

Jørgen Wiig

Håkon Opedal

Bacheloroppgave ved Handelshøyskolen BI



Verdsettelse av Nordic Sportsmaster AS

BTH 9503 – Bacheloroppgave i Økonomistyring og investeringsanalyse

Innleveringsdato:

06.06.2013

**Stuedsted:
BI Trondheim**

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

Forord

Denne bacheloroppgaven innenfor spesialiseringen Økonomistyring og investeringsanalyse markerer avslutningen på tre lærerike