <b>140</b> | <b>-20</b> | <b>-79</b> | <b>-10</b> |

Tabell 10. Indekseringsanalyse. Utfyllende analyse ligger vedlagt i Excel-fil.

Omsetningen er fordelt mellom inntekter fra medlemsabonnementene og *andre inntekter*. *Andre inntekter* består i hovedsak av inntektene fra PT-tjenester, men også salg av diverse varer på sentrene (som proteinbarer, energidrikker etc.). Særlig PT-tjenestene har hatt en sterk vekst, og dermed ført til at *andre inntekter* har økt til 853 mot 108 for inntektene fra medlemsabonnementene. Varekostnadene har også hatt en sterk vekst fra 100 til 244, ettersom dette er kostnadene for varene solgt på sentrene.

Personalkostnadene har relativt sett vokst med samme hastighet som salgsinntektene, mens *andre operasjonelle kostnader* og avskrivningene har vokst raskere. Økningen i avskrivninger er som ventet, ettersom selskapet gjennom perioden har ekspandert. *Andre operasjonelle kostnader* består av markedsføring, strømkostnader, vanngjebyr, IT-kostnader etc. Særlig hoppet i 2022 kan trolig forklares i økte strømkostnader.

Ved å gjøre samme øvelse for det reformulerte balanseregnskapet får vi følgende grafiske fremstilling:



Figur 6. Fremstilling av indekserte balanseposter.

Mest tydelig er hoppene i egenkapital. Dette relaterer seg til kapitalinnhentingene ved deres børsnotering i 2019 og en emisjon i begynnelsen av 2022. Særlig under pandemien ser vi at SATS har måttet tære på egenkapitalen. Samlet sett er den relative økningen i salgsinntekter og økning i NOA tilnærmet lik, ettersom begge har en indeksert verdi i 2022 på henholdsvis 131 og 130.

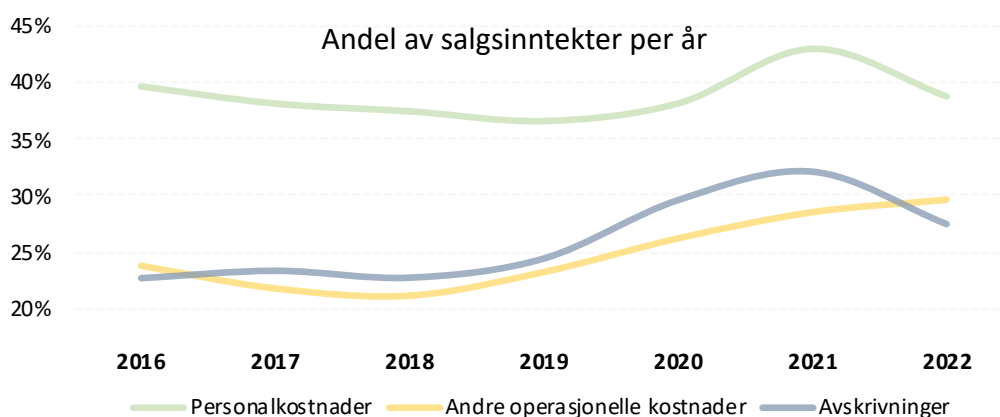
#### 6.3.4 Relative størrelsesforhold

Indekseringen sier likevel ingenting om det relative styrkeforholdet i forhold til salgsinntektene. Varekostnadene har eksempelvis hatt en sterk vekst, men utgjøre kun 4% av de samlede inntektene. Ved å sette de samlede salgsinntektene lik 100% får vi følgende:

| Sats ASA                            | 2016        | 2017        | 2018        | 2019        | 2020        | 2021        | 2022        |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Membership revenue                  | 97%         | 96%         | 79%         | 80%         | 75%         | 71%         | 80%         |
| Other revenues                      | 3%          | 4%          | 21%         | 20%         | 25%         | 29%         | 20%         |
| <b>Total revenues</b>               | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> |
| Cost of goods sold                  | -2%         | -2%         | -2%         | -3%         | -3%         | -3%         | -4%         |
| <b>Gross margin</b>                 | <b>98%</b>  | <b>98%</b>  | <b>98%</b>  | <b>97%</b>  | <b>97%</b>  | <b>97%</b>  | <b>96%</b>  |
| Personnel expenses                  | -40%        | -38%        | -38%        | -37%        | -38%        | -43%        | -39%        |
| Other operating expenses            | -24%        | -22%        | -21%        | -23%        | -26%        | -28%        | -30%        |
| <b>EBITDA</b>                       | <b>35%</b>  | <b>38%</b>  | <b>39%</b>  | <b>37%</b>  | <b>32%</b>  | <b>25%</b>  | <b>28%</b>  |
| Depreciation and amortisation       | -23%        | -23%        | -23%        | -24%        | -30%        | -32%        | -27%        |
| <b>EBIT</b>                         | <b>12%</b>  | <b>15%</b>  | <b>16%</b>  | <b>13%</b>  | <b>3%</b>   | <b>-7%</b>  | <b>0%</b>   |
| Operating tax expense               | -3%         | -3%         | -4%         | -3%         | -4%         | 0%          | -1%         |
| <b>NOPAT ex. special items</b>      | <b>9%</b>   | <b>12%</b>  | <b>12%</b>  | <b>10%</b>  | <b>-2%</b>  | <b>-7%</b>  | <b>-1%</b>  |
| Impairment                          | 0%          | 0%          | -8%         | 0%          | -2%         | 0%          | 0%          |
| <i>Taxshield from special items</i> | 0%          | 0%          | 2%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          |
| <b>NOPAT inc. special items</b>     | <b>9%</b>   | <b>12%</b>  | <b>6%</b>   | <b>10%</b>  | <b>-3%</b>  | <b>-7%</b>  | <b>-1%</b>  |
| <i>Finance expense</i>              | -5%         | -2%         | -1%         | -1%         | -3%         | -2%         | -2%         |
| <i>Finance income</i>               | 1%          | 0%          | 1%          | 0%          | 3%          | 2%          | 2%          |
| <i>Interest expense</i>             | -7%         | -6%         | -7%         | -6%         | -8%         | -9%         | -7%         |
| Net financial items                 | -11%        | -8%         | -7%         | -7%         | -8%         | -9%         | -7%         |
| Taxshield from net financials       | 3%          | 2%          | 2%          | 1%          | 2%          | 2%          | 2%          |
| <b>Net income</b>                   | <b>1%</b>   | <b>6%</b>   | <b>0%</b>   | <b>5%</b>   | <b>-9%</b>  | <b>-14%</b> | <b>-6%</b>  |

Tabell 11. Common-size analyse i prosent av salgsinntekter.

Deretter kan vi med en grafiske fremstillinger vise utviklingen i postene som utgjør størst andel av salgsinntektene:



Figur 7. Utvikling i postene som utgjør størst andel av salgsinntektene.

Personalkostnader utgjør den klart største andelen av salgsinntektene. SATS er bygget på en forretningsmodell med bemannede sentre, og et variert tilbud gruppetimer og PT-tjenester. Den generelle økningen blant alle de presenterte kostnadspostene fra 2020 tyder på at dette er faste kostnader. Som vi har sett tidligere har pandemiårene 2020 og 2021 vært preget av reduserte inntekter. Likevel har ikke kostnadene blitt redusert tilsvarende, og utgjør dermed en større andel av salgsinntektene.



Det er interessant å merke seg at rentekostnadene, som i all hovedsak dreier seg om rentekostnader på leieavtalene, har holdt seg relativt stabil rundt 8% av salgsinntektene de senere årene. Rentekostnadene er også faste kostnader, men vi må huske at rentenivået falt under pandemien. Derfor har dette utjevnet fallet i salgsinntektene, og andelen har holdt seg relativt stabil. Deretter har økningen i inntektene i 2022 ført til at rentekostnadene relativt sett har gått noe ned, på tross av flere rentehevinger.

## 6.4 Lønnsomhetsanalyse

### 6.4.1 Avkastning på investert kapital

Selskapets lønnsomhet anses som et nøkkelområde innenfor finansiell analyse. En adekvat lønnsomhet er kritisk for selskapets fremtidige eksistens, og for å måle dette ønsker vi å analysere avkastningen på investert kapital (ROIC). ROIC er et rent operasjonelt mål som kun tar hensyn til den reformulerte venstresiden (NOA) i balansen, og blir derfor ikke påvirket av den finansielle giringen. Nøkkeltallets viktighet kommer til uttrykk ved at en høy ROIC tenderer til bedre kredittvurdering og høyere verdsettelse (Plenborg & Kinserdal, 2021).

$$ROIC_t = \frac{NOPAT_t}{\frac{NOA_{t-1} + NOA_t}{2}}$$

Ved å bruke den gjennomsnittlige verdien av inngående- og utgående balanse av NOA tar vi hensyn til at balansen kun gir et øyeblikksbilde over SATS' eiendeler. Ved å lese av balansen kan vi ikke vite når i løpet av året utstyret ble kjøpt, installasjonstiden eller annen opplæring knyttet til bruk av eiendelene. Derfor kan vi anta at en god del av selskapets NOPAT ble skapt med eiendelene fra den inngående balansen av NOA.

Vi velger her å beregne ROIC ved bruk av NOPAT før spesielle poster. Dette vil ekskludere engangshendelser vi tidligere har identifisert, og vil tydeligere kunne

evaluere SATS' underliggende driftsresultat. Forståelsen av selskapets underliggende verdiskapingspotensial vil være viktig når vi senere skal lage fremtidsprognoser (Koller et al., 2020).

For å ytterligere forstå hva som er den primære driveren bak ROIC, dekomponeres nøkkeltallet i henhold til DuPont-modellen til å være produktet av fortjenestemarginen (PM) og kapitalens omløpshastighet (ATO). Gjennom dekomponeringen vil man kunne få en indikasjon på om selskapet bør fokusere på forbrukerfordeler, produksjonseffektivitet eller begge deler for å opprettholde en høy ROIC (Mauboussin & Callahan, 2014).

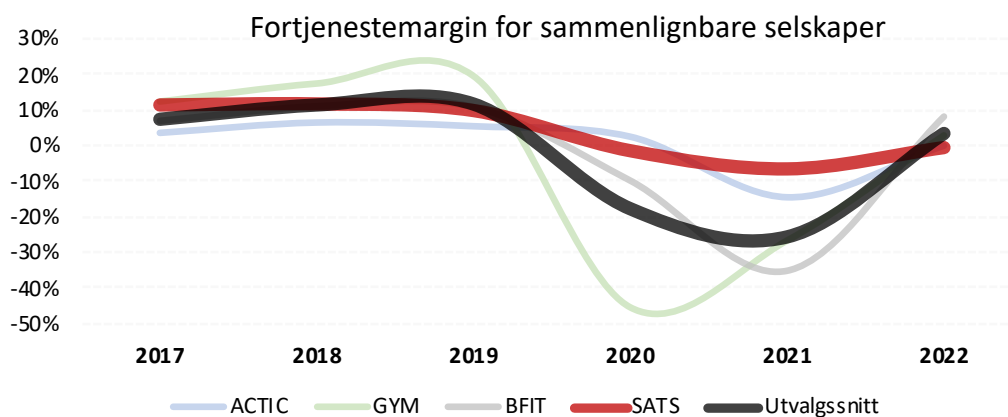
$$\text{ROIC} = \text{PM} \times \text{ATO} \quad \text{PM} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Salgsinntekter}} \quad \text{ATO} = \frac{\text{Salgsinntekter}}{\frac{\text{NOA}_{t-1} + \text{NOA}_t}{2}}$$

| Lønnsomhetsanalyse        | 2017        | 2018        | 2019        | 2020         | 2021         | 2022         |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| PM: Fortjenestemargin     | 11,5%       | 11,8%       | 9,9%        | -1,6%        | -6,8%        | -0,7%        |
| ATO: Kap. omløpshastighet | 0,58        | 0,56        | 0,65        | 0,51         | 0,46         | 0,60         |
| <b>ROIC</b>               | <b>6,6%</b> | <b>6,6%</b> | <b>6,4%</b> | <b>-0,8%</b> | <b>-3,1%</b> | <b>-0,4%</b> |

Tabell 12. Lønnsomhetsanalyse med dekomponering av ROIC..

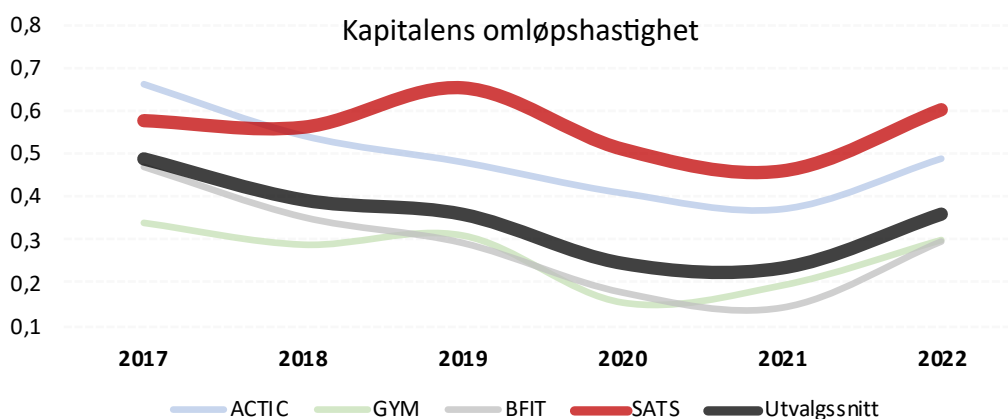
Ved å analysere nøkkeltallene nevnt ovenfor ser vi et klart skille mellom de tre første og de tre siste historiske regnskapsårene. 2016 er utelatt i analysen ettersom ATO, på samme måte som ROIC forklart tidligere, bruker inngående balanse som et ledd i utregningen. SATS har fra 2017 til 2019 hatt en avkastning på den investerte kapitalen stabilt rundt 6,5%, for deretter å snu negativt. Kapitalens omløpshastighet har fluktuert mellom 0,46 og 0,65, mens fortjenestemarginen har hatt et tydelig fall.

Med andre ord er det fortjenestemarginen som tydeligst skiller seg ut som årsaken til fallet i ROIC. I forhold til SATS' sammenlignbare selskaper ser vi at fallet i fortjenestemarginen er generelt for hele utvalget. Faktisk har SATS opplevd lavest nedgang i PM gjennom pandemien.



Figur 8. Fortjenestemargin for sammenlignbare selskaper.

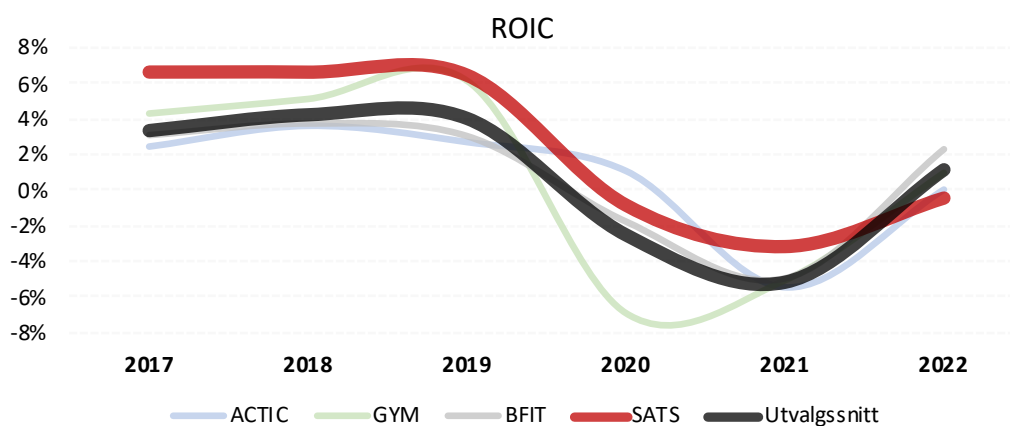
Det er interessant å merke seg at PM allerede i 2019 ble redusert med 1,9 prosentpoeng fra året før, men at fallet i ROIC ble dempet som en følge av økningen i ATO. Også her ser vi at SATS presterer bedre enn bransjen:



Figur 9. Kapitalens omløpshastighet for sammenlignbare selskaper.

Samlet sett indikerer dette at SATS i 2019 var mer effektive til å generere inntekter fra eiendelene, men samtidig opplevde en redusert fortjeneste per solgte enhet. Økningen i kapitalens omløpshastighet fra 0,56 til 0,65 innebærer at SATS har redusert antall dager den investerte kapitalen er bundet opp i gjennomsnitt fra 642 til 545 dager (360 dividert med ATO). Dersom fortjenestemarginen i tillegg hadde holdt seg på 2018-nivået, ville ROIC økt med 1,3 prosentpoeng fra 6,4% til en toppnotering gjennom perioden på 7,7 %.

Alt i alt, har vi nå sett viktigheten av at SATS opprettholder fortjenestemarginen. Oppsummert har SATS høyest ROIC blant de sammenlignbare selskapene:



Figur 10. ROIC for sammenlignbare selskaper.

### 6.4.2 Egenkapitalrentabilitet

For å forstå virkningene av den finansielle giringen på lønnsomheten beregnes egenkapitalrentabiliteten (ROE). Dette står i motsetning ROIC som fokuserer på den operasjonelle lønnsomheten og dermed er upåvirket av kapitalstrukturen (Mauboussin & Callahan, 2014).

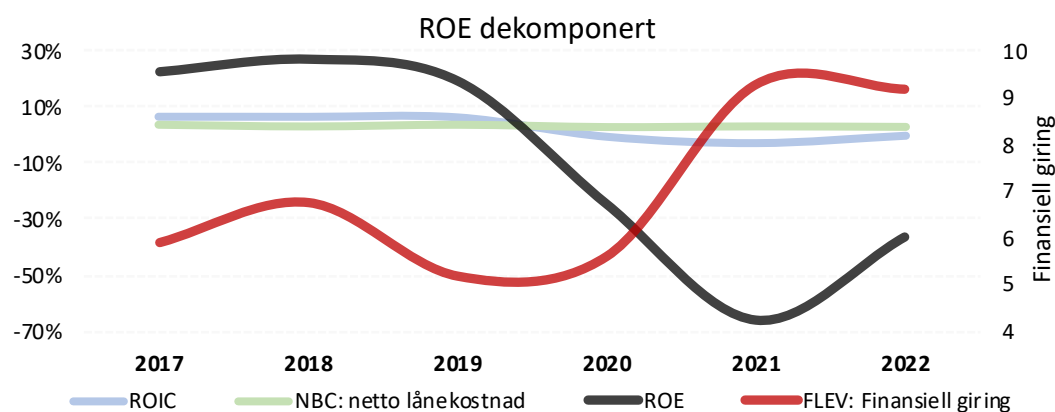
$$ROE = ROIC + (ROIC - NBC) \times \frac{NIBD}{BVE}$$

I likhet med beregningen av ROIC under forrige delkapittel brukes også her gjennomsnittlige verdier fra inngående- og utgående balanse ved aktuelle balanseverdier.

ROE har hatt en nedadgående trend, og som et ledd av utregningen bemerkes spesielt en svært høy finansiell giring (NIBD/BVE) opp mot 9. For hver krone i bokført egenkapital har SATS 9 kroner i gjeld. Netto lånekostnad (NBC) har ligget stabilt rundt 4%.

Dersom ROIC er høyere enn netto lånekostnad (NBC) vil en økning i finansiell giring føre til økt ROE, mens finansiell giring vil ha en negativ innvirkning på ROE dersom NBC er høyere enn ROIC (Plenborg & Kinserdal, 2021). Økt finansiell giring øker også den finansielle risikoen, og det er viktig å være klar over at ROE i seg selv ikke tar hensyn til denne risikoen. Et selskap som har en ROE på 16% kan være vesentlig mer risikabelt enn et annet selskap med en ROE på 15% (Brigham & Houston, 2009).

Ved å dekomponere ROE for SATS får vi følgende grafiske fremstilling:



Figur 11. ROE dekomponert.

Fra 2017 til 2019 har ROIC vært høyere enn NBC og en økning i finansiell giring har derfor vært attraktivt for å få en høyere ROE. 2020 har imidlertid sett en invertering av kurvene for ROIC og NBC, ved at NBC har oversteget ROIC. Dermed vil en økning i finansiell giring føre til en reduksjon i ROE. Dette illustreres tydelig i grafen ovenfor ved at SATS har økt sin finansielle giring (betydelig), mens ROE har stupt markant.

### 6.4.3 Superprofitt

Dersom avkastningen overstiger avkastningskravet kan vi si at selskaper skaper superprofitt. I motsatt tilfelle, dersom selskapet ikke er i stand til å skape avkastning nok til å dekke kapitalkostnaden kan man si at selskapet er verdiødeleggende. Dette illustrerer den «sanne» lønnsomheten i et selskap (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 142).

Economic Value Added (EVA) måler meravkastningen for både aksjeeiere og kreditorer, og er gitt ved:

$$EVA = (ROIC - WACC) \times \overline{NOA}$$

Residualinntekten (RI) måler meravkastningen for kun aksjeeierne, og er gitt ved:

$$EVA = (ROE - r_e) \times \overline{BVE}$$

For å vurdere historisk lønnsomhet må vi finne de historiske kapitalkostnadene. Vi vil basere oss på den finansielle metoden beskrevet i kapittel 5, men gjøre enkelte justeringer. For det første, vil risikofri rente og skattesatser oppdateres for å reflektere de gjeldende markedsforholdene. For det andre, vil markedsrisikopremien oppdateres i henhold til PwCs historiske beregninger. For det tredje, egenkapitalbetaen vil beregnes på nytt ved å ta utgangspunkt i tidligere funnet investeringsbeta, for deretter å finne egenkapitalbeta med selskapets gjeldende finansielle giring. Ettersom SATS ble børsnotert i 2019 har vi ikke markedsverdien av egenkapitalen for 2016 til 2018. Derfor vil vi bruke en P/B-multippel for å beregne de implisitte markedsverdiene av egenkapitalen ut ifra multipelens verdi i 2019.

| Kapitalkostnad              | 2016         | 2017         | 2018          | 2019          | 2020         | 2021         | 2022          |
|-----------------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|---------------|
| Aksjepris                   |              |              |               | 22,68         | 23,10        | 21,10        | 8,84          |
| Utestående aksjer           |              |              |               | 123,20        | 170,66       | 170,85       | 202,69        |
| MV Egenkapital              | 2 053        | 1 681        | 1 739         | 2 794         | 3 942        | 3 605        | 1 792         |
| NIBD                        | 4 454        | 5 198        | 4 916         | 5 378         | 6 453        | 6 240        | 6 082         |
| Pris/Bok                    | ->           | ->           | ->            | 2,28          |              |              |               |
| <b>Kapitalstruktur</b>      |              |              |               |               |              |              |               |
| Gjeldsandel                 | 68%          | 76%          | 74%           | 66%           | 62%          | 63%          | 77%           |
| Egenkapitalandel            | 32%          | 24%          | 26%           | 34%           | 38%          | 37%          | 23%           |
| <b>Egenkapitalkostnad</b>   |              |              |               |               |              |              |               |
| Risikofri rente             | 1,64%        | 1,57%        | 1,75%         | 1,55%         | 0,95%        | 1,70%        | 3,18%         |
| Imp. forventet Rm           | 7,24%        | 7,17%        | 7,75%         | 8,55%         | 7,05%        | 6,50%        | 9,18%         |
| Markedsrisikopremie         | 5,6%         | 5,6%         | 6,0%          | 7,0%          | 6,1%         | 4,8%         | 6,0%          |
| Egenkapitalbeta             | 1,28         | 1,50         | 1,48          | 1,25          | 1,20         | 1,21         | 1,61          |
| <b>Egenkapitalkostnad</b>   | <b>8,82%</b> | <b>9,99%</b> | <b>10,65%</b> | <b>10,30%</b> | <b>8,26%</b> | <b>7,51%</b> | <b>12,84%</b> |
| <b>Gjeldskostnad</b>        |              |              |               |               |              |              |               |
| Risikofri rente             | 1,64%        | 1,57%        | 1,75%         | 1,55%         | 0,95%        | 1,70%        | 3,18%         |
| Kredittpåslag               | 3,13%        | 3,13%        | 3,13%         | 3,13%         | 3,13%        | 3,13%        | 3,13%         |
| Skattesats                  | 25%          | 24%          | 23%           | 22%           | 22%          | 22%          | 22%           |
| <b>Gjeldskost. e. skatt</b> | <b>3,58%</b> | <b>3,57%</b> | <b>3,76%</b>  | <b>3,65%</b>  | <b>3,18%</b> | <b>3,77%</b> | <b>4,92%</b>  |
| <b>WACC</b>                 | <b>5,23%</b> | <b>5,14%</b> | <b>5,56%</b>  | <b>5,92%</b>  | <b>5,11%</b> | <b>5,14%</b> | <b>6,72%</b>  |

Tabell 13. Estimerte kapitalkostnader.

Dersom vi bruker ovennevnte kapitalkostnader, gir det følgende sammenstilling:

| <b>Superprofitt</b>         | <b>2017</b> | <b>2018</b>  | <b>2019</b> | <b>2020</b>   | <b>2021</b>   | <b>2022</b>   |
|-----------------------------|-------------|--------------|-------------|---------------|---------------|---------------|
| WACC                        | 5,1%        | 5,6%         | 5,9%        | 5,1%          | 5,1%          | 6,7%          |
| ROIC                        | 6,6%        | 6,6%         | 6,4%        | -0,8%         | -3,1%         | -0,4%         |
| <b>Economic Value Added</b> | <b>84,7</b> | <b>61,1</b>  | <b>30,1</b> | <b>-411,0</b> | <b>-581,9</b> | <b>-486,2</b> |
| Re                          | 10,0%       | 10,7%        | 10,3%       | 8,3%          | 7,5%          | 12,8%         |
| ROE                         | 22,1%       | 26,6%        | 18,9%       | -25,0%        | -66,2%        | -36,6%        |
| <b>Residualinntekt</b>      | <b>99,2</b> | <b>119,3</b> | <b>84,8</b> | <b>-350,3</b> | <b>-504,4</b> | <b>-332,2</b> |

Tabell 14. Superprofitt og residualinntekt.

Ved å basere ROIC og ROE på justerte størrelser ser vi at selskapet både har skapt superprofitt og residualinntekt for første halvdel av analyseperioden. Med andre ord har SATS skapt verdier på relevant investert kapital. 2020 til 2022 forteller samme historie som tidligere funn, nemlig et selskap som ikke har vært verdiskapende. Dette kan også her forklares i pandemiens ekstraordinære virkninger.

Et annet interessant funn er at WACC i 2022 er marginalt høyere enn ROIC for årene der det ble skapt superprofitt (2017 til 2019). Dette er kun en hypotetisk tankegang, ettersom markedsf forholdene var annerledes. Men, det ville altså med dagens kapitalkostnad heller ikke vært skapt superprofitt de første tre årene.

## 6.5 Likviditetsanalyse

Likviditetsanalyse er en viktig del av en helhetlig finansiell analyse for å forstå selskapets evne til å betale sine forpliktelser. En sunn likviditet er avgjørende for at selskapet skal kunne betale sine forpliktelser og gjennomføre lønnsomme investeringer (Plenborg & Kinserdal, 2021).

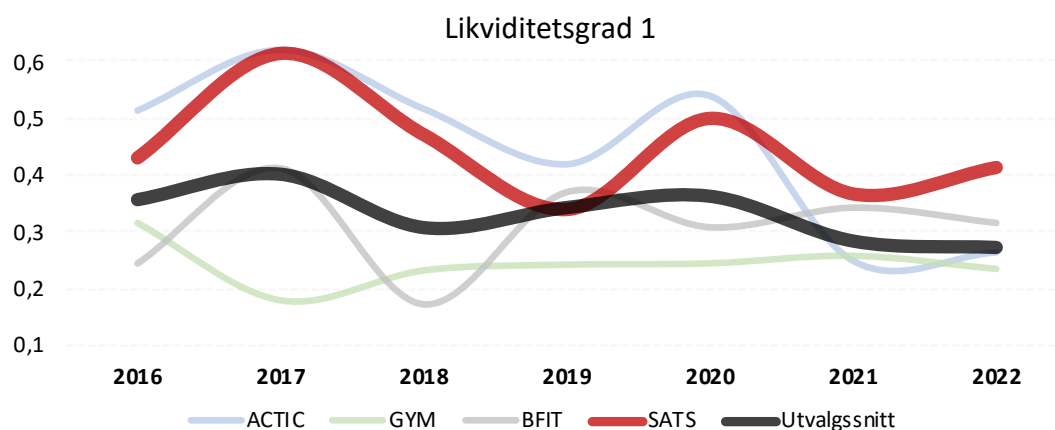
Der vi i lønnsomhetsanalysen brukte et gjennomsnitt av inngående- og utgående balanse ved beregning av diverse nøkkeltall, bruker vi i likviditetsanalysen kun verdiene for utgående balanse. Dette er fordi vi ønsker å bruke den aller nyeste tilgjengelige informasjonen for å forstå selskapets evne til å møte sine forpliktelser.

### 6.5.1 Likviditetsgrad 1 og 2

For å måle SATS evne til å betale kortsiktige forpliktelser med sine omløpsmidler beregnes først likviditetsgrad 1 (LG1). En høyere verdi indikerer en sterkere likviditetsposisjon.

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

En likviditetsgrad på 1 tilsier at selskapet har flere forpliktelser innenfor det neste året enn omløpsmidler som kan omgjøres til kontanter. Derfor er en LG1 på høyere enn 2 tradisjonelt sett på som bra. Dette har blitt møtt med skepsis ettersom en særlig høy LG1 også kan indikere at selskapet har problemer med å redusere sitt varelager (Damodaran, 2012). Derfor vil vi for å forstå likviditetsposisjonen til SATS sammenligne tallene med deres konkurrenter.



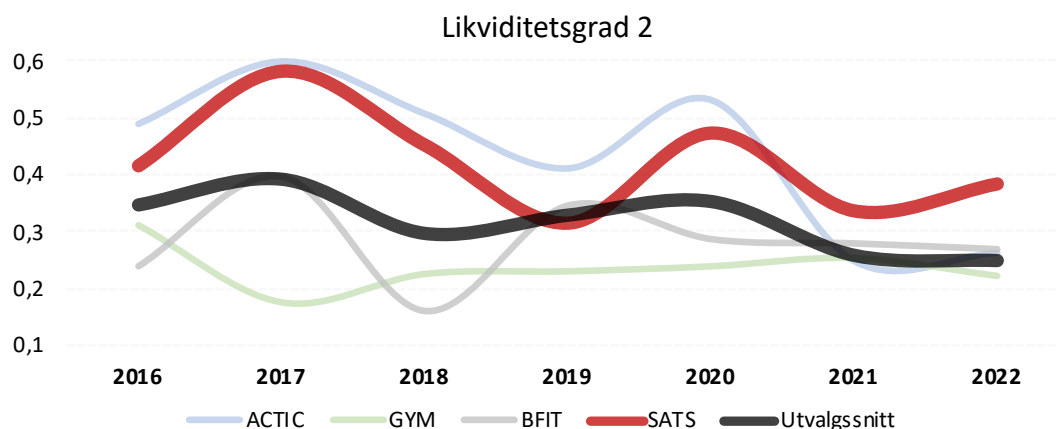
Figur 12. Likviditetsgrad 1 for sammenlignbare selskaper.

Som vi ser av figuren, har SATS en likviditetsgrad 1 langt under det tradisjonelle målet på 2. Likevel er dette en god del høyere enn gjennomsnittet av de utvalgte selskapene.

For å få en mer konservativ vurdering av likviditeten beregnes likviditetsgrad 2 ved at varelageret trekkes ut fra omløpsmidlene for at vi kun skal se på de mest likvide midlene i selskapet (Damodaran, 2012).



$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Omløpsmidler} - \text{Varelager}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$



Figur 13. Likviditetsgrad 2 for sammenlignbare selskaper.

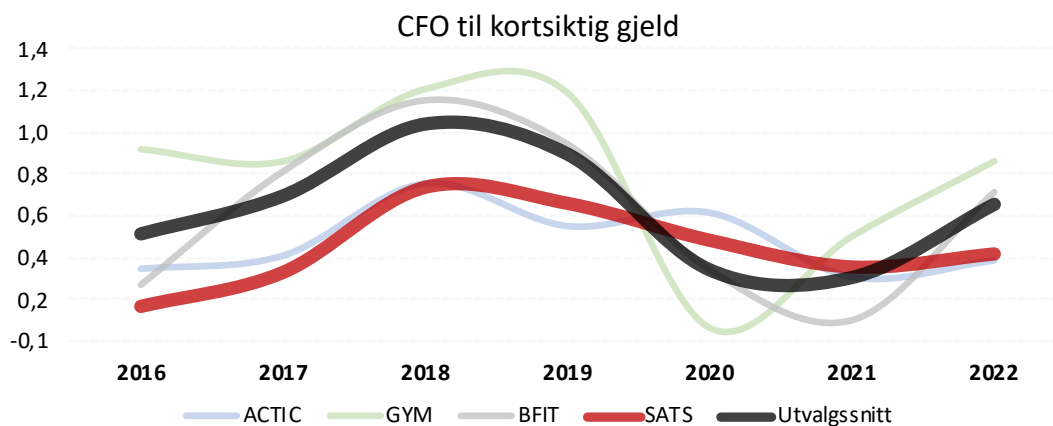
Vi ser også her den samme trenden som ved LG1, og at begge nøkkeltallene er svært nære hverandre i verdi. Dette skyldes at bransjen ikke opererer med store varelagre, da dette hovedsakelig består av klær, sportsutstyr og energibarer som selges på sentrene.

Vi konkluderer derfor med at bransjen generelt har lave nøkkeltall for LG1 og LG2. SATS har både før og etter pandemien ligget godt over utvalgsgjennomsnittet, men noe lavere enn ACTIC som kan vise til de høyeste tallene. Sistnevnte har riktignok svekket sin likviditetsposisjon gjennom pandemien langt mer enn SATS.

### 6.5.2 CFO til kortsiktig gjeld

For å vurdere selskapets evne til å dekke den kortsiktige gjelden med kontantstrømmen fra operasjonelle aktiviteter (CFO) beregnes CFO til kortsiktig gjeld. Dette vil gi innsikt i hvor stor andel av de kortsiktige forpliktelsene som vil kunne dekkes av kontantstrømmen generert fra den primære driften. Et høyt forholdstall indikerer en lavere likviditetsrisiko (Plenborg & Kinserdal, 2021).

$$\text{CFO til kortsiktig gjeld} = \frac{\text{KS fra operasjonelle aktiviteter}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$



Figur 14. CFO til kortsiktig gjeld for sammenlignbare selskaper.

Vi ser fra figuren at SATS har hatt bedring i evnen til å betjene kortsiktig gjeld med kontantstrømmen fra operasjonelle aktiviteter fra 2016 til 2018. Deretter har SATS gått fra å ligge under utvalgsgjennomsnittet til å ligge over. ACTIC følger en tilnærmet lik utvikling som SATS, mens GYM og BFIT har sett vesentlige større svingninger i deres CFO til kortsiktig gjeld.

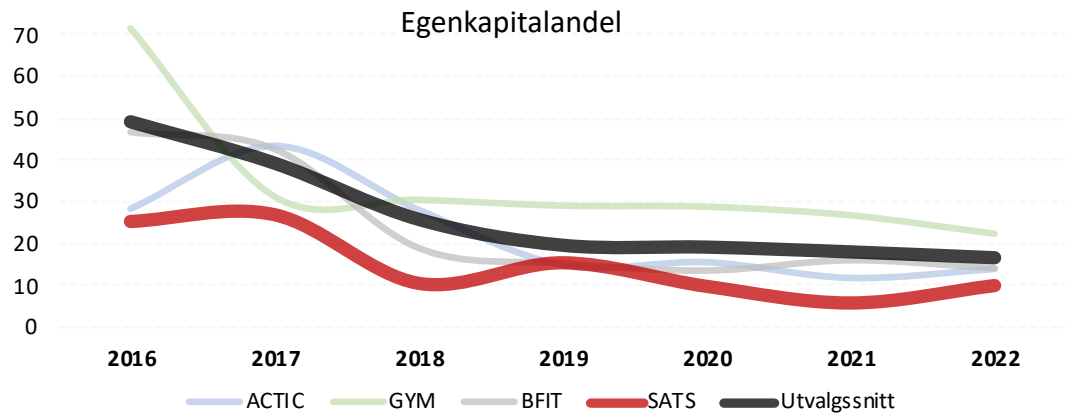
## 6.6 Soliditetsanalyse

For å vurdere SATS' langsiktige finansielle stabilitet vil vi nå analysere kapitalstrukturen og selskapets evne til å håndtere uforutsette hendelser.

### 6.6.1 Egenkapitalandel

Et selskap med lite egenkapital kan være svært sårbar for plutselig uforutsette hendelser (Plenborg & Kinserdal, 2021). Egenkapitalandelen er gitt som:

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$$



Figur 15. Egenkapitalandel for sammenlignbare selskaper.

Alle de fire selskapene i utvalget valgte den 1.1.2019 å endre sin rapportering med hensyn på leasing til å følge IFRS-16. Før dette fulgte alle IAS-17, og rapporterte dermed på like vilkår. Som vi har redegjort for under SATS' justering for leasing er vi avhengige av å ta flere forutsetninger ettersom selskapet ikke utgir tilstrekkelig informasjon. Fremfor å justere alle konkurrentenes regnskaper med tilhørende antakelser, har vi derfor valgt å beholde faktiske rapporterte tall for både SATS og konkurrentene for 2016 til 2018. Vi mener dette er den mest nøyaktige måten å se utviklingen i det relative styrkeforholdet mellom utvalgets egenkapitalandel.

Hele utvalget har hatt en nedadgående trend siden 2016. SATS skiller seg ut med lavest egenkapitalandel blant sine konkurrenter. På den annen side har gapet mellom SATS og konkurrentene minnet, og dette kan tolkes som en positiv utvikling for SATS' relative finansielle stilling. På generelt grunnlag kan vi også trekke tolkningen om at det er en forholdsvis lav egenkapitalandel i bransjen.

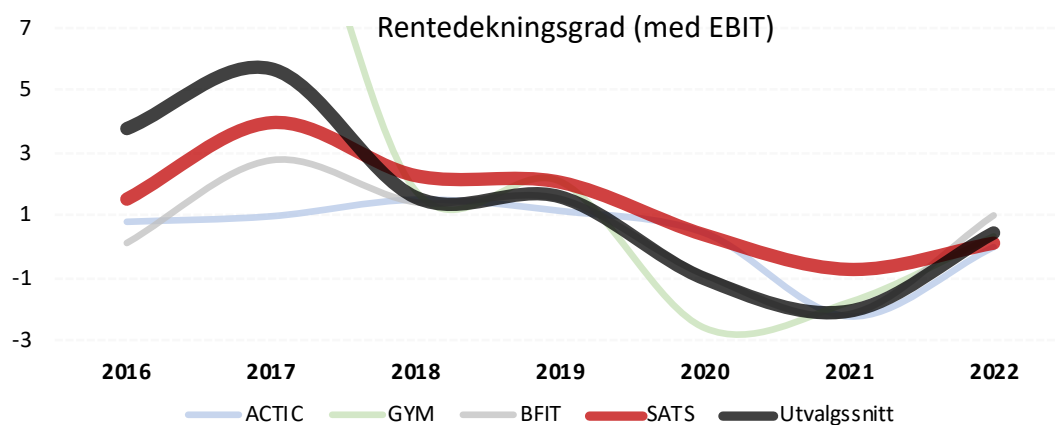
Som vi fant i lønnsomhetsanalysen, har SATS relativt til sine konkurrenter kommet bedre gjennom pandemien. Den nevnte gapsreduksjonen kan trolig skyldes at konkurrentene har måttet tære mer på sin egenkapital.

### 6.6.2 Rentedeckningsgrad

For å forstå i hvilken grad SATS har kapasitet til å innfri finanskostnadene med driftsresultatet før skatt (EBIT) beregnes rentedeckningsgraden.

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Netto finanskostnader}}$$

En høyere rentedeckningsgrad indikerer en bedre kapasitet for selskapet til å betjene netto finanskostnader. Likevel er det viktig å være observant på at driftsresultatet kan være volatil og reduseres signifikant ved en eventuell økonomisk resesjon (Damodaran, 2012, s. 50).



Figur 16. Rentedeckningsgrad (med EBIT) for sammenlignbare selskaper.

For 2020 og 2021 har de fleste, eller alle, selskapene i utvalget en negativ rentedeckningsgrad grunnet en negativ EBIT. SATS har jevnt over hatt en bedre rentedeckningsgrad fra 2018 enn samtlige av sine konkurrenter, men for 2022 er denne forskjellen utjevnet. Basert på egenkapitalandelen og rentedeckningsgraden bør vi derfor være observant på SATS' kapitalstruktur og risikoen knyttet til om selskapets fremtidige inntjening og driftsresultater vil være tilfredsstillende for å betjene en høy gjeldsandel med tilhørende høye finanskostnader.

## 7 Strategisk analyse

I dette kapittelet vil vi gjennomføre en strategisk analyse av SATS. En strategisk analyse vil gi et overblikk over hvilke mål som er realistisk å sette for SATS, og hva som skal til for å nå dem. Den strategiske analysen beskriver og vurderer bedriftens interne forhold og eksterne omgivelser. Gjennom ekstern-analysen vil vi se hvilke muligheter og trusler SATS står ovenfor i sine omgivelser. I intern-analysen identifiserer vi styrkene og svakhetene. Funnene fra den strategiske analysen vil vi oppsummere i en SWOT-tabell som videre kan brukes til å utvikle strategiske handlingsalternativer (Fjellstad & Lunnan, 2018). Den strategiske analysen vil hjelpe oss å identifisere viktige strategiske verdidrivere i tillegg til å gi en oversikt over vekst og margin-potensialet (Plenborg & Kinserdal, 2021).

### 7.1 Intern-analyse

Vi ønsker i intern-analysen å kartlegge styrkene og svakhetene til SATS gjennom en verdikjedeanalyse i tillegg til en ressursanalyse ved bruk av VRIO-rammeverket. Vi ønsker å bruke funnene fra analysene til å finne ut hvilke aktiviteter som skaper verdi for SATS.

#### 7.1.1 Verdikonfigurasjon

Verdi skapes når en virksomhet utfører aktiviteter som kunden er villig til å betale for, og betalingsvilligheten til kunden er større en kostnaden knyttet til utførelse av aktivitetene (Fjellstad & Lunnan, 2018). SATS har ikke en produksjon som omformer råvarer til et produkt, men de gjennomfører en rekke aktiviteter som skaper verdi for kunden. Noen deler av aktivitetene i selskapet kan kanskje sies å være en hybrid mellom verdikjede og verdiverksted. På en side bruker de kompetanse til å løse et problem gjennom for eksempel PT-timer som kan anses å være et verdiverksted. På en annen side gjennomfører SATS en rekke aktiviteter for å skape verdi for kundene som anses å være en verdikjede. Det innebærer alt fra innkjøp av treningsutstyr, vedlikehold av fasiliteter, opplæring av ansatte og markedsføring, som til slutt leder frem til å levere en treningsopplevelse for kunden.

I denne oppgaven vektlegger vi tyngst at de gjennom en rekke aktiviteter i en verdikjede skaper verdi for kunden. Basert på dette er det nærliggende å si at SATS har en verdikjedekonfigurasjon. Videre i dette kapittelet skal vi analysere aktivitetene for å finne driverne og eventuelt se om det kan kuttes kostnader eller om verdien kan økes.

#### **7.1.1.1 Inngående og utgående logistikk**

Inngående og utgående logistikk for SATS er i all hovedsak knyttet til innkjøp av treningsapparater. I tillegg til det selger SATS varer som treningsklær, treningstilbehør og mat og drikke som inkluderer sportsnæringsprodukter i resepsjonen på de fleste treningssentrene. Det er en veldig liten del av inntektsposten til virksomheten, men det skaper verdi for kunden å kunne kjøpe disse varene på sentrene før eller etter trening.

Når SATS kjøper inn utstyr og detaljhandelsvarer til eksisterende eller nye treningssentre, har de som mål å kunne utnytte sine stordriftsfordeler og kjøpekraft til å forhandle gode vilkår for volum og pris. Dette bidrar til kostnadsbesparelser som igjen skaper verdi for kunden gjennom prisoptimalisering på medlemskap.

#### **7.1.1.2 Kundeoppfølging**

SATS sine fullservicer treningssentre har bemannede skranker, mens Fresh Fitness klubbene er delvis ubemannet. Derfor har SATS' fullservice treningssentre mange ansatte som er der for kundene. SATS treningssentrene har personlige trenere som er ansatte, mens Fresh Fitness har personlig trenere som jobber på selvstendig kontraktbasis. En stor del av den daglige driften innebærer gruppetrenings timer og personlig treningstimer som også utgjør en stor andel av inntekten fra medlemmene (SATS, 2019b).

SATS er opptatt av å ha synlige og positive ansatte som er der for medlemmene og kan levere service på alle treningssentrene. De er også opptatt av å ha kompetente og inspirerende ansatte som kan motivere medlemmene. De setter stor stolthet i å sørge for at treningssentrene er rene og ryddige til enhver tid. Dette er aktiviteter som skaper verdi for kunden enten de er ute etter ett lavpristreningssenter eller ett fullservice treningssenter som er bemannet. Det er klart at bemannede fullservice treningssentre har høyere kostnader, men det skaper så høy verdi for kunden at prisen kan økes deretter (SATS, 2023a).

### **7.1.1.3 Markedsføring**

Markedsføring er en viktig aktivitet for å opprettholde medlemstallene og ikke minst for å kunne vokse. SATS er avhengige av en god markedsføringsstrategi for å kunne tiltrekke seg og opprettholde medlemmer. De bruker hovedsakelig tv, digitale, og fysiske plattformer til å markedsføre seg. I tillegg mener SATS at det viktigste markedsførings-verktøyet de har er eksisterende medlemmer. Dersom eksisterende medlemmer får en god kundeopplevelse kan de gi positive tilbakemelding til venner og familie, som potensielt kan verve nye medlemmer. SATS har også laget et belønningssystem for eksisterende medlemmer som verver nye medlemmer (SATS, 2019b).

For å klare å opprettholde og øke verdien av sine merkevarer er det viktig med en effektiv markedsstrategi, sammen med evnen til å tilby gode produkter og tjenester for å tilfredsstille kundenes etterspørsel. SATS ASA gjennomførte en rekke markedsaktiviteter på 15 millioner NOK i første del av 2019 hovedsakelig knyttet til rebranding og innføring av SATS Danmark (SATS, 2019b).

SATS gjennomførte en rebranding i 2019 for å i stor grad samle hele merkevaren under navnet SATS. I den forbindelse ble det utarbeidet en ny logo som de ønsker å identifisere seg med.

Suksessen av SATS' sitt markedsførings arbeid har en direkte påvirkning på medlemsvekst og derfor også inntektsveksten. Derfor er markedsføring en viktig aktivitet som er en verdidriver for SATS dersom de lykkes med en god

markedsføring. På en annen side er det en kostnadsdriver dersom de ikke når frem med markedsføringen. SATS kan dra nytte av stordriftsfordeler i markedsføringen sin, siden den samme markedsføringen kan brukes veldig bredt på store deler av sortimentet deres. Etter konsolideringen og rebrandingen de har vært gjennom kan de i større grad oppnå stordriftsfordeler med markedsføringen sin. Det er en kostnadsdriver som får kostnadene ned samtidig som det skaper verdi for kundene.

### **7.1.2 Salg og kundeservice**

Kundeservice er en sentral aktivitet i den daglige driften av treningskjeden SATS. Mellom 20-40% av alle medlemskap er kjøpt gjennom nettsiden. Selskapet har også en egen IT-avdeling som håndterer kundeopplysninger og sørge for at medlemsdata blir håndtert riktig og innenfor reglene.

### **7.1.3 Støtteaktiviteter**

SATS tilbyr en rekke interne utdannings tilbud til de ansatte for å kunne friske opp og bygge på utdanningen de allerede har. Det innebærer blant annet personlig trener kurs, gruppetrenings kurs, kurs for fysioterapi og ledelsesprogram. I tillegg tilbys de ansatte kurs om ernæring og spiseforstyrrelser, doping og førstehjelp. Fokuset på læring, utvikling og kompetanse er en viktig aktivitet som støtter primæraktivitetene og er positivt for omdømmebygging. Det skaper verdi for medlemmene gjennom tett og kompetanserik oppfølging som gjør at kundene føler seg trygge og sett (SATS, 2021).

### **7.1.4 Ressursanalyse (VRIO)**

Vi ønsker å gjennomføre en ressursanalyse for å se hva som skiller SATS fra konkurrentene. Ressursanalysen kan hjelpe oss å se hva SATS er i stand til å gjøre og ikke minst hva de gjør spesielt bra (Fjellstad & Lunnan, 2018). For å kunne utføre aktiviteter er det nødvendig med ressurser, og ressurser skaper verdi. Virksomhetens evne til å skape verdi ved hjelp av ressurser kalles



verdiskapningsevne. Operasjonell evne er det bedriften er i stand til å gjøre i dag. Bedriftens dynamiske evne er evnen virksomheten har til å endre ressursene for å utnytte nye strategiske muligheter og sørge for verdiskapning over tid (Fjellstad & Lunnan, 2018).

Vi ønsker å benytte oss av VRIO-rammeverket introdusert av Barney (1991) for å se om SATS har noen ressurser som kan gi et varig konkurransefortrinn. Han mente at for at en virksomhet kan ha vedvarende konkurransefortrinn må de ha verdifulle, sjeldne, ikke-imiterbare og organiserte ressurser. Videre er forutsetningene for VRIO-rammeverket at ressursene er heterogene og immobile for at det skal gi konkurransefortrinn. Ressursimmobilitet betyr at ressursene ikke kan flyttes. Barney (1991) sa at dersom ressursene er verdifulle og sjeldne kan de gi et midlertidig konkurransefortrinn. Ressurser deles gjerne inn i materielle og immaterielle ressurser.

| Ressurs                  | V  | R   | I   | O  | Avkastning                      |
|--------------------------|----|-----|-----|----|---------------------------------|
| Gode treningsfasiliteter | Ja | Nei | Nei | Ja | Potensielt konkurransefortrinn  |
| Lokalisering             | Ja | Ja  | Nei | Ja | Midlertidig konkurransefortrinn |
| Sterk merkevare          | Ja | Ja  | Ja  | Ja | Varig konkurransefortrinn       |
| Komplett treningstilbud  | Ja | Ja  | Nei | Ja | Midlertidig konkurransefortrinn |

Tabell 15. Oppsummering av VRIO-analysen.

#### 7.1.4.1 Materielle ressurser

SATS' sine mest essensielle materielle ressurser er gode treningsfasiliteter og lokalisering.

##### **Gode treningsfasiliteter**

Gode treningsfasiliteter er en ressurs som er viktig for å tiltrekke seg og beholde medlemmer. SATS er opptatt av å ha et generelt og uniformt design på alle treningssentrene sine med bruk av SATS logoen og fargekuløren som går igjen for de forskjellige merkevarene. Treningssentrene til SATS er godt utstyrt med

treningsapparater, gruppetreningsrom, garderober, låsbare skap osv. Noen klubber tilbyr også sauna, squash bane, og basseng.

Gode treningsfasiliteter er en heterogen ressurs siden det er en virksomhetsspesifikk ressurs som ikke alle konkurrenter har tilgang på. Det er også en immobil ressurs som vanskelig lar seg flytte. Ressursen kan derfor vurderes for VRIO-egenskapene.

Gode treningsfasiliteter er en verdifull ressurs siden SATS kan nå kunder i et bredt segment, fra studenter med stramt budsjett til kunder med høyere betalingsevne. Det skaper verdi for kunden med høy kvalitet og bredt sortiment på treningsfasilitetene. Det er på en annen side ikke en sjelden ressurs siden det er tilgjengelig for alle konkurrenter. Ressursen oppfyller derfor ikke alle VRIO-egenskapene og gir derfor ikke konkurransefortrinn.

### ***Lokalisering***

Lokalisering er en heterogen ressurs siden ikke alle konkurrenter har tilgang på de beste lokalene. Det er også en immobil ressurs siden lokalisering ikke kan flyttes på. Dersom SATS flytter treningssentrene fra en lokalisering til en annen vil de også miste kunder, siden kundene vil mest sannsynligvis ikke flytte etter.

Lokalisering er en verdifull ressurs som skaper verdi for kunden ved å være lett tilgjengelig for folk. Treningssentrene til SATS er også gjerne lokalisert i populære områder i byer. Lokalisering kan oppfattes som en relativt sjelden ressurs som er vanskelig å få tak i siden det er knapphet på de beste lokaliseringene. I tillegg stilles det krav til støynivå som gjør at det gjerne kreves store lokaler. Det er midlertid ikke en ikke-imiterbar ressurs siden den kan kopieres av andre konkurrenter selv om det er en sjelden ressurs. Lokalisering kan derfor sies å gi et midlertidig konkurransefortrinn siden ressursen er verdifull og sjelden.

#### ***7.1.4.2 Immaterielle ressurser***

##### ***Sterk merkevare***

En sterk merkevare er som nevnt tidligere en veldig viktig ressurs i treningssenterbransjen. Både for å tiltrekke seg nye medlemmer, men ikke minst beholde eksisterende kunder. En sterk merkevare står gjerne i sterk sammenheng til et godt omdømme. Siden mesteparten av inntektene til SATS kommer fra medlemmene, er det viktig å ha et godt omdømme og en sterk merkevare for å sikre overlevelse og vekst.

En sterk merkevare er en heterogen ressurs som ikke alle konkurrenter har tilgang på. Det er noe som er bygd opp over tid og er virksomhetsspesifikt. Sterk merkevare er også en immobil ressurs siden merkevaren er knyttet til selskapet SATS og kan ikke flyttes til en annen virksomhet. Vi kan derfor vurdere ressursen for VRIO-egenskapene. Det er en verdifull ressurs som skaper verdi for SATS gjennom et godt omdømme som kan tiltrekke seg nye medlemmer. Det gir også verdi til eksisterende kunder gjennom troverdighet. Vi vil også anse sterk merkevare som en sjelden og ikke-imiterbar ressurs som er bygget opp over tid og som ikke alle har. Siden SATS har en ledende rolle innen treningssenterbransjen i Norden kan de også sies å ha en sjelden sterk merkevare. Det er også nærliggende å si at det er en godt organisert ressurs som er en stor del av verdiskapningen til virksomheten. Ressursen innfrir derfor alle VRIO-egenskapene og kan derfor gi et varig konkurransefortrinn.

### ***Komplett treningstilbud***

SATS har et konsept som tilbyr et komplett treningstilbud med alt fra lavpristilbud til litt dyrere tilbud som tilbyr mange ekstra fordeler og fasiliteter. Det gjør at de har noe for alle om du så er en student med stramt budsjett eller en som har litt romsligere budsjett som ønsker å bruke mer penger på trening og velvære. Komplett treningstilbud er en heterogen ressurs som er virksomhetsspesifikk. Det er også en immobil ressurs som ikke kan flyttes til en annen virksomhet, siden et komplett treningstilbud er en sammensatt og kompleks ressurs.

Komplett treningstilbud er en verdifull ressurs som skaper verdi for kunden gjennom et stort utvalg som kan tilpasses hvert enkelt medlem. Vi vurderer

ressursen til ganske sjelden siden det ikke er mange konkurrenter som har det samme komplette tilbudet. Ressursen kan enkelt kopieres av konkurrenter og tilfredsstillende derfor ikke egenskapen ikke-imiterbar. Komplette treningstilbud kan derfor sies å være en ressurs som kan gi midlertidig konkurransefortrinn.

SATS har også et dynamisk fokus ved å tilby gruppetimer og treningstilbud som følger trendene. Det sørger for at de tilpasser tilbudet så de holder seg relevante.

## **7.2 Ekstern analyse**

En ekstern analyse er viktig for å forstå nå-situasjonen i bransjen. Når vi senere skal verdsette SATS er det viktig at vi tar i betraktning eksterne faktorer som påvirker selskapet. Målet med ekstern-analysen er å identifisere muligheter og trusler. Vi vil gjennomføre en makroøkonomisk analyse gjennom PESTEL, i tillegg til en bransjeanalyse hvor vi tar i bruk modellen Porters fem krefter.

### **7.2.1 Makroøkonomisk analyse (PESTEL-analyse)**

Vi vil nå gjøre en PESTEL-analyse for å se hvilke makroøkonomiske faktorer som påvirker lønnsomheten til SATS på kort og lang sikt.

#### **7.2.1.1 Politiske faktorer**

Politiske faktorer handler om hvordan blant annet handelsbarrierer, pengepolitikk, politisk stabilitet og økonomisk politikk påvirker en bransje. For selskaper som operer i flere land er det særlig viktig med stabile institusjoner som gir forutsigbarhet (Fjellstad & Lunnan, 2018).

Verdens helseorganisasjon (WHO) kom nylig ut med rapporten «Step Up! Tackling the Burden of Insufficient Physical Activity in Europe». Denne rapporten setter på dagsorden at det å være i fysisk aktivitet er en av de viktigste tingene vi mennesker kan gjøre for å forbedre vår fysiske og mentale helse. WHO Europa og EU-kommisjonen har over flere år kommet med regionale strategier for å fremme og støtte politikk for å takle fysisk inaktivitet (OECD & WHO, 2023).

Mange av medlemmene i WHO's europeiske region har satt nasjonale retningslinjer for fysisk aktivitet for å løse problemet. Likevel er det fremdeles mange utfordringer og muligheter for å øke fysisk aktivitet på befolkningsnivå. Derfor oppfordrer WHO beslutningstakere til å sette opp bærekraftige og langsiktig finansiering av fysisk aktivitet. For å lykkes med en folkehelsestrategi må det være både politisk og økonomisk støtte (OECD & WHO, 2023). Dette kan være et stort potensial for treningskjeder i Europa for å sikre lønnsomhet ved å bidra til en bedre folkehelse.

Skatteutvalget kom i 2022 med utredningen «Et helhetlig skattesystem» hvor de forslår å avvikle momsfristak på adgang til treningscentre (Finansdepartementet, 2022). Dette kan ha en negativ effekt på terskelen for være i fysisk aktivitet. Flere treningscentre gir uttrykk for at det vil ramme bransjen hardt og at treningstilbudet i landet kan gå ned som følge av en eventuell avvikling av momsfristaket (Meisfjord, 2023). De mener videre at en stor grad av kostnaden må veltes over på kunden siden bransjen allerede er presset på pris.

Etttersom SATS opererer politisk i flere land, står de ovenfor forskjellige nasjonale retningslinjer. Det kom spesielt tydelig frem i løpet av pandemien hvor noen land hadde strenge krav til å stenge ned alle treningscentrene, mens andre ikke var pålagt noen spesielle retningslinjer. Sverige holdt i stor grad åpent gjennom hele pandemien, mens Norge og Danmark hadde nedstengt henholdsvis 6 og 5 av 12 måneder i 2020 og 5 av 12 måneder i 2021. Finland hadde nedstengt ca. 2 av 12 måneder i 2020 og 3 av 12 måneder i 2021 (Deloitte, 2022).

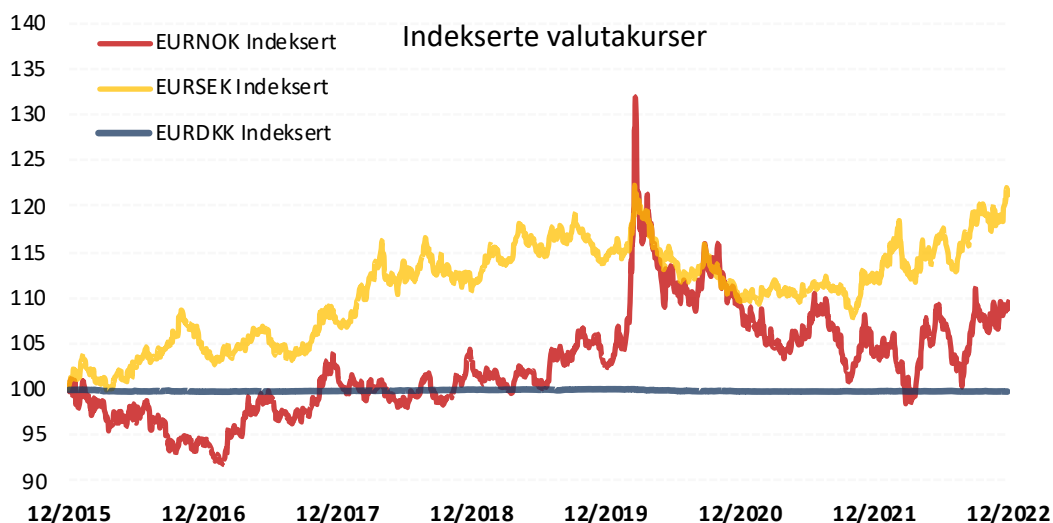
#### **7.2.1.2 Økonomiske faktorer**

##### **Valutakurser**

SATS er eksponert mot både det norske, svenske, danske og finske markedet. I tillegg til norske kroner (NOK) har de derfor valutaeksponering mot henholdsvis svenske kroner (SEK), danske kroner (DKK) og euro (EUR). Dette skyldes at både inntekter og kostnader oppstår i lokal valuta, men bokføres i norske kroner.

Derfor vil en appresiering av norske kroner mot annen valuta føre til at inntekten i utlandet blir mindre verdt i norske kroner. I motsatt tilfelle vil en depresiering av den norske kronen føre til at den utenlandske inntekten blir mer verdt.

For å sammenligne utvikling i relevante valutaer har vi brukt EUR som baseenhet, og felles referanseverdi for starttidspunktet på 100. Det gir følgende fremstilling:



Figur 17. Indekserte valutakurser i SATS' relevante markeder. Data: Refinitiv Workspace (2023a)

Både NOK og SEK har hatt en tydelig depresiering i forhold til både EUR og DKK siden starttidspunktet på grafen den 31.12.2015. Dette innebærer at inntektene fra Finland og Danmark har blitt mer verdt, mens kostnadene også har blitt dyrere når de konverteres til NOK i regnskapene.

Relativt til SEK har NOK appresiert over den samlede perioden, og valutaeffekten i NOK blir dermed motsatt av tilfellet for de danske og finske sentrene. Dette skyldes at SEK var særlig sterk i forhold til NOK på starttidspunktet i desember 2015. I tillegg til den totale utviklingen bør vi derfor merke oss spredningen for å se den fortløpende endringen i styrkeforholdet mellom valutaene.

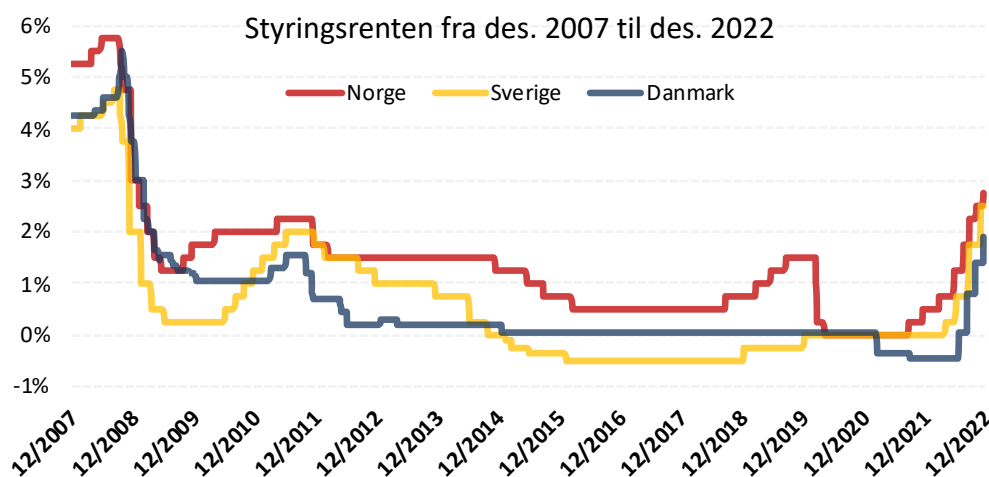
EURDKK har hatt tilnærmet helt flat utvikling langs referanseverdien på 100. Dette skyldes at den danske kronen er bundet mot EUR gjennom en

fastkurspolitikk. DKK vil derfor forsvares av den danske Nationalbanken gjennom deres pengepolitikk (Danmarks Nationalbank, 2018).

Oppsummert ser vi at valutasvingning er en relevant risikofaktor. Den samlede valutaeffekten må forstås som et relativt forhold mellom det aktuelle utenlandske sentrets inntekter og kostnader.

### Rentenivå

Fra 2008 til 2021 har sentralbankene i Norge, Sverige og Danmark redusert styringsrentene til et rentenivå rundt 0%. Styringsrenten er et viktig virkemiddel for å stabilisere prisveksten og utviklingen i økonomien, og representerer renten bankene får på sine innskudd i sentralbanken. Endringen i markedsrentene vil så påvirke blant annet valutakursen, investeringer, forbruk og etterspørsel etter lån (Norges Bank, u.å.). Med fallende kapitalkostnader, alt annet likt, vil prisene på verdipapirer forventes å stige ettersom diskonteringsrenten på kontantstrømmene reduseres.



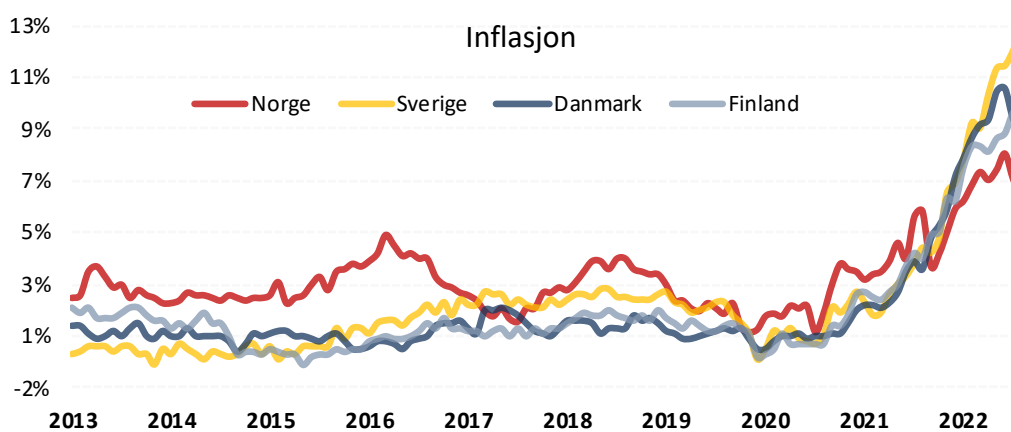
Figur 18. Styringsrenten fra des. 2007 til des. 2022 i Norge, Sverige og Danmark.

Som en konsekvens av betydelig inflasjonspress har rentenivået siden andre halvdel av 2021 hatt en markant økning. På verdsettelsestidspunktet, den 31.12.2022, må vi tilbake til 2008 for tilsvarende nivå. Dette gjør at den nominelle kapitalkostnaden blir vesentlig høyere enn hva som i stor grad har

vært tilfellet de siste årene. Videre er en stram pengepolitikk forventet å dempe aktiviteten i økonomien.

## Inflasjon

Ved å bruke konsumprisindeksene måles inflasjon. Målet for pengepolitikken i Norge er at prisveksten over tid skal ligge nær 2%, og dette er «på linje med de fleste sammenlignbare land» (Finansdepartementet, 2018). Siden utgangen av 2020 har det vært en sterk økning i inflasjonen til langt over det pengepolitiske målet. Dette gjør at pengene taper sin reelle verdi, og skaper en usikkerhet blant bedriftene og husholdningene (Norges Bank, 2018).

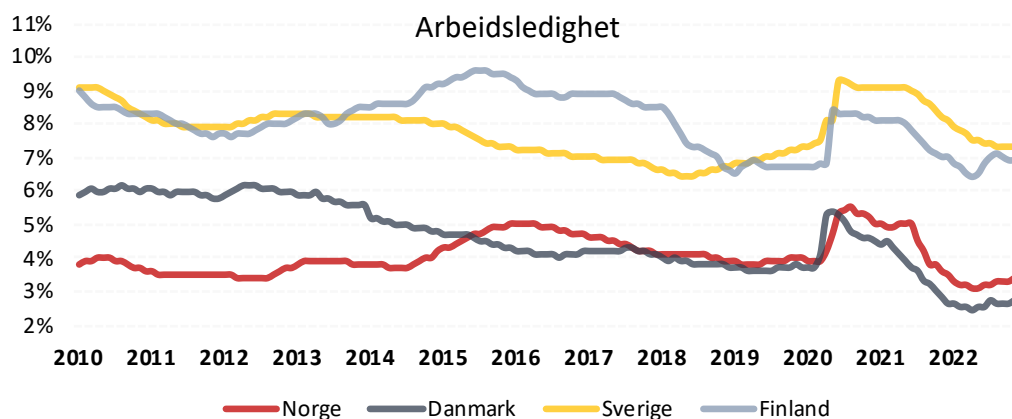


Figur 19. Utvikling i inflasjonen i Norge, Sverige, Danmark og Finland. Egentilvirkning basert på data fra Refinitiv Workspace (2023b).

## Arbeidsledighet

I motsetning til inflasjonen er arbeidsledigheten på sitt laveste nivå siden 2010. Dette samsvarer for øvrig med ideen bak Phillips-kurven, hvor lav arbeidsledighet går sammen med høy inflasjon og omvendt (Solow & Samuelson, 1960). Nedenfor følger arbeidsledigheten målt i prosent av arbeidsstyrken:





Figur 20. Utvikling i arbeidsledigheten i Norge, Danmark, Sverige og Finland.

### Forbrukertillitsindeksen

Opinion-målingen som utgjør Forbrukertillitsindeksen (CCI) viser at forbrukertilliten nå er historisk lav. Forbrukertillitsindeksen måler nordmenns vurdering av egen økonomi i dag, planer for forbruk og forventning til egen og landets økonomi de neste tolv månedene (Opinion, 2022). Disse målingene har blitt gjort helt siden 2007. Alle målingene som er gjennomført siden Russlands innvasjon av Ukraina i februar 2022 har vært signifikant lavere enn både finanskrisen i 2008, euro- og gjeldskrisa i 2011, oljepriskrisa i 2014 og covid-19 krisen i 2020 (Eriksen, 2023).

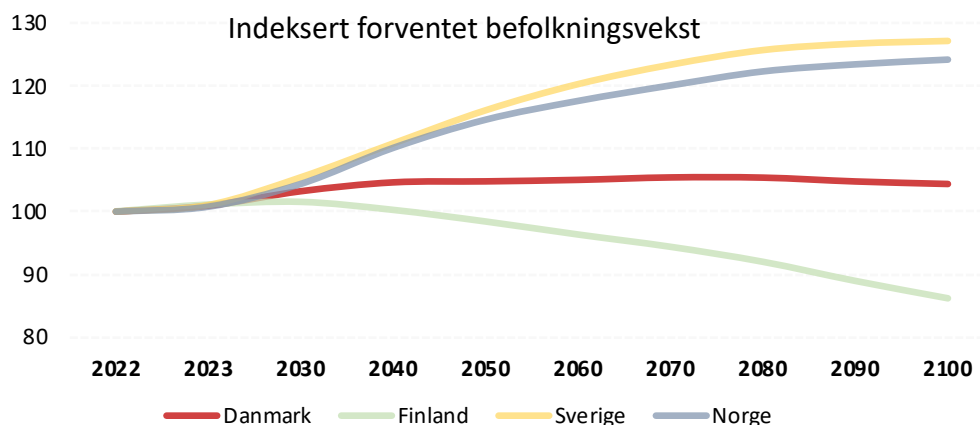
En kombinasjon av høy styringsrente og høye priser på både strøm, drivstoff og mat setter kjøpekraften til folk under press. Samtidig er det forventet at inflasjonen vil avta og dempe prispresset som følge av rentehevingene som har blitt gjennomført det siste året. Det er også forventet at prisveksten skal avta internasjonalt som et resultat av lavere energipriser og høyere renter (SSB, 2023).

Prognosene om lavere inflasjon både i Norge og internasjonalt er et godt tegn for treningscenterbransjen. Ettersom bransjen er veldig sårbare for inflasjon med høye faste kostnader. Nordmenns pessimistiske syn på økonomien i Norge og potensielt svekket kjøpekraft er på en annen siden ikke positivt for bransjen. Samtidig er SATS veldig utsatt for rentehevinger siden en stor andel av kostnadene deres er leasingavtaler av bygninger.

### 7.2.1.3 Sosiokulturelle faktorer

#### Demografi

Grafen under viser forventet befolkningsvekst fra 2022-2100 i de 4 landene SATS har virksomheter.

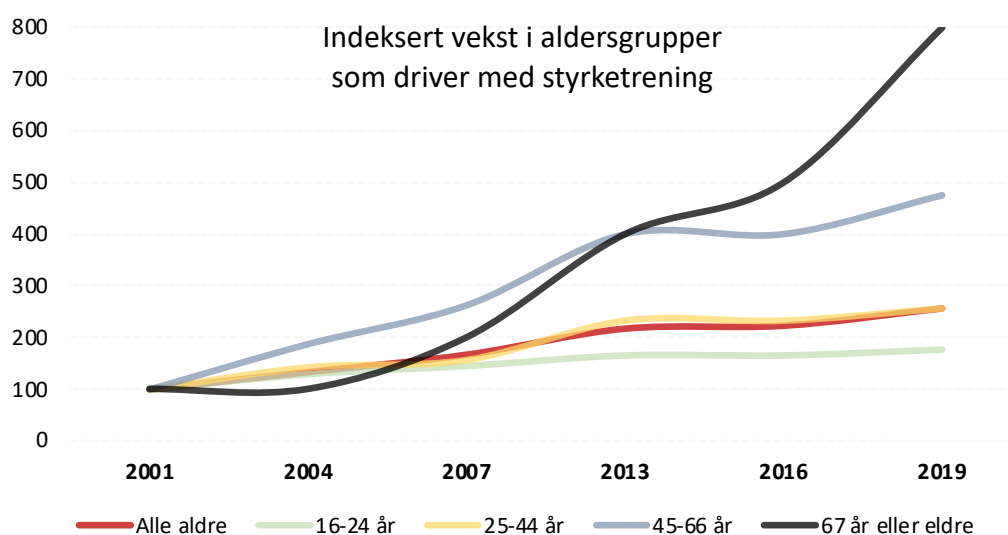


Figur 21. Indeksert forventet befolkningsvekst fra 2022-2100. Egen tilvirkning basert på data fra Eurostat (2023).

I Norge forventes det en samlet befolkningsvekst på 24% fra 2022 til 2100. Det tilsvarer en årlig sammensatt vekstrate (CAGR) på 0,28%. Den svenske befolkningen i samme tidsrom forventes å øke med 27%, med en CAGR på 0,31%. I Danmark forventes det også en økning i befolkningsveksten, den forventes å være 4% samlet og med en CAGR på 0,05%. Finland på en annen side forventes å få en befolkningsreduksjon på -14% mellom 2022 og 2100, med en CAGR på -0,19% (Eurostat, 2023).

Dersom det hadde vært forventet en sterk reduksjon i befolkningsveksten i et land kunne det hatt negativ påvirkning på etterspørselen i treningssenterbransjen. Den forventede befolkningsveksten i Finland er ganske lav årlig med kun -0,19% reduksjon. Ettersom Finland også kun utgjorde 10% av totale inntekter i 2020 kommer nok ikke befolkningsnedgangen til å påvirke SATS i særlig grad.

Styrketrening blir stadig mer populært og står for en stor del av den totale aktiviteten. I 2019 ble det vist til at fire av fem nordmenn trener minst en gang i uka og andel eldre som trener har spesielt økt de senere årene (Dalen, 2019). Grafen under illustrerer veksten i forskjellige aldersgrupper som driver med styrketrening i perioden fra 2001 til 2019.



Figur 22. Indeksert vekst i aldersgrupper som driver med styrketrening. Egen tilvirkning basert på data fra Statistisk Sentralbyrå (Dalen, 2019).

Veksten blant folk som driver med styrketrening fra 2001 til 2019 har hatt en årlig sammensatt vekstrate (CAGR) på 5,35%. Denne økningen har særlig vært drevet av de som er 67 år eller eldre, som hadde en årlig sammensatt vekstrate på 12,25%.

|              | Alle aldre | 16-24 år | 25-44 år | 45-66 år | 67 år eller eldre |
|--------------|------------|----------|----------|----------|-------------------|
| CAGR (01-19) | 5,35%      | 3,23%    | 5,39%    | 9,04%    | 12,25%            |
| CAGR (13-19) | 2,79%      | 1,11%    | 1,63%    | 2,91%    | 12,25%            |

Tabell 16. Årlig sammensatt vekstrate (CAGR) fra 2001-2019 og fra 2013-2019. Egen tilvirkning basert på egne beregning med tall fra Statistisk Sentralbyrå (Dalen, 2019).

Totalen av de som driver med styrketrening har stagnert etter 2013, mens graden av styrketrening for de som er 67 år eller eldre har fortsatt å vokse. Dersom vi ser på CAGR fra 13-19 ser vi at veksten har vært lik blant de eldre, men veksten blant de yngre har stagnert sammenlignet med hele perioden. Det er i

utgangspunktet veldig positivt for bransjen at veksten blant eldre som trener styrketrening fortsetter, siden andelen av den eldre befolkningen vokser (Gleditsch, 2020). Men den årlige sammensatte vekstraten blant yngre har gått nedover, det kan være negativt for bransjen. Ettersom datagrunnlaget kun strekker seg til 2019 kan det være en ny trend som ikke vises i statistikken blant yngre. I en artikkel på VG kommer det nemlig frem at en av fire mellom 15 og 29 år har flyttet treningen fra fritidsaktiviteter til treningssentrene etter 2019 (Ertesvåg & Bakken, 2023).

Statistikken har hatt en positiv trend blant eldre, pluss at veksten blant yngre kanskje får et oppsving igjen. Det kan være en svært positiv situasjon for SATS dersom flere eldre og yngre dras mot styrketrening på treningssentrene.

#### ***7.2.1.4 Teknologisk faktorer***

Det har de senere årene vært en stor utvikling i teknologien som har bidratt til å endre måten medlemmene tilnærmer seg trening. Dette har åpnet opp for mange muligheter i treningssenterbransjen som tillater medlemmer å trene overalt. Det utvikles stadig nye trender innen digital trening og det gir medlemmene muligheten til å trene mange andre steder enn på treningssentrene. Treningen kan gjennomføres på ferie, forretningsreise eller på stuegulvet. Videotreningsøker er tilgjengelig når som helt og det kreves lite til ingen utstyr. Teknologien går fremover i rekordfart og for at SATS skal være kompetitiv må de ligge foran og følge utviklingen (SATS, 2019b).

#### ***7.2.1.5 Miljømessige faktorer***

De senere årene har det vært et stort fokus i norsk næringsliv å redusere klimagassutslippene. Norge har et mål om å redusere klimagassutslippene med 50 til 55 prosent innen 2030 i samarbeid med EU gjennom klimaavtalen (Klima- og miljødepartementet, 2021). SATS og deres investorer og medlemmer har et stort fokus på bærekraft (ESG) og hvordan de kan jobbe mot en «grønnere»

profil i tillegg til å overholde regler og forskrifter gjennom et ESG-team (SATS, 2023a).

#### **7.2.1.6 Legale faktorer**

EU-kommisjonen har forslått et krav om solcellepanel på offentlige og kommersielle bygg fra 2027 (Santos, 2022). Dette er fortsatt oppe til høring, men det er svært sterke krefter som jobber mot mer fornybar energi. Antageligvis vil det gjøre at leien vil bli dyrere som vil ha en stor påvirkning på SATS. Samtidig så vil det gjelde for hele bransjen. På en annen side kan solcellepanel bidra til å redusere strømprisene. Så totalt sett kan det være et eventuelt krav om solcellepanel ikke vil få så store konsekvenser for SATS.

#### **7.2.2 Porters fem krefter**

Porters fem krefter er en bransjeanalyse som beskriver konkurranseintensiteten og forhandlingsmakten som påvirker virksomhetens verdiskapningsevne (Fjellstad & Lunnan, 2018). Nå vil vi bruke Porters fem krefter som vi gjorde rede for i litteraturkapittelet, til å analysere bransjen.

##### **7.2.2.1 Trusler fra mulige inntrengere**

Bransjens inntrengere er andre aktører som ikke er en direkte konkurrent i dag, men som fort kan bli det (Fjellstad & Lunnan, 2018).

For treningssenterbransjen er nye aktører på markedet som kan holde de faste kostnadene lave en stor trussel. Siden de vil da ha større marginer og kan holde prisene på medlemskapene lavere. Bemannede treningssentre krever mange ansatte og har derfor gjerne en stor del av sine faste kostnader i form av lønnskostnader. I tillegg kommer leie av lokaler som en stor fast utgift som de ikke kan unngå. Vi har sett en stor utvikling i teknologien og digitaliseringen de senere årene. Det er flere og flere aktører som tilbyr rene digitale treningstjenester. Det kan være en trussel for bemannede treningssentre, siden de digitale aktørene kan holde de faste kostnader nede. Samtidig så erstatter det ikke alle tjenestene bemannede treningssentre tilbyr, men det kan være

bransjen vil miste noen av kundene sine til denne inntrengeren. Derfor vurderer vi digitale treningstjenester som en moderat trussel.

En annen trussel fra inntrengere kan være lavpris treningssentre som gjerne er ubemannede og døgnåpne. SATS har en sterk merkevare og tilbyr et bredt spekter av produkter og tjenester for å nå ut til et bredt marked. En mulig trussel fra inntrenger kan likevel være treningssentre i lavprissegmentet. I Norge står SATS' lavpriskjede Fresh Fitness sterkt, men SATS har ingen lavpriskjeder i de andre nordiske landene. Men siden SATS er den største aktøren av treningsskjeder både i Norge, Sverige og Finland og den nest største i Danmark vil vi likevel vurdere trusselen fra inntrengere som moderat til lav.

#### **7.2.2.2 Trusler fra substitutter**

Bransjens substitutter er aktører som kan dekke kundens behov ved å tilby alternative produkter og tjenester (Fjellstad & Lunnan, 2018).

Treningssenterbransjen tilbyr et bredt og differensiert tilbud med både gruppetimer, digitale treningsløsninger og treningsapparater i alle varianter og former. Likevel kan en mulige substitutter til treningssenterbransjen være fritidsaktiviteter. Treningssenterbransjen tilbyr trening til alle aldere, men spesielt for den yngre generasjonen som gjerne fremdeles går på skolen kan fritidsaktiviteter være en substitutt. I en undersøkelse gjort av VG viser det seg at etter pandemien har det vært en svært økende trend at mange unge flytter treningen fra fritidsaktiviteter til treningssenteret. Så mye som en av fire i alderen mellom 15 og 29 år har flyttet treningen fra idrettslag til treningssenter (Ertesvåg & Bakken, 2023). Dette er positivt for treningssenterbransjen og kan bidra til en økende vekst i medlemstallene. Basert på VGs funn vurderer vi trusselen fra substitutter som lav.

#### **7.2.2.3 Leverandørenes forhandlingsmakt**

De største aktørene som leverer innsatsfaktorer til treningssenterbransjen er leverandører av treningsapparater og eiendomsforvaltere. Det mest vanlige blant

treningssentre er å lease lokalene for en gitt periode. Lokalene må oppfylle konkrete kriterier når det kommer til størrelse. I tillegg konkurrerer treningssenterbransjen med andre næringsvirksomheter som butikker og frisører som også leaser samme type lokaler. Treningssenterbransjen er også avhengig av å lokalisere seg sentralt, så de er tilgjengelige for medlemmene. Derfor har eiendomsforvaltere relativt stor forhandlingsmakt ovenfor treningssenterbransjen. På en annen side er det et underliggende tema med den potensielle butikkdøden, som kan gjøre at utleierne kan få mindre makt (Parr, 2019).

Leverandørene av treningsapparater til treningssentrene har ganske stor forhandlingsmakt. Det er ganske få leverandører av høykvalitets apparater å velge mellom på markedet. I tillegg må det jevnlig gjennomføres vedlikehold på apparatene for å holde de i funksjon. Leverandørene til treningssenterbransjen har derfor, per dags dato, samlet en høy forhandlingsmakt.

#### **7.2.2.4 Kundenenes forhandlingsmakt**

Treningssenterbransjen i Norge har ganske liten konkurranse i dag siden SATS står for en stor andel av treningssentrene. Spesielt etter det ble gjort en rekke konsolideringer i bransjen i 2014 mellom ELIXIA, SATS og Fresh Fitness. I tillegg tilbyr SATS også lavpriskjeden Fresh Fitness i Norge. Dette bidrar til at det er ganske lav forhandlingsmakt blant kundene i Norge.

I Sverige, Finland og Danmark er situasjonen litt annerledes siden de ikke står for en like stor andel av bransjen som i Norge. Samtidig er SATS største aktøren i bransjen både i Sverige og Finland. I Danmark på en annen side er SATS den nest største aktøren i bransjen. Derfor har kundene i Danmark litt større forhandlingsmakt enn i Norge siden de har flere valg og konkurransen er større.

#### **7.2.2.5 Graden av rivalisering**

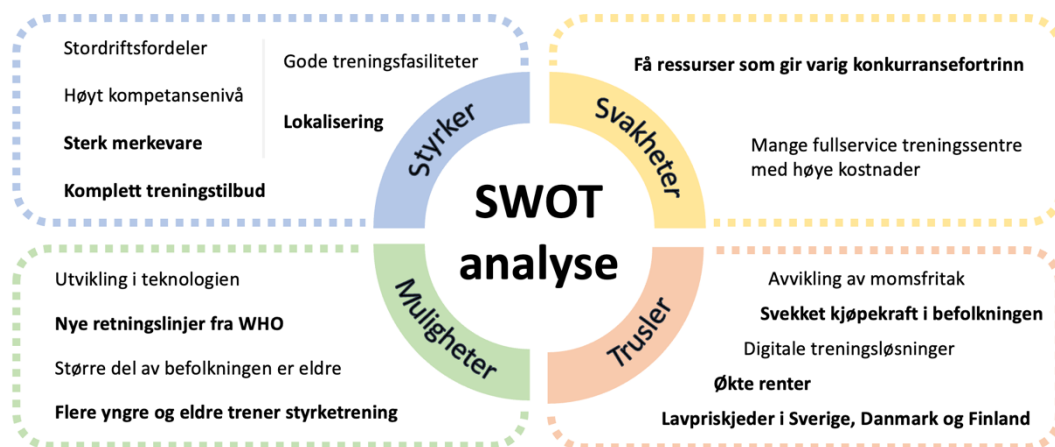
Rivaliseringen i treningscenterbransjen anser vi som relativt lav i Norge og Sverige, men noe høyere i Finland og Danmark. SATS har en dominerende posisjon i bransjen spesielt i Norge, Sverige og Finland og det er få andre aktører som tilbyr den samme «pakken» som SATS. Mulige inntrengere kan være lavpriskjeder spesielt i Sverige, Finland og Danmark, hvor SATS ikke har noen lavpriskjeder, men trusselen anses likevel som relativt lav.

En annen inntrenger kan være digitale treningsløsninger. Inngangsbarrierene har som følge av digitaliseringen med digitale treningsløsninger blitt litt lavere. Samtidig så vil de ikke kunne tilby det samme som bemannede treningscentre. Bemannede treningscentre kan ha høye inngangsbarrierer siden det krever høy kapitalbinding. Trusselen anses derfor som moderat. Det er ikke så mange substitutter til treningscenterbransjen og de som har vært det ser ut til å bevege seg mer over til treningscenterbransjen. I Danmark er graden av rivalisering noe høyere enn i de andre nordiske landene som følge av at de har en stor konkurrent i Fitness World som har større markedsandeler enn SATS.

### **7.3 SWOT**

I SWOT-analysen samles funnene vi har gjort i ekstern og intern analysen. Internanalysen identifiserte styrkene og svakheten til SATS, mens ekstern-analysen identifiserte mulighetene og truslene. Det store spørsmålet nå er hvordan SATS kan bruke styrkene sine til å utnytte mulighetene (Fjellstad & Lunnan, 2018).





Tabell 17. SWOT-analyse for SATS. Egen tilvirkning.

## 8 Prognoser for fremtidige kontantstrømmer

For å estimere fundamentalverdien til SATS må vi lage prognoser for den fremtidige kontantstrømmen. Derfor vil vi nå anvende funnene fra både den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Dette vil gi et helhetlig bilde av de forventede fremtidsutsiktene for SATS.

### 8.1 Fremtidsprognosens lengde

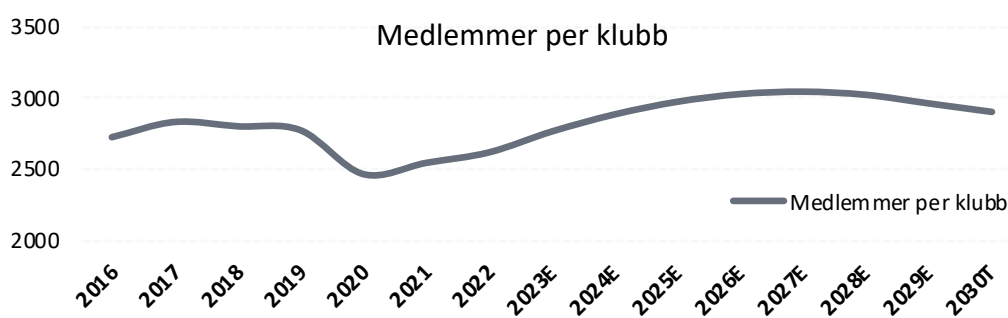
SATS er et godt etablert selskap, men har de siste tre årene vært særlig utfordret som en følge av pandemien. Jo lenger prognoseperioden er, dess større usikkerhet knyttes til treffsikkerheten. På den annen side vil en kort prognoseperiode føre til at mye av verdien ligger i terminalleddet. Koller et al. (2020, s. 260) anbefaler å bruke en detaljert fremtidsprognose for fem til syv år. Vi velger derfor en eksplisitt prognoseperiode på syv år, pluss terminalleddet.

Noen av faktorene vil analyseres i detalj, mens andre prognostiseres eksempelvis som en prosent av omsetningen. Derfor benytter vi en blanding av top-down og bottom-up modeller.

## 8.2 Investeringer

Som vi har sett fra den finansielle analysen har SATS svært høy finansiell giring. I henhold til estimeringen av gjeldskostnaden øker giringen den syntetiske kredittvurderingen, og derfor også den estimerte gjeldskostnaden.

Rentenivået har hatt en stor økning, og SATS bør derfor fokusere på å betjene eksisterende gjeld fremfor å investere i nye sentre. Dette er forenlig med SATS' uttalte prioritering om å effektivisere eksisterende sentre, fremfor utvidelse av klubbporteføljen (SATS, 2023a, s. 31). SATS har gjort store investeringer tidligere år, og har derfor lavere antall medlemmer per senter enn før pandemien. Vi mener derfor at det bør være mulig å utnytte eksisterende sentre de kommende årene, for så å gradvis øke klubbporteføljen noe etter hvert som medlemsmassen vokser.



Figur 23. Medlemmer per klubb.

Antall sentre holdes derfor på kort sikt på et eksisterende nivå. Deretter økes gradvis investeringene i nye sentre til å nå en terminalvekst på 2%.

Vi velger å modellere bruksretteiendelene som en gjennomsnittlig prosent av antall sentre. SATS leier alle sentrene, og derfor vil antall sentre fungere som en god verdidriver for denne balanseposten. Som vi har sett i den strategiske analysen er det et sterkt press fra EU-kommisjonen om at alle næringsbygg i langt større grad skal bruke fornybar energi. Derfor modellerer vi inn en underliggende økning i leieforpliktelsene i prosent av hvert senter mot slutten av prognoseperioden.

Den resterende posten for operasjonelle anleggsmidler settes som en gjennomsnittlig prosent av salgsinntektene. Dette sørger for at vedlikeholdet av eksisterende utstyr og sentre varierer med aktiviteten, selv om antall sentre ikke økes.

Koller et al. (2020, s. 277) påpeker at studier har vist at oppkjøp ofte mislykkes i å være verdiskapende for bedriften. Derfor argumenteres det for at goodwill bør settes som en konstant lik siste års faktiske verdi.

### **8.3 Arbeidskapital**

I modelleringen av arbeidskapitalen har vi benyttet kredittiden til kundene, lagringstid på varer og dager utestående i prosent av omsetningen for de aktuelle postene som relateres til netto operasjonell arbeidskapital (NOWC). Dette sørger for at ikke bare benytter omsetning, men også varekostnaden der det er mer aktuelt å bruke som verdidriver.

SATS får medlemsabonnementene forskuddsvis betalt fra kundene, og vi ser det som sannsynlig med en liten nedgang i innbetalingshastigheten de første par årene ettersom kjøpekraften forventes å svekkes. Deretter anslår vi, i likhet med de andre postene som inngår i NOWC, en reversering til gjennomsnittet av de historiske periodene.

### **8.4 Inntekter**

De nordiske landene følger hverandre forholdsvis likt i utvikling, men som vi har sett i den strategiske analysen er det enkelte forskjeller som bør vurderes hver for seg. Derfor har vi valgt å prognostisere inntektene for hvert land SATS opererer i, fremfor en aggregert prognose.

I Norge opererer SATS i både fullservice- og lavprissegmentet med henholdsvis SATS og Fresh Fitness. Norge skiller seg ut fra de andre tre nordiske markedene ved at det er få konkurrenter innenfor lavprissegmentet, og Fresh Fitness er

allerede markedsledende. Dette gjør at SATS-konsernet har mulighet til å fange opp medlemmene som eventuelt ellers ville falt fra uten et lavpristilbud. I tillegg har vi sett hvordan unge velger bort fritidsaktiviteter til fordel for styrketrening på treningssenter. Dette bør ytterligere styrke lavprissegmentet. Derfor tror vi det norske markedet vil klare å holde en jevn medlemsvekst fremover, på tross av forventede økonomiske innstramninger. Vi anslår at veksten vil ligge tett opptil den historiske veksten før pandemien.

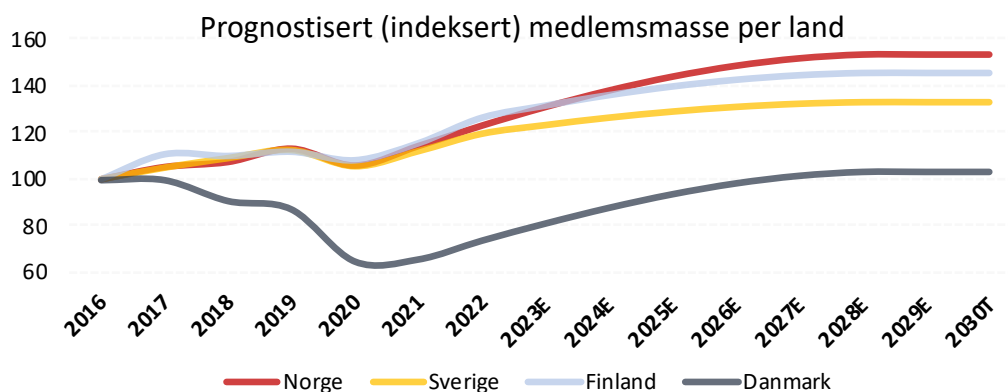
Ettersom lavprissegmentet anslås å utgjøre en større andel justeres den gjennomsnittlige månedlige inntekten per medlem (ARPM) nedover. Dette stemmer overens med utviklingen vi så i ARPM per land under pandemien. Forskjellen fra pandemien er derimot at det er kjøpekraften som forventes svekket, ikke sentre som skal stenges. Etter et bratt fall de første årene forventes vridningen å returnere mot fullservicesegmentet, som en kombinasjon av bedret kjøpekraft og økende andel eldre. Vi har sett hvordan eldre prioriterer å investere i egen helse, og dette er en gruppe som relativt sett blir større og større. Vi kan anta at disse også tiltrekkes av et fullservicetilbud. Derfor ser vi et oppsving i ARPM underveis i prognoseperioden, etterfulgt av en gradvis stabilisering av ARPM i takt med den langsiktige inflasjonsraten.

Finland er et langt mer fragmentert marked med mange små aktører. SATS kan dra nytte av stordriftsfordeler med sin markedsledende posisjon. På den annen side fører markedssammensetningen i Finland til at det er større fare for rivalisering innad i bransjen, ettersom det er mange aktører. Vi anslår derfor at veksten i medlemsmassen vil følge historisk trend, men at ARPM vil bli presset noe ned for å bevare medlemsmassen.

Danmark skiller seg ut fra de andre nordiske landene ved at SATS ikke er markedsledende aktør. I dag er SATS nest største aktør, med et klart mål om å ta markedsandeler fremover. Ved å sammenligne ARPM for alle de nordiske markedene er Danmark allerede lavest priset, men har også høyest medlemsvekst det siste året. Derfor tror vi prisnivået allerede i dag er på et attraktivt nivå. Vi tror likevel det kan være vanskelig å velte hele den nåværende

svært høye inflasjonen over på medlemmene det neste året, men at en liten oppjustering i prisnivået bør være mulig. Halvveis i prognoseperioden ser vi en gradvis høyere vekst i ARPM. Sentrene i Danmark er i dag konsentrert rundt København, og dagens attraktive medlemsprising bør oppjusteres til å være mer på linje med resten av Norden etter hvert som medlemsbasen vokser. Med bakgrunn i dette anslår vi at medlemsveksten de første årene vil være forholdsvis høy, men avta underveis i prognoseperioden.

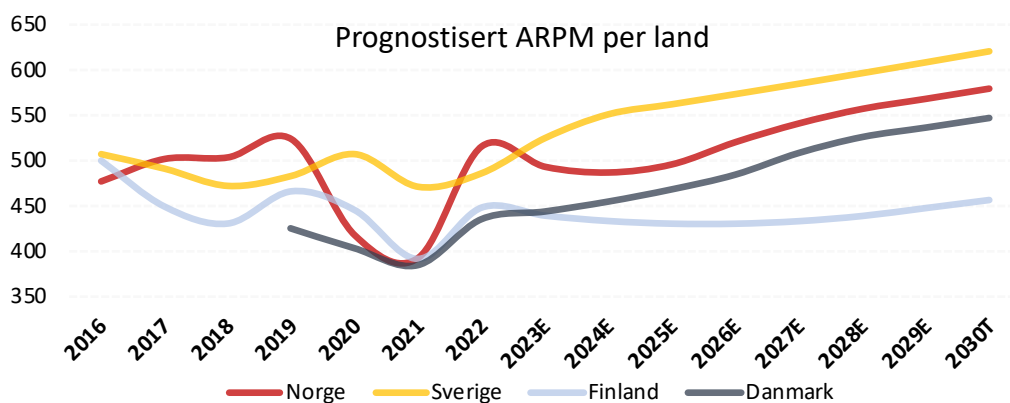
Som vi har sett i den strategiske analysen skiller Sverige seg ut fra de andre nordiske landene ved at veksten i konsumprisindeksen er på et vesentlig høyere nivå. SATS er godt etablert i Sverige som en markedsledende aktør gjennom mange år. Selskapet fremhever selv at tilfredsheten blant medlemmene er høy i Sverige, og vi tror derfor at SATS klarer å overføre en stor del av den midlertidige prisveksten over på medlemmene. Derimot bør vi anta at sentralbankene klarer å redusere inflasjonen mot et normalnivå, og bør derfor sette veksten i ARPM tilsvarende. Deretter holdes en konstant økning i ARPM for å reflektere årlig forventet inflasjon.



Figur 24. Indeksert medlemsmasse per land.

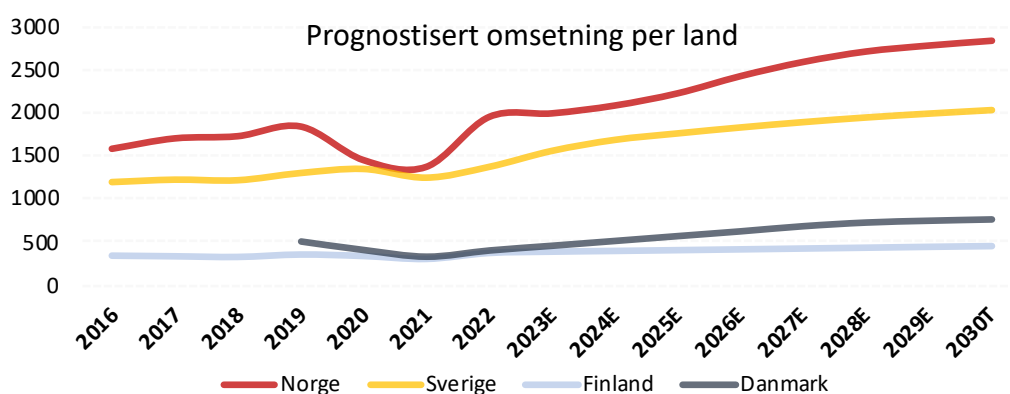
På den annen side, har medlemsveksten i Sverige ligget på en relativt stabil og moderat vekst før pandemien. Som en følge av stengte landegrensener, har de fleste gjennom pandemien hatt reduserte utgifter knyttet til fritidsreiser. Vi kan derfor anslå at medlemsveksten i Sverige gjennom pandemien har vært høyere enn normalt. Vi tror ikke dette er et økonomisk bilde som bør vektlegges for mye

i tiden fremover, og baserer oss derfor på den noe lavere gjennomsnittlige veksten i medlemmene før pandemien.



Figur 25. Prognostisert ARPM per land.

For terminalåret anslår vi at medlemsmassen vil være konstant, mens inflasjonen vil komme til uttrykk gjennom ARPM. Derfor blir den samlede effekten at inntektsveksten tilsvarer terminalveksten.



Figur 26. Prognostisert omsetning per land.

## 8.5 Kostnader

Både strømkostnader og markedsføring kommer innunder *andre operasjonelle kostnader*, og som vi har sett under prognosene for investeringer forventes leiekostnadene å øke ettersom lokalene vil måtte innfri myndighetenes krav til bærekraftig energi. Derfor vil vi også forvente mot 2030 å se en reduksjon i *andre operasjonelle kostnader* ettersom strømforbruket per lokale sannsynligvis reduseres. Imidlertid bør vi på kort sikt forvente strømkostnader tilsvarende de siste årene. Videre vil markedsføringskostnadene forventes å være noe lavere

enn de historiske nivåene, som en følge av stordriftsfordeler etter konsolidering og rebranding.

Personalkostnadene er SATS' største kostnadspost. Som vi har sett i den strategiske analysen, krever fullservicesentrene spesielt høy grad av ansatte. Personalkostnader i prosent av omsetning har vært stabil gjennom hele analyseperioden, og vi antar derfor at denne trenden skal fortsette. På tross av at lavprissegmentet kan ha litt mer medvind de første årene, tror vi SATS bør fortsette sin strategi som markedsleder innen hovedsakelig fullservicesentre.

Rentekostnadene settes som en prosent av inngående og utgående balanse av netto rentebærende gjeld. Rentenivået har de siste årene vært historisk lave, men fremtidsutsiktene peker mot et annet økonomisk klima med høyere renter. Derfor oppjusteres gjeldskostnaden i samsvar med funnene tidligere i oppgaven.

## **8.6 Avskrivninger**

Avskrivningene settes som en prosent av inngående og utgående verdi av posten for bruksrettseiendeler og andre anleggsmidler (PP&E). Historisk har de justerte avskrivningene fluktuert rundt 21%, og vi velger derfor å videreføre den historiske trenden. Med utgangspunkt i måten bruksrettseiendelene og PP&E er koblet til både antall treningssentre og inntektene, som vist under kapittel 8.2, mener vi dette er en god måte å beregne avskrivningene. Alternativet som fort kunne vist seg å bli svært volatilt hadde vært å koble alle avskrivningene direkte til omsetningen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 530).

## **8.7 Skatt**

SATS har et fremførbart underskudd som vil komme til fratrukk ved beregning av skattbart overskudd. Dette modelleres inn i regnearkene med bruk av IF-setninger, og gjør dermed skatten lavere for årene hvor fremførbart underskudd er helt eller delvis større enn det skattbare overskuddet. Videre beholdes en

skattesats på 22% for hele prognoseperioden. Det legges også inn beregninger som hensyntar skattefordelene av gjeldskostnadene.

## 8.8 Prisstigning

Ved slutten av den eksplisitte prognoseperioden vil vi forutsette at kontantstrømmene skal fortsette evig. Selskapet kan likevel ikke vokse raskere enn økonomien i landet der selskapet er lokalisert ettersom det over tid i så fall vil utgjøre en urealistisk stor andel av økonomien (Kaldestad & Møller, 2016, s. 122). Grunnen til at vi må inkludere en prisstigning er at vi, som forutsatt i kapittel 5.3.4, utarbeider nominelle kontantstrømmer. Hvis ikke vil fremtidige kontantstrømmer undervurderes.

I de pengepolitiske bestemmelsene til Norges Bank (2021a) er det presisert at det operative målet er en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2 prosent. Vi velger derfor å benytte dette som veksten i terminalleddet. Senere vil vi utføre en sensitivitetsanalyse for å se endringene i verdivurderingen ved bruk av andre vekstrater.

## 8.9 Presentasjon av prognosene

Basert på prognosene ovenfor får vi følgende fremstilling av kontantstrømoppstillingen, resultatregnskapet og balanseregnskapet:

| SATS ASA (NOK m)              | 2023E        | 2024E        | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 2028E        | 2029E        | 2030T        |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Membership revenue            | 3 353        | 3 565        | 3 777        | 4 029        | 4 252        | 4 423        | 4 532        | 4 623        |
| Other revenues                | 1 018        | 1 082        | 1 147        | 1 223        | 1 291        | 1 343        | 1 376        | 1 404        |
| <b>Total revenues</b>         | <b>4 371</b> | <b>4 648</b> | <b>4 924</b> | <b>5 252</b> | <b>5 543</b> | <b>5 766</b> | <b>5 908</b> | <b>6 026</b> |
| Cost of goods sold            | -144         | -153         | -163         | -173         | -183         | -190         | -195         | -199         |
| <b>Gross margin</b>           | <b>4 227</b> | <b>4 494</b> | <b>4 762</b> | <b>5 079</b> | <b>5 360</b> | <b>5 575</b> | <b>5 713</b> | <b>5 827</b> |
| Personnel expenses            | -1 701       | -1 809       | -1 917       | -2 044       | -2 158       | -2 244       | -2 300       | -2 346       |
| Other operating expenses      | -1 228       | -1 274       | -1 316       | -1 368       | -1 406       | -1 384       | -1 328       | -1 354       |
| <b>EBITDA</b>                 | <b>1 298</b> | <b>1 412</b> | <b>1 529</b> | <b>1 667</b> | <b>1 797</b> | <b>1 947</b> | <b>2 086</b> | <b>2 128</b> |
| Depreciation and amortisation | -1 060       | -1 087       | -1 117       | -1 152       | -1 189       | -1 240       | -1 266       | -1 291       |
| <b>EBIT</b>                   | <b>237</b>   | <b>325</b>   | <b>413</b>   | <b>515</b>   | <b>608</b>   | <b>708</b>   | <b>820</b>   | <b>837</b>   |
| Operating tax expense         | 0            | 0            | 0            | -18          | -134         | -156         | -180         | -184         |
| <b>NOPAT</b>                  | <b>237</b>   | <b>325</b>   | <b>413</b>   | <b>497</b>   | <b>474</b>   | <b>552</b>   | <b>640</b>   | <b>653</b>   |
| Net financial items           | -300         | -306         | -312         | -320         | -327         | -338         | -345         | -352         |
| Taxshield from net financials | 66           | 67           | 69           | 70           | 72           | 74           | 76           | 77           |
| <b>Net income</b>             | <b>3</b>     | <b>86</b>    | <b>169</b>   | <b>247</b>   | <b>219</b>   | <b>288</b>   | <b>371</b>   | <b>378</b>   |

Tabell 18. Fremstilling av prognostisert resultatregnskap.



| SATS ASA (NOK m)                 | 2023E        | 2024E        | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 2028E        | 2029E        | 2030T        |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Net operating non-current assets | 7 750        | 7 938        | 8 142        | 8 375        | 8 616        | 8 921        | 9 106        | 9 288        |
| Net operating working capital    | -787         | -842         | -898         | -963         | -1 036       | -1 077       | -1 104       | -1 126       |
| <b>NOA: Net operating assets</b> | <b>6 963</b> | <b>7 096</b> | <b>7 245</b> | <b>7 412</b> | <b>7 581</b> | <b>7 844</b> | <b>8 002</b> | <b>8 162</b> |
| Total Equity and Minority        | 863          | 879          | 897          | 918          | 939          | 972          | 991          | 1 011        |
| Net interest-bearing debt        | 6 100        | 6 217        | 6 347        | 6 493        | 6 642        | 6 872        | 7 011        | 7 151        |
| <b>Sum right side</b>            | <b>6 963</b> | <b>7 096</b> | <b>7 245</b> | <b>7 412</b> | <b>7 581</b> | <b>7 844</b> | <b>8 002</b> | <b>8 162</b> |

Tabell 19. Fremstilling av prognostisert balanseregnskap. Utfyllende balanse er vedlagt i Excel-fil.

| SATS ASA (NOK m)                                | 2023E      | 2024E      | 2025E      | 2026E      | 2027E      | 2028E      | 2029E      | 2030T      |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| NOPAT   | 237        | 325        | 413        | 497        | 474        | 552        | 640        | 653        |
| + Depreciation and amortisation                 | 1 060      | 1 087      | 1 117      | 1 152      | 1 189      | 1 240      | 1 266      | 1 291      |
| - Increase in NOWC                              | 89         | 55         | 56         | 66         | 72         | 42         | 27         | 22         |
| - Increase in NONCA                             | -1 170     | -1 275     | -1 321     | -1 384     | -1 430     | -1 545     | -1 450     | -1 473     |
| <b>Free cash flow to the firm (FCFF)</b>        | <b>217</b> | <b>191</b> | <b>264</b> | <b>330</b> | <b>305</b> | <b>289</b> | <b>482</b> | <b>492</b> |
| Changes NIBD without cash                       | 18         | 117        | 130        | 146        | 148        | 231        | 139        | 140        |
| Net financial items                             | -300       | -306       | -312       | -320       | -327       | -338       | -345       | -352       |
| Taxshield from net financials                   | 66         | 67         | 69         | 70         | 72         | 74         | 76         | 77         |
| <b>Free cash flow to the eq. holders (FCFE)</b> | <b>1</b>   | <b>69</b>  | <b>150</b> | <b>227</b> | <b>198</b> | <b>256</b> | <b>351</b> | <b>358</b> |
| -(Super) Dividends                              | -1         | -69        | -150       | -227       | -198       | -256       | -351       | -358       |
| <b>Cash surplus</b>                             | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   |

Tabell 20. Prognostisert kontantstrømoppstilling.

Dette er et aggregert utdrag. For utfyllende informasjonen vises det til vedlagt Excel-modell. Der vil det også tydelig komme frem alle antagelsene som er lagt til grunn. Prognosene vil nå videre anvendes i verdivurderingen.

## 9 Verdivurdering

Ved å anvende verdsettingsmetodene som ble redegjort for i kapittel 5.1, vil vi i dette kapittelet gjøre en verdivurdering av SATS per 31.12.2022. Først benyttes nåverdimetoder, deretter multippelanalyser. For å unngå unødvendig repetisjon av valgte modeller og forutsetninger i kapittel 5.1, vil dette kapittelet hovedsakelig fokusere på hovedtrekkene og resultatene modellene gir.

### 9.1 Inntjeningsbasert tilnærming

For å finne den estimerte markedsverdien av egenkapitalen med FCFF-modellen, diskonteres kontantstrømmen til totalkapitalen med den vektete totalkapitalkostnaden. Dette gir i førsteomgang den samlede selskapsverdien (EV), så for å finne estimert markedsverdi av egenkapitalen trekkes netto rentebærende gjeld fra EV. Dette divideres så på antall aksjer for å finne estimert verdi per aksje. FCFF-modellen gir en estimert aksjeverdi på NOK 10,32.

| DCF: FCFF                       | 2023E          | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030T |
|---------------------------------|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| FCFF                            | 216,8          | 191,1 | 264,0 | 329,7 | 305,0 | 288,8 | 481,5 | 492,5 |
| Diskonteringsfaktor             | 0,94           | 0,88  | 0,82  | 0,77  | 0,72  | 0,68  | 0,63  |       |
| Nåverdi FCFF                    | 203,2          | 167,8 | 217,2 | 254,1 | 220,3 | 195,4 | 305,4 |       |
| Terminalverdi                   | 10 425,1       |       |       |       |       |       |       |       |
| Nåverdi terminalverdi           | 6 610,7        |       |       |       |       |       |       |       |
| Enterprise Value                | 8 174,1        |       |       |       |       |       |       |       |
| - NIBD                          | 6 082,0        |       |       |       |       |       |       |       |
| <b>Estimert MV av EK</b>        | <b>2 092,1</b> |       |       |       |       |       |       |       |
| Aksjer utestående               | 202,69         |       |       |       |       |       |       |       |
| <b>Estimert verdi per aksje</b> | <b>10,32</b>   |       |       |       |       |       |       |       |

Tabell 21. Estimert verdi per aksje basert på FCFF-modellen.

Deretter kan vi beregne markedsværdien av egenkapitalen ved bruk av FCFE-modellen. Som redegjort for i tidligere kapitler antar vi at all FCFE utbetales som utbytte. Dermed er FCFE-modellen identisk med dividendemodellen. FCFE neddiskonteres så med egenkapitalkostnaden. Ettersom dette er kontantstrømmen til eierne beregnes markedsværdien av egenkapitalen direkte, og netto rentebærende gjeld skal dermed ikke trekkes fra. Etter å ha dividert MV(EK) med antall aksjer, får vi en estimert aksjeverdi på NOK 10,37.

| FCFE                            | 2023E          | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030T |
|---------------------------------|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Utbytte (settes lik FCFE)       | 0,7            | 69,4  | 150,5 | 226,6 | 198,3 | 255,5 | 351,0 | 358,2 |
| Diskonteringsfaktor             | 0,89           | 0,79  | 0,70  | 0,62  | 0,55  | 0,48  | 0,43  |       |
| Nåverdi FCFE                    | 0,6            | 54,5  | 104,7 | 139,8 | 108,4 | 123,8 | 150,7 |       |
| Terminalverdi                   | 3 304,0        |       |       |       |       |       |       |       |
| Nåverdi terminalverdi           | 1 418,4        |       |       |       |       |       |       |       |
| <b>Estimert MV av EK</b>        | <b>2 100,9</b> |       |       |       |       |       |       |       |
| Aksjer utestående               | 202,69         |       |       |       |       |       |       |       |
| <b>Estimert verdi per aksje</b> | <b>10,37</b>   |       |       |       |       |       |       |       |

Tabell 22. Estimert verdi per aksje basert på FCFE-modellen.

Videre estimeres markedsværdien av egenkapitalen ved bruk av residualinntektsmodellen. Først beregnes residualinntekten, så neddiskonteres denne med egenkapitalkostnaden. Deretter må vi legge til bokført verdi av egenkapitalen per 31.12.2022 for å få markedsværdien av egenkapitalen.

| RI                              | 2023E          | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030T |
|---------------------------------|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Resultat                        | 3,3            | 85,9  | 168,9 | 247,3 | 219,2 | 288,1 | 370,6 | 378,0 |
| Diskonteringsfaktor             | 0,89           | 0,79  | 0,70  | 0,62  | 0,55  | 0,48  | 0,43  |       |
| BVE IB                          | 860            | 863   | 879   | 897   | 918   | 939   | 972   | 991   |
| Residualinntekt (RI)            | -107,2         | -24,8 | 56,0  | 132,1 | 101,3 | 167,5 | 245,8 | 250,7 |
| Nåverdi RI                      | -95,0          | -19,5 | 39,0  | 81,5  | 55,4  | 81,1  | 105,5 |       |
| Terminalverdi                   | 2 312,7        |       |       |       |       |       |       |       |
| Nåverdi terminalverdi           | 992,8          |       |       |       |       |       |       |       |
| <b>Estimert MV av EK</b>        | <b>2 100,9</b> |       |       |       |       |       |       |       |
| Aksjer utestående               | 202,69         |       |       |       |       |       |       |       |
| <b>Estimert verdi per aksje</b> | <b>10,37</b>   |       |       |       |       |       |       |       |

Tabell 23. Estimert verdi per aksje basert på residualinntektsmodellen.

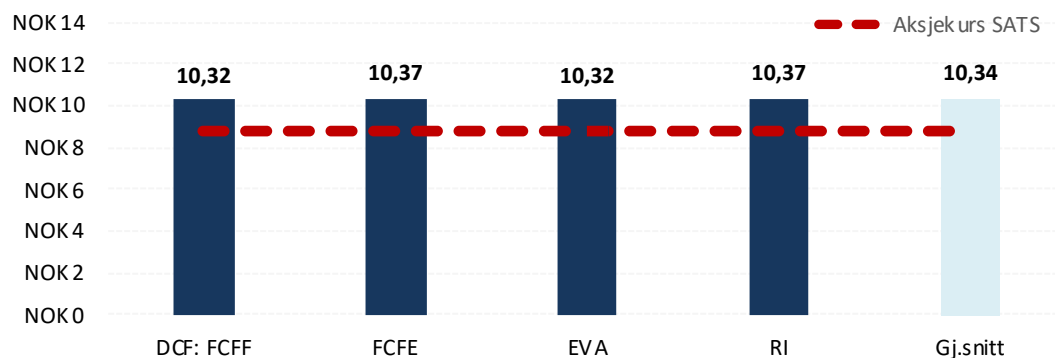
Til slutt beregnes SATS' estimerte markedsverdi av egenkapitalen ved bruk av superprofittmodellen. For å finne selskapsverdien summeres nåverdiene av alle fremtidige EVA-estimer og den bokførte verdien av NOA per 31.12.2022.

Deretter trekkes netto rentebærende gjeld fra den estimerte selskapsverdien for å finne den estimerte markedsverdien av egenkapitalen.

| EVA                             | 2023E          | 2024E  | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030T |
|---------------------------------|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| NOPAT                           | 237,4          | 324,6  | 412,5 | 496,6 | 474,2 | 551,9 | 639,7 | 652,5 |
| Diskonteringsfaktor             | 0,94           | 0,88   | 0,82  | 0,77  | 0,72  | 0,68  | 0,63  |       |
| NOA IB                          | 6 942          | 6 963  | 7 096 | 7 245 | 7 412 | 7 581 | 7 844 | 8 002 |
| EVA                             | -229,3         | -143,5 | -64,6 | 9,5   | -24,1 | 42,2  | 112,3 | 114,5 |
| Nåverdi EVA                     | -214,9         | -126,0 | -53,2 | 7,3   | -17,4 | 28,6  | 71,2  |       |
| Terminalverdi                   | 2 423,1        |        |       |       |       |       |       |       |
| Nåverdi terminalverdi           | 1 536,5        |        |       |       |       |       |       |       |
| Enterprise Value                | 8 174,1        |        |       |       |       |       |       |       |
| - NIBD                          | 6 082,0        |        |       |       |       |       |       |       |
| <b>Estimert MV av EK</b>        | <b>2 092,1</b> |        |       |       |       |       |       |       |
| Aksjer utestående               | 202,69         |        |       |       |       |       |       |       |
| <b>Estimert verdi per aksje</b> | <b>10,32</b>   |        |       |       |       |       |       |       |

Tabell 24. Estimert verdi per aksje basert på superprofittmodellen.

Den 31.12.2022 hadde SATS' aksjer en markedspris på NOK 8,84. Ved å ta utgangspunkt i gjennomsnittlig estimat fra nåverdmodellene på NOK 10,34 gir dette en oppside på 17%. Underprisingen gir følgende grafiske fremstilling:



Figur 27. Estimerte verdier basert på nåverdimodellene.

## 9.2 Markedsbasert tilnærming

For å vurdere rimeligheten av resultatene fra kontantstrømanalysen, vil vi også benytte en markedsbasert tilnærming. Først vil vi innhente regnskapsinformasjon fra valgte sammenlignbare selskaper. Ettersom det ikke er noen andre norske børsnotert treningssenterkjeder, har vi som vist tidligere valgt andre europeiske børsnoterte treningssenterkjeder. Deretter vil vi for å beregne implisitt P/E finne tilgjengelige konsensusestimater per 31.12.2022 for resultatene i 2023.

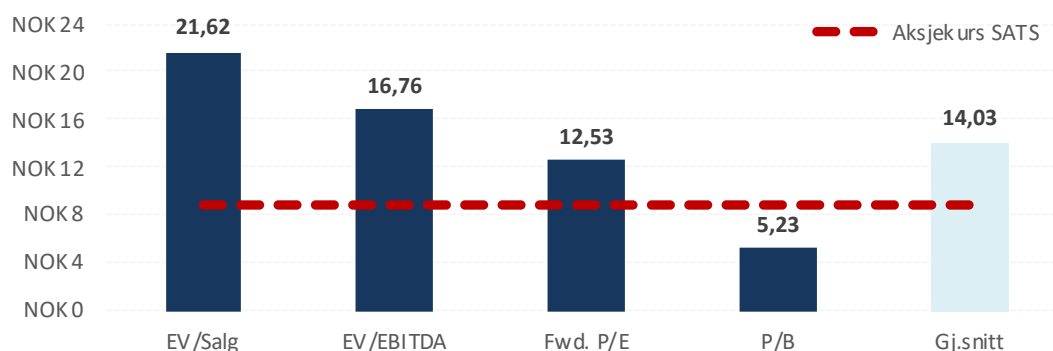
| Selskap       | FY2022 (tall i lokal valuta) |        |       |       |       |           |        |        |       |       | FY23 Konsensus |          |
|---------------|------------------------------|--------|-------|-------|-------|-----------|--------|--------|-------|-------|----------------|----------|
|               | Aksjekurs                    | Aksjer | MV EK | NIBD  | EV    | Inntekter | EBITDA | EPS    | BV    | Medl. | Fwd. NI        | Fwd. EPS |
| SATS ASA      | NOK 8,84                     | 202,69 | 1 792 | 6 082 | 7 874 | 4 082     | 1 140  | -1,21  | 4,24  | 721   | 70,00          | 0,40     |
| Actic Group A | SEK 6,18                     | 22,26  | 138   | 970   | 1 108 | 750       | 210    | -1,83  | 9,23  | 184   | -21,66         | -0,94    |
| THE GYM GRO   | GBP 1,09                     | 178,35 | 194   | 415   | 609   | 173       | 71     | -10,90 | 75,26 | 821   | 5,00           | 3,60     |
| Basic Fit NV  | EUR 24,48                    | 66,00  | 1 616 | 2 175 | 3 791 | 795       | 204    | -0,06  | 6,14  | 3350  | 47,50          | 0,77     |

Tabell 25. Data for multippeanalyse.

Vi velger å bruke et harmonisk gjennomsnitt, ettersom forskning har vist at dette gir mer treffsikre estimater enn multipler basert på gjennomsnitt, median og vektet gjennomsnitt (Baker & Ruback, 1999).

For multiplene basert på EV vil vi trekke fra netto rentebærende gjeld for å finne markedsverdi av egenkapitalen. Deretter divideres de estimerte markedsverdiene med antall utestående aksjer i SATS for å finne estimert pris per aksje.

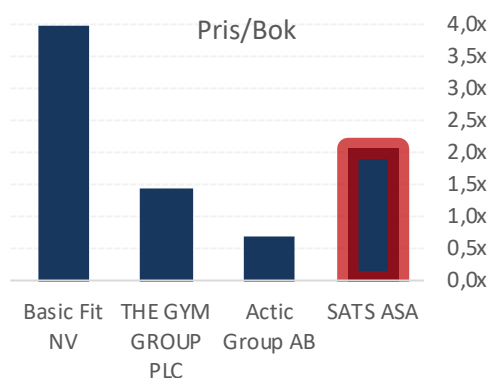
Sammenlignet med markedsprisen på én aksje i SATS den 31.12.2022 på NOK 8,84 får vi følgende fremstilling:



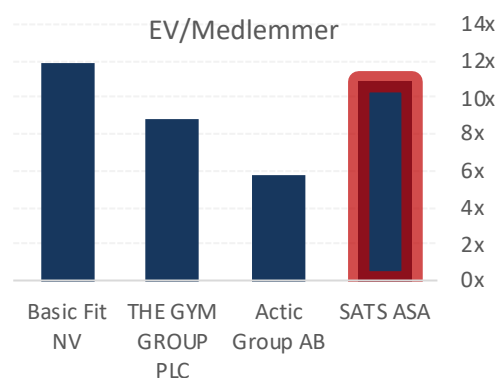
Figur 28. Estimert verdi med relativ verdivurdering.

Multipelanalysen underbygger kontantstrømsanalysen ved at aksjen også her estimeres til å være underpriset i de fleste tilfellene. Ved å bruke et gjennomsnitt av multiplene får vi en estimert markedsverdi per aksje på NOK 14,03.

For å belyse det laveste forholdstallet (Pris/Bok) ser vi at dette er tynget av spesielt ACTIC. BFIT prises til en P/B langt høyere enn SATS. For den ikke-finansielle multipelen EV/Medlemmer ser vi at SATS prises forholdsvis høyt, men igjen lavere enn BFIT. Dersom vi estimerer ut ifra prisingen av BFIT, ville SATS hatt en estimert markedsverdi per aksje på NOK 17 (P/B) og NOK 12 (EV/Medlemmer).



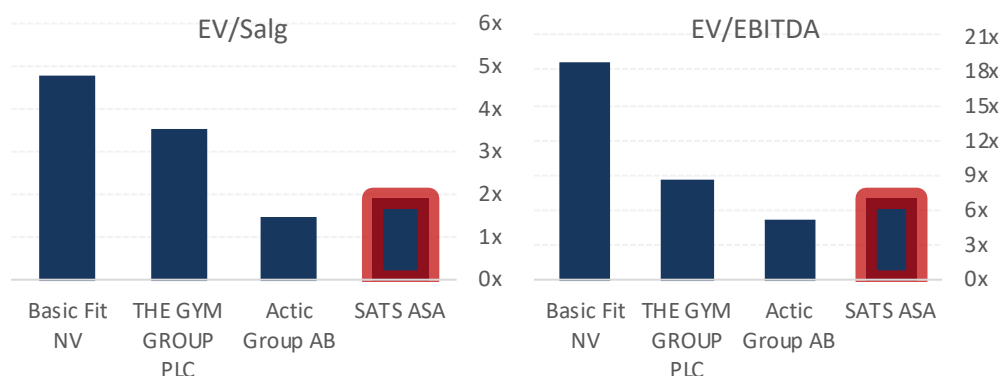
Figur 29. Pris/Bok.



Figur 30. EV/Medlemmer

For EV/Salg og EV/EBITDA plasserer SATS seg med nest-lavest multiplerverdi. Også her er ACTIC priset lavest. Trolig relateres dette til markedets forventninger

til selskapet, ettersom de som eneste i utvalget er forventet å forsette trenden fra 2022 med underskudd også i 2023.



Figur 31. EV/Salg

Figur 32. EV/EBITDA

## 10 Usikkerhetsbetraktninger

Ettersom en verdsettelse er forbundet med usikkerhet vil vi nå gjøre ulike usikkerhetsbetraktninger med bruk av sensitivitetsanalyse, scenarioanalyse og Monte Carlo-simulering. I henhold til diskusjonen rundt mulige realopsjoner i kapittel 4.3, har vi ikke funnet relevante fleksibiliteter som bør betraktes videre.

### 10.1 Sensitivitetsanalyse

For å vurdere konsekvensene av å endre verdidrivere bør en verdsettelse også inkludere en sensitivitetsanalyse (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 371).

Totalkapitalkostnaden og terminalveksten er to svært sentrale beregninger for å finne markedsverdien av egenkapitalen ved bruk av nåverdimetoder. Derfor har vi valgt å lage en sensitivitetsanalyse for å se konsekvensene av endringene.

|      |      | Terminalvekst |      |      |      |      |             |      |      |      |      |      |
|------|------|---------------|------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|------|
|      |      | 1,0%          | 1,2% | 1,4% | 1,6% | 1,8% | 2,0%        | 2,2% | 2,4% | 2,6% | 2,8% | 3,0% |
| WACC | 10   | 12,8          | 13,4 | 14,0 | 14,7 | 15,4 | 16,3        | 17,2 | 18,3 | 19,4 | 20,7 | 22,2 |
|      | 5,7% | 11,7          | 12,3 | 12,8 | 13,4 | 14,1 | 14,9        | 15,7 | 16,6 | 17,6 | 18,7 | 20,0 |
|      | 5,9% | 10,8          | 11,3 | 11,8 | 12,3 | 12,9 | 13,6        | 14,3 | 15,1 | 15,9 | 16,9 | 18,0 |
|      | 6,1% | 9,9           | 10,3 | 10,8 | 11,3 | 11,8 | 12,4        | 13,0 | 13,7 | 14,5 | 15,3 | 16,3 |
|      | 6,3% | 9,1           | 9,5  | 9,9  | 10,3 | 10,8 | 11,3        | 11,9 | 12,5 | 13,2 | 13,9 | 14,7 |
|      | 6,5% | 8,3           | 8,7  | 9,1  | 9,5  | 9,9  | <b>10,3</b> | 10,8 | 11,4 | 12,0 | 12,6 | 13,3 |
|      | 6,7% | 7,6           | 7,9  | 8,3  | 8,6  | 9,0  | 9,4         | 9,9  | 10,4 | 10,9 | 11,5 | 12,1 |
|      | 6,9% | 7,0           | 7,3  | 7,6  | 7,9  | 8,2  | 8,6         | 9,0  | 9,5  | 9,9  | 10,4 | 11,0 |
|      | 7,1% | 6,4           | 6,6  | 6,9  | 7,2  | 7,5  | 7,9         | 8,2  | 8,6  | 9,0  | 9,5  | 10,0 |
|      | 7,3% | 5,8           | 6,0  | 6,3  | 6,6  | 6,8  | 7,2         | 7,5  | 7,8  | 8,2  | 8,6  | 9,1  |
|      | 7,5% | 5,2           | 5,5  | 5,7  | 5,9  | 6,2  | 6,5         | 6,8  | 7,1  | 7,5  | 7,8  | 8,2  |

Tabell 26. Sensitivitetsanalyse.

Som vist tidligere har vi brukt en terminalvekst (TGR) på 2% og WACC på 6,72%.

Dette gir en verdi på 10,3, som illustrert i midten av tabellen ovenfor. Dersom

WACC holdes konstant, mens TGR øker med ett prosentpoeng, vil den nye

estimerte verdien øke med 3 kroner per aksje. På den annen side ser vi at en

reduksjon i TGR på ett prosentpoeng vil redusere verdien med 2 kroner.

Reduksjonen er likevel kun 5% under markedsprisen på verdsettelsestidspunktet,

mens tilsvarende økning i TGR på ett prosentpoeng er 50% over dagens pris.

Hvis det derimot er WACC som reduseres, mens TGR holdes konstant, vil den

estimerte verdien øke. Dette skyldes at kontantstrømmene til totalkapitalen

neddiskonteres med en lavere kapitalkostnad. Motsatt vil en økning i WACC

redusere verdien.

Med andre ord vil små endringer i verdidriverne føre til betydelige konsekvenser

for den estimerte aksjekursen. Dette understreker viktigheten av å rette fokuset

mot verdidriverne.

## 10.2 Scenarioanalyse

Prognosene for fremtidige kontantstrømmer som ble utarbeidet i kapittel 8 baseres på hva vi mener er det mest sannsynlige scenarioet basert på en helhetlig vurdering av både regnskapsanalyse og strategisk analyse. Som vi belyste i kapittel 4.2 er verdi en subjektiv oppfatning. Vi bør derfor også vurdere alternative scenarioer for å få et mer helhetlig bilde av usikkerheten knyttet til verdsettelsen. Vi vil derfor nå utarbeide et pessimistisk og optimistisk scenario. Ettersom vi ovenfor allerede har vurdert sensitiviteten med hensyn på endringer i WACC og TGR holdes disse konstant, mens andre verdidrivere endres.

### 10.2.1 Pessimistisk scenario

De siste årene har vi sett en sterk trend der unge prioriterer styrketrening fremfor fritidsaktiviteter. Vi tror fortsatt at det vil være en viss vridning fra fullservice- til lavprissentrene de neste årene, men at man potensielt kun vil se en intern vridning av eksisterende kunder som går fra SATS til Fresh Fitness i Norge. Derfor ser vi for oss en lavere vekst i Norge enn modellert i base-case.

I Sverige er det allerede tatt utgangspunkt i en forholdsvis lav medlemsvekst, men at den høye inflasjonen også reflekteres i økende ARPM. Ettersom SATS ikke har et lavpristilbud i Sverige kan det være at den nåværende svært høye inflasjonen tillater SATS å øke ARPM, men at de i større grad må konkurrere på pris for å holde på medlemmene. Derfor reduseres ARPM.

Som vi har sett tidligere i oppgaven, er det i Finland høyere rivalisering innad i bransjen enn i Norge og Sverige. Derfor ser vi for oss i et pessimistisk scenario at marginene blir ytterligere presset, og legger derfor inn en reduksjon i modellen.

I Danmark ønsker vi ikke å endre ARPM, ettersom prisene allerede er markant lavere enn for resten av SATS. Derimot ser vi for oss en noe lavere vekst enn først antatt.



Til slutt legger vi også inn en liten økning i investeringer i antall sentre. SATS har et uttalt mål om å optimalisere nåværende sentre, men dersom dette ikke skjer tror vi økningen i medlemmer per senter kan være en begrensende faktor for kundenes opplevelse av kvaliteten og plass på treningssentrene.

### **10.2.2 Optimistisk scenario**

I et optimistisk scenario ser vi for oss at vridningen i Norge de neste årene ikke blir som forventet mot lavprissentrene. Dermed kan ARPM i mye større grad opprettholdes. Sett bort fra et lite fall i 2023, forventes det at veksten i et optimistisk scenario vil bryte det øverste nivået på historisk vekstintervall.

I Sverige vil også SATS å holde en høyere vekst i medlemsmassen. Vi tror SATS treffer godt på sin strategi som ledende aktør innen fullservicesegmentet, og kan dra ytterligere fordeler av sine stordriftsfordeler. Videre antas det at sentralbanken får kontroll over inflasjonen, og at kjøpekraften ikke svekkes like mye som først antatt.

I Danmark ser vi det som sannsynlig i et optimistisk scenario at SATS ikke er avhengig av å prise seg vesentlig lavere enn resten av kjeden. SATS har nylig fokusert sin satsing mot Københavnområdet, og vi ser for oss at de kan ta markedsandeler fra den ledende aktøren Fitness World raskere enn antatt.

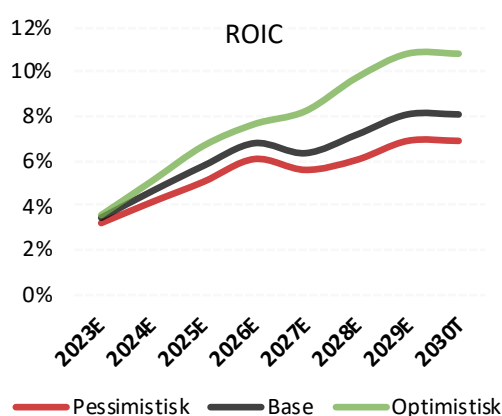
I Finland vil det i et optimistisk scenario være mindre rivalisering enn antatt. Derfor klarer ELIXIA å øke marginene, mens medlemsveksten forblir uendret fra base-case.

Som beskrevet for base-case i kapittel 8, har vi antatt at leien av lokalene vil bli dyrere utover i prognoseperioden ettersom det vil stilles økte krav fra myndighetene om energieffektive bygninger. I et optimistisk scenario tror vi myndighetene vil bidra med støttepakker for å redusere kostnadsbyrden. Derfor halverer vi den forventede økningen.

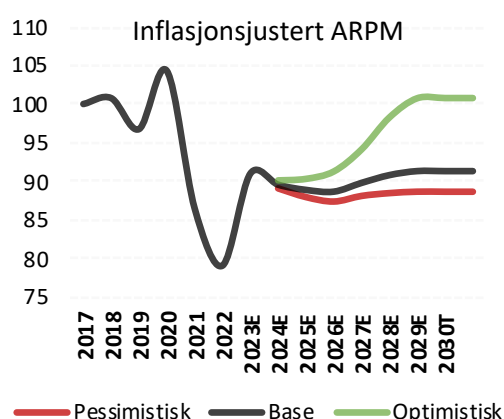
### 10.2.3 Fremstilling av scenarioanalyser

Ved å endre verdidriverne som beskrevet ovenfor vil vi få nye estimerte verdier av aksjene i SATS. Nåverdimodellene estimerer verdi per aksje til 5,07 i det pessimistiske scenarioet og 21,57 i det optimistiske scenarioet. Dette er et forholdvis stort spenn, men med den økonomiske usikkerheten på verdsettelsestidspunktet er det vesentlig vanskeligere å vurdere hvor raskt SATS kan komme tilbake etter pandemien.

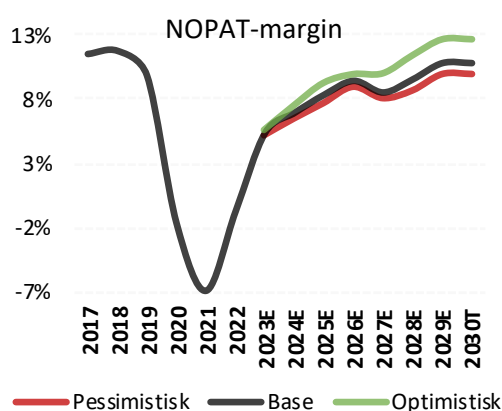
Følgende grafiske fremstilling viser forskjellene mellom scenarioene:



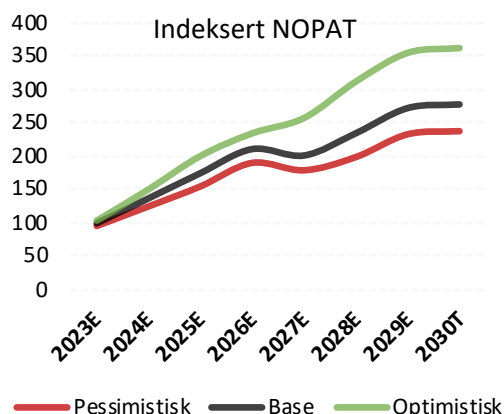
Figur 33. Estimert ROIC.



Figur 34. Inflasjonsjustert ARPM..



Figur 35. NOPAT-margin.



Figur 36. Indeksert NOPAT.

Som vist ovenfor estimerer vi en reversering av NOPAT-marginen til før-pandemiske nivåer utover i prognoseperioden. Vi ser også at base-case beregnes å være noe nærmere de pessimistiske anslagene enn de optimistiske. Ved å inflasjonsjustere historisk ARPM ser vi at prisene som estimeres fremover er

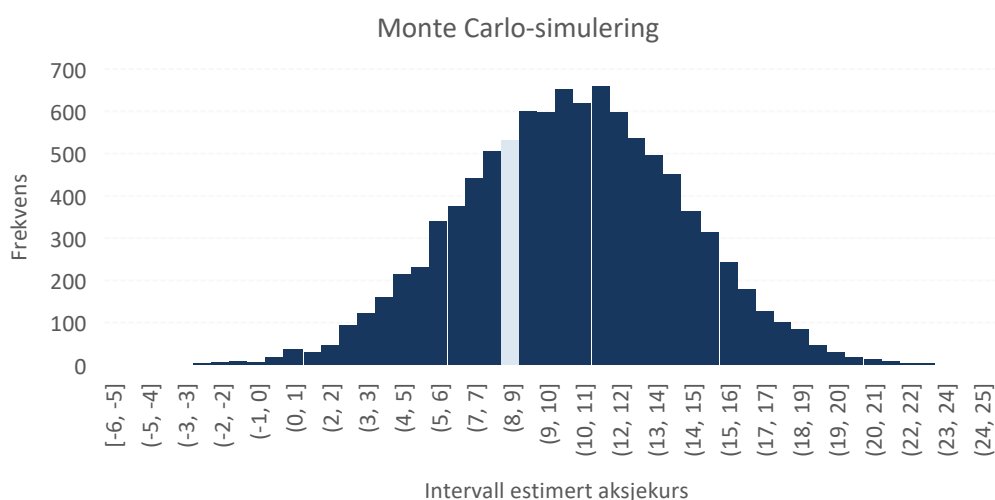
lavere enn det historiske gjennomsnittet for både pessimistisk scenario og base-case. Her bør det med andre ord være gode muligheter for at ARPM justeres oppover dersom de makroøkonomiske utfordringene blir mindre enn ventet.

### 10.3 Monte Carlo-simulering

Ved å utføre en Monte Carlo-simulering kan vi teste en rekke forskjellige utfall for bestemte verdidrivere. Dette vil gi en sannsynlighetsdistribusjon for ulike egenkapitalverdier (Kaldestad & Møller, 2016, s. 407).

Inntektene i SATS har sett en betydelig variasjon både før og gjennom pandemien. For å forstå usikkerheten knyttet til de prognostiserte inntektene har vi kjørt 10 000 simuleringer med et standardavvik basert på historisk data.

Gjennomsnittet av simuleringene gir en verdi på 10,32. Konkursrisikoen estimeres til 0,46%. Aksjeprisen per 31.12.2022 er markert med grått i histogrammet nedenfor. Vi ser dermed at majoriteten av simuleringene ligger høyere enn dagens markedspris. Videre legger vi også merke til et forholdsvis stort utfallsområde, og dette underbygger viktigheten av grundige analyser rundt inntektene.



Figur 37. Monte Carlo-simulering med hensyn på inntektsvekst.

## 11 Drøfting av analyseresultatene

Verdivurderingene i denne oppgaven har resultert i en gjennomsnittlig estimert verdi per aksje på NOK 10,34 ved bruk av inntektsbasert tilnærming, og NOK 14,03 ved markedsbasert tilnærming. Dette indikerer en oppside fra aksjeprisen på verdsettelsestidspunktet på henholdsvis 17% og 59%.

SATS har vært gjennom noen svært utfordrende år med mange stengte sentre under pandemien. Det som skulle bli en positiv utgang av pandemien med lettelse på restriksjoner, er nå blitt til en ny utfordring knyttet til befolkningens bruk av treningsentre i en utfordrende periode med svekket kjøpekraft.

Vi mener derfor det har vært viktig å isolere inntektene i antall medlemmer og den gjennomsnittlige månedlige inntekten per medlem per land. På den måten har vi kunnet modellere endringer på tvers av landegrensene og på et forholdsvis detaljert nivå. Viktigheten av grundige estimater for inntektene bekreftes av Monte Carlo-simuleringen i kapittel 10.3. Videre har vi også estimert andre resultat- og balanseposter mot relevante verdidrivere.

Spørsmålet om prisen på medlemsabonnementene knyttes til den enkeltes verdivurdering av å ha tilgang på SATS sine sentre. For mange kan verdien av å ta vare på egen helse være langt høyere enn prisen på et medlemskap. På den annen side, kan den subjektive verdioppfatningen gjøre at man heller ønsker å prioritere annerledes når økonomien strammer seg til. Vi tror det er en sterk underliggende trend som gjør at treningscenterbransjen vil ha god medvind de neste årene. Dette har vi tydelig sett i statistikk fra Statistisk Sentralbyrå der det er en sterk økende trend i bruk av treningsentre. Den eldre befolkningens bruk av treningsentre har hatt en stabil og sterk vekst, og funn fra makroanalysene tyder på at yngre også foretrekker treningsentre fremfor annen fritidsaktivitet.

Gjennom scenarioanalysene har vi sett at det er et vidt spenn mellom estimatene for pessimistisk og optimistiske scenarioer. Vårt base-case for SATS er plassert på en slik måte at vi hensyntar et forholdsvis stort fall i ARPM. Vi anser derfor nedsiderisikoen som noe mindre enn oppsiderisikoen. På den annen side, har vi

lagt til grunn at SATS klarer å optimalisere sine eksisterende sentre og dermed tåler en noe høyere medlemsmasse per senter. Dette er i tråd med selskapets egne uttalelser.

Ettersom den relative verdsettelsen tar utgangspunkt i at selskapene er helt sammenlignbare, ønsker vi å vekte ned den relative verdivurderingen i forhold til nåverdivurderingene. Siden det ikke er noen andre børsnoterte selskaper i Norge som opererer innenfor samme bransje og med samme klubbportefølje, kan det knyttes noe usikkerhet til relevansen av den relative verdivurderingen. Vi vektlegger derfor den inntektsbaserte tilnærmingen med 80% og den relative verdivurderingen med 20%. Det gir følgende estimerte fundamentalverdi per aksje i SATS:

$$\text{Estimert verdi per aksje} = 10,34 \times 0,8 + 14,03 \times 0,2 = 11,08$$

## 12 Kritikk av analysen

En verdsettelse baseres på subjektive vurderinger, og det er dermed lite trolig at en annen analytiker vil oppnå nøyaktig samme resultat. Videre er det også svært mye informasjon som oppdateres daglig.

Som tidligere kunder hos SATS og andre kjeder, hadde vi allerede en formening om SATS' posisjon i markedet før oppgaveskrivingen begynte. Ideelt sett kunne det vært interessant å gjøre en grundig sammenligning av de forskjellige sentrene ved å fysisk oppsøke dem. Dette ville vært en potensielt svært omfattende prosess, men kunne gitt interessant innsikt i eventuell variasjon i kvaliteten på sentrene.

I noen deler av oppgaven har vi måttet ta noen forutsetninger som følge av mangel på informasjon og datagrunnlag. Disse forutsetningene har blitt påpekt løpende i oppgaven når det har vært behov. Vi ønsker likevel å gi en liten oppsummering her på de forutsetningene vi har tatt.

Vi har som vist tidligere benyttet kapitalverdimodellen. Dette er en modell som tar en rekke forutsetninger om individuell atferd og markedsstruktur, og har blitt

påpekt av kritikere som restriktive og urealistiske forutsetninger. Modellen har blant annet blitt kritisert for å forutsette at alle investorer er rasjonelle.

SATS oppgir ikke eksakt lånerente i rapportene sine, kun informasjon om at det er en risikofri rente pluss en ukjent margin. Vi har derfor måttet ta noen forutsetninger knyttet til gjeldsbeta og samlet gjeldskostnad. Dette er blant annet gjort ved å gi en syntetisk kredittvurdering av selskapet. Det vil derfor være noe usikkerhet knyttet til nøyaktigheten av estimatet.

For leieforpliktelsene har vi for de to første årene av den historiske analyseperioden justert for endringer i regnskapsstandard. Det er kun selskapet som har fullt ut utfyllende informasjon om leieforpliktelsene, så det knyttes noe usikkerhet til våre estimer. Vi vurderte det som viktig å få flest mulig sammenlignbare regnskapsperioder, ettersom de siste tre årene har vært preget av pandemi.

Regnearkene som er benyttet for all modellering er utarbeidet med tanke på at den enkelt skal kunne oppdateres underveis i oppgaven, og etter innlevering dersom man på et senere tidspunkt ønsker å estimere en ny fundamentalverdi. Ettersom verden er i kontinuerlig endring, vil vi trolig se på modellen med nye øyne ved en senere anledning.

## 13 Konklusjon

Målet med denne oppgaven er å svare på følgende problemstillingen:

*«Hva var den fundamentale aksjeverdien til SATS ASA per 31.12.2022?»*

Dette danner videre grunnlaget for underproblemstillingen:

*«Bør en fiktiv investor kjøpe, selge eller holde aksjen?»*

Basert på våre funn gjennom grundige analyser mener vi den fundamentale verdien av SATS på verdsettelsestidspunktet er NOK 11,08. Dette er en estimert verdi som er 25% høyere enn hva markedet priser SATS til. Vi tror selskapet står

ovenfor gode fremtidsutsikter, og vurderer oppsiderisikoen som høyere enn nedsiderisikoen.

Med utgangspunkt i den fundamentale aksjeverdien til SATS som estimeres å være NOK 11,08, vil vi anbefale den fiktive investoren å kjøpe aksjer i selskapet.

## 14 Litteraturreferanser

Baker, M. P., & Ruback, R. S. (1999). *Estimating Industry Multiples*. Harvard University.

[https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/EstimatingIndustry\\_b4e64d71-c8fd-4a5e-b31a-623d3a7d02bc.pdf](https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/EstimatingIndustry_b4e64d71-c8fd-4a5e-b31a-623d3a7d02bc.pdf)

Barney, J. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage.

*Thousand Oaks, CA: Sage Publications.*

<https://www.proquest.com/docview/215258436?parentSessionId=p1aUEgEWqcPOBZbxn6KrZ5s6b6fCcAjBDGZvBStGK8%3D&pq-origsite=primo&accountid=142923>

Blume, M. E. (1975). Betas and Their Regression Tendencies. *The Journal of*

*Finance*, 30(3), 785–795. [https://doi.org/10.1111/j.1540-](https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1975.tb01850.x)

[6261.1975.tb01850.x](https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1975.tb01850.x)

Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2014). *Investments* (Tenth edition). McGraw-Hill Education.

Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2009). *Fundamentals of financial management* (12th ed). South-Western Cengage Learning.

Brønnøysundsregisteret. (2023). *Brønnøysundregistrene*.

<https://w2.brreg.no/enhet/sok/detalj.jsp?orgnr=996739848>

Bøhren, Ø., Michalsen, D., & Øyvind Norli. (2017). *Finans: Teori og praksis*.

Fagbokforlaget.

Dalen, H. B. (2019, oktober 30). *Styrketrening stadig mer populært*. ssb.no.

<https://www.ssb.no/kultur-og-fritid/artikler-og-publikasjoner/styrketrening-stadig-mer-populaert>

Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for*



*determining the value of any asset* (3. ed). Wiley.

Damodaran, A. (2021). *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation, and Implications – The 2021 Edition*. *SSRN Electronic Journal*.

<https://doi.org/10.2139/ssrn.3825823>

Damodaran, A. (Regissør). (2014a, august 25). *Session 3: The Risk Free Rate*.

<https://www.youtube.com/watch?v=xV80dt1OZtQ>

Damodaran, A. (2014b, august 25). *Session 6: Cost of Debt and Capital*.

[https://www.youtube.com/watch?v=N\\_FH89DCdGs&list=PLUkh9m2BorqnKWu0g5ZUps\\_CbQ-JGtbi9&index=6](https://www.youtube.com/watch?v=N_FH89DCdGs&list=PLUkh9m2BorqnKWu0g5ZUps_CbQ-JGtbi9&index=6)

Damodaran, A. (2014c, august 25). *Session 21: The Essence of Real Options—*

*YouTube*. [https://www.youtube.com/watch?v=T1JKwzJ-](https://www.youtube.com/watch?v=T1JKwzJ-KMc&list=PLUkh9m2BorqnKWu0g5ZUps_CbQ-JGtbi9&index=21)

[KMc&list=PLUkh9m2BorqnKWu0g5ZUps\\_CbQ-JGtbi9&index=21](https://www.youtube.com/watch?v=T1JKwzJ-KMc&list=PLUkh9m2BorqnKWu0g5ZUps_CbQ-JGtbi9&index=21)

Damodaran, A. (Regissør). (2014d, september 27). *Valuation Tools Webcast #4:*

*Capitalizing Leases*. <https://www.youtube.com/watch?v=cxAM6p8dyS4>

Damodaran, A. (2023, januar 5). *Country Default Spreads and Risk Premiums*.

[https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

Danmarks Nationalbank. (2018). *Fastkurspolitik og ERM2*.

<https://www.nationalbanken.dk/da/pengepolitik/fastkursERM2/Sider/default.aspx>

Deloitte. (2022). *European Health and Fitness Market Report 2022*. Deloitte.

[https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/consumer-business/EHFMR\\_2022\\_Auszug\\_Report.pdf](https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/consumer-business/EHFMR_2022_Auszug_Report.pdf)

Demirakos, E. G., Strong, N. C., & Walker, M. (2004). What Valuation Models Do Analysts Use? *Accounting Horizons*, 18(4), 221–240.

<https://doi.org/10.2308/acch.2004.18.4.221>

Doyle, J. T., Lundholm, R. J., & Soliman, M. T. (2003). The Predictive Value of Expenses Excluded from Pro Forma Earnings. *Review of Accounting Studies*, 8(2/3), 145–174. <https://doi.org/10.1023/A:1024472210359>

Dyrnes, S. (2011). *Moderne forretningsjus II*. Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.

Eisenhardt, K. M., & Martin, J. A. (2000). Dynamic capabilities; What are they? *Strategic Management Journal*.

Eriksen, N. (2023). *Forbrukertillit: - Største krisa som er målt*.

<https://borsen.dagbladet.no/nyheter/storste-krisa-som-er-malt/79374108>

Ertesvåg, F., & Bakken, J. (2023). *Mange unge flytter treningen fra idrettslag til treningssenter—VG*.

<https://www.vg.no/nyheter/innenriks/i/5BrBGK/mange-unge-flytter-treningen-fra-idrettslag-til-treningssenter>

Eurostat. (2023). *Statistics | Eurostat*.

<https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tps00002/default/table?lang=en>

Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427–465. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x>

Fama, E. F., & French, K. R. (2004). The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. *Journal of Economic Perspectives*, 18(3), 25–46.

<https://doi.org/10.1257/0895330042162430>

Finansdepartementet. (2018). *Bakgrunn og de viktigste endringene*.

<https://www.regjeringen.no/no/dokumentarkiv/regjeringen-solberg/aktuelt-regjeringen-solberg/fin/pressemeldinger/2018/ny-forskrift-for-engepolitikken/bakgrunn-og-de-viktigste-endringene/id2592556/>

Finansdepartementet. (2022, desember 19). *Et helhetlig skattesystem*.

Regjeringen.no. <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2022-20/id2951826/>

Fjellstad, Ø. D., & Lunnan, R. (2018). *Strategi*. Fagbokforlaget.

Gjønnnes, S. H., & Tangenes, T. (2016). *Økonomisk Styring 2.0*. Fagbokforlaget.

Gleditsch, R. F. (2020, juni 3). *Et historisk skifte: Snart flere eldre enn barn og unge*. ssb.no. <https://www.ssb.no/befolkning/artikler-og-publikasjoner/et-historisk-skifte-flere-eldre-enn>

Green, J. L., Camilli, G., Elmore, P. B., & American Educational Research Association (Red.). (2006). *Handbook of complementary methods in education research*. Lawrence Erlbaum Associates ; Published for the American Educational Research Association.

Handelshøyskolen BI. (2023). *Norsk kundebarmeter. Et forskningsprosjekt ved Handelshøyskolen BI*. Handelshøyskolen BI.

<https://www.bi.no/forskning/norsk-kundebarmeter/om-norsk-kundebarmeter/>

Hellevik, O. (1999). *Forskningsmetode i sosiologi og statsvitenskap* (6. utg.). Universitetsforlaget.

IFRS Foundation. (u.å.). *IFRS 16 Leases*. Hentet 12. april 2023, fra

<https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-16-leases/>

IVSC. (2010). *Exposure draft proposed new international valuation standards*.

<https://www.ivsc.org/wp-content/uploads/2021/10/Exposure-Draft-1-Jun-10-release-web.pdf>

Jensen, M. C., Black, F., & Myron S., S. (1972). The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests. I *The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests*. Praeger Publishers Inc.

Johannessen, A., Christoffersen, L., & Tufte, P. A. (2020). *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag* (4. utg.). Abstrakt forlag AS.

Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2. utg.). Fagbokforlaget.

Karlsen, C., & Seth, W. (2020). *Standard, Premise, and Level of Value in Business Valuations*. <https://www.berrydunn.com/webfiles/Standard-Premise-Level-of-Value-in-Business-Valuations.pdf>

Kinserdal, F. (2017). *Verdsettelse – ulike metoder gir samme verdi*. Magma.

Klima- og miljødepartementet. (2021, oktober 22). *Klimaendringer og norsk klimapolitikk*. <https://www.regjeringen.no/no/tema/klima-og-miljo/innsiktsartikler-klima-miljo/klimaendringer-og-norsk-klimapolitikk/id2636812/>

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (Seventh edition). Wiley.

Lintner, J. (1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13. <https://doi.org/10.2307/1924119>

Liu, J., Nissim, D., & Thomas, J. (2002). Equity Valuation Using Multiples. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 135–172. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00042>

Lorenz, D., & Sielaff, C. (2012). *Unlevering & Relevering Betas with Divergent Tax Rates*.

[https://www.ijeronline.com/documents/volumes/Vol%203%20Iss%205/ijer2012v3i5%20\(8\)a.pdf](https://www.ijeronline.com/documents/volumes/Vol%203%20Iss%205/ijer2012v3i5%20(8)a.pdf)

*Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven)—Kapittel 3. Generelle atferdsbestemmelser mv. - Lovdata.* (u.å.). Hentet 18. mai 2023, fra [https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2007-06-29-75/KAPITTEL\\_2-1#KAPITTEL\\_2-1](https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2007-06-29-75/KAPITTEL_2-1#KAPITTEL_2-1)

Mauboussin, M. J., & Callahan, D. (2014). *Calculating Return on Invested Capital*. [https://research-doc.credit-suisse.com/docView?language=ENG&format=PDF&sourceid=csplusresearchchcp&document\\_id=806230540&serialid=dBve3cH%2BHSFm1zoXnWVgk wZUHD2g0c1RqyUyHTE3o%2BM%3D&cspld=null](https://research-doc.credit-suisse.com/docView?language=ENG&format=PDF&sourceid=csplusresearchchcp&document_id=806230540&serialid=dBve3cH%2BHSFm1zoXnWVgk wZUHD2g0c1RqyUyHTE3o%2BM%3D&cspld=null)

Meisfjord, V. M. (2023, mai 3). *Nytt forslag kan gjøre treningen din dyrere: – Det er absurd*. <https://www.aftenposten.no/sprek/i/jlp68o/nytt-forslag-kan-gjoere-treningen-din-dyrere-det-er-absurd>

Moody's Corporation. (2022). *Government of Norway – Aaa stable*. <https://www.norges-bank.no/contentassets/65ed68bc853049f7bb671568e77a1489/moodys-11-2022.pdf?v=11/10/2022134402>

Norges Bank. (u.å.). *Styringsrenten*. Hentet 3. mai 2023, fra <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/>

Norges Bank. (2018). *Ofte stilte spørsmål om pengepolitikk, inflasjon og styringsrenten*. <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/faq-pengepolitikk/>

Norges Bank. (2021a). *Norges Banks pengepolitiske strategi*.

<https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/pengepolitisk-strategi/>

Norges Bank. (2021b). *Styringsrenten og Nowa. Syntetiske statsrenter*.

[https://app.norges-](https://app.norges-bank.no/query/index.html#/no/interest?interesttype=GBON&duration=10Y&frequency=M&startdate=2013-05-26&stopdate=2022-12-31)

[bank.no/query/index.html#/no/interest?interesttype=GBON&duration=1](https://app.norges-bank.no/query/index.html#/no/interest?interesttype=GBON&duration=10Y&frequency=M&startdate=2013-05-26&stopdate=2022-12-31)

[0Y&frequency=M&startdate=2013-05-26&stopdate=2022-12-31](https://app.norges-bank.no/query/index.html#/no/interest?interesttype=GBON&duration=10Y&frequency=M&startdate=2013-05-26&stopdate=2022-12-31)

Norges Bank. (2023). *Statslån—Generiske Renter*. [https://app.norges-](https://app.norges-bank.no/query/index.html#/no/genericrates?interesttype=GBON&duration=10Y&frequency=B&startdate=2022-04-21&stopdate=2023-01-02)

[bank.no/query/index.html#/no/genericrates?interesttype=GBON&durati](https://app.norges-bank.no/query/index.html#/no/genericrates?interesttype=GBON&duration=10Y&frequency=B&startdate=2022-04-21&stopdate=2023-01-02)

[on=10Y&frequency=B&startdate=2022-04-21&stopdate=2023-01-02](https://app.norges-bank.no/query/index.html#/no/genericrates?interesttype=GBON&duration=10Y&frequency=B&startdate=2022-04-21&stopdate=2023-01-02)

Norges Bank. (2014, september 10). *Diskusjonsnotat om friflytjusteringer /*

*Norges Bank Investment Management*.

[https://www.nbim.no/no/oljefondet/nyheter/2014/discussion-note-on-](https://www.nbim.no/no/oljefondet/nyheter/2014/discussion-note-on-free-float-weighting-schemes/)

[free-float-weighting-schemes/](https://www.nbim.no/no/oljefondet/nyheter/2014/discussion-note-on-free-float-weighting-schemes/)

OECD & WHO. (2023). *Step Up! Tackling the Burden of Insufficient Physical*

*Activity in Europe*. Publishing, Paris. [https://doi.org/10.1787/500a9601-](https://doi.org/10.1787/500a9601-en)

[en](https://doi.org/10.1787/500a9601-en)

Opinion. (2022, mars 27). Rekordlav forbrukertillit i mars. *Opinion*.

<https://opinion.no/2022/03/rekordlav-forbrukertillit-i-mars/>

Oslo Børs. (2022). *Oslo Rule Book II - Issuer Rules*.

[https://www.euronext.com/sites/default/files/2022-](https://www.euronext.com/sites/default/files/2022-06/Oslo%20Rule%20Book%20II%20-%20Issuer%20Rules%20%28English%20version%29.pdf)

[06/Oslo%20Rule%20Book%20II%20-%20Issuer%20Rules%20%28English%](https://www.euronext.com/sites/default/files/2022-06/Oslo%20Rule%20Book%20II%20-%20Issuer%20Rules%20%28English%20version%29.pdf)

[20version%29.pdf](https://www.euronext.com/sites/default/files/2022-06/Oslo%20Rule%20Book%20II%20-%20Issuer%20Rules%20%28English%20version%29.pdf)

Parr, O. S. (2019, januar 31). *Analysesjef: Da vil butikkdøden ta av i Norge*.

[https://www.hegnar.no/nyheter/eiendom/2019/01/analysesjef-da-vil-](https://www.hegnar.no/nyheter/eiendom/2019/01/analysesjef-da-vil-butikkdoeden-ta-av-i-norge)

[butikkdoeden-ta-av-i-norge](https://www.hegnar.no/nyheter/eiendom/2019/01/analysesjef-da-vil-butikkdoeden-ta-av-i-norge)

- Plenborg, T., & Kinserdal, F. (2021). *Financial statement analysis: Valuation, credit analysis, performance evaluation* (2nd edition). Fagbokforlaget.
- Porter, M. E. (1996). What is strategy? *Harvard Business Review*.
- Porter, M. E. (1998). *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. Free Press.
- Proff. (2023). *Proff.no*. <https://www.proff.no/selskap/sats-asa/oslo/kroppspoleie-og-fysisk-velv%C3%A6re/IGHFLE010P5/>
- PwC. (2018). *Regnskapsføring av leiekontrakter etter IFRS 16*.
- PwC. (2019). *Årsrapporten nesten død*.  
<https://kommunikasjon.ntb.no/pressemelding/arsrapporten-nesten-dod?publisherId=3255928&releasId=17870280>
- PwC. (2022). *Risikopremien i det norske markedet—Desember 2022*.  
<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2022.pdf>
- Refinitiv. (2023a). *FX Rates* [Data set].
- Refinitiv. (2023b). *Inflation Rates* [Data set].
- Refinitiv. (2023c). *Oslo Exchange Mid Cap Index* [Data set].
- Refinitiv. (2023d). *SATS ASA* [Data set].
- Robert J., S. (1981). Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends? *The American economic review*.
- Roll, R. (1977). A critique of the asset pricing theory's tests Part I: On past and potential testability of the theory. *Journal of Financial Economics*, 4(2), 129–176. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90009-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90009-5)
- Santos, B. (2022, mai 18). *EU wants rooftop PV mandate for public, commercial buildings by 2027, residential by 2029*. <https://www.pv-magazine.com/2022/05/18/eu-wants-rooftop-pv-mandate-for-public->

commercial-buildings-by-2025-residential-by-2029/

SATS. (2019a). *Informasjonsbrosjyre SATS*. <https://satsgroup.com/files/sats-informasjonsbrosjyre/>

SATS. (2019b). *Initial Public Offering*. <https://satsgroup.com/files/sats-ipo-prospectus/>

SATS. (2021). *SATS Annual Report 2020*. <https://satsgroup.com/wp-content/uploads/2021/04/SATS-ASA-Annual-Report-2020.pdf>

SATS. (2022). *SATS Logo*. <https://www.mynewsdesk.com/dk/sats-dk/images/logo-1808016>

SATS. (2023a). *SATS Annual Report 2022*. <https://satsgroup.com/wp-content/uploads/2023/04/SATS-ASA-Annual-Report-2022.pdf>

SATS. (2023b). *About SATS*. SATS Group. <https://satsgroup.com/about-sats/>

Saunders, M. N. K., Lewis, P., & Thornhill, A. (2007). *Research methods for business students* (4th ed). Financial Times/Prentice Hall.

Sharpe, W. F. (1964). CAPITAL ASSET PRICES: A THEORY OF MARKET EQUILIBRIUM UNDER CONDITIONS OF RISK\*. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>

Solow, R. M., & Samuelson, P. A. (1960). *Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy* (The American Economic Association, Bd. 50, s. 177–194).

SSB. (2023). *Norsk økonomi er ved et vendepunkt*. SSB. <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/konjunkturer/statistikk/konjunkturtendensene/artikler/norsk-okonomi-er-ved-et-vendepunkt>

Stambaugh, R. F. (1982). On the exclusion of assets from tests of the two-parameter model. *Journal of Financial Economics*, 10(3), 237–268.



[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(82\)90002-2](https://doi.org/10.1016/0304-405X(82)90002-2)

Wernerfelt, B. (1984). A Resource-based View of the Firm. *Strategic Management Journal*.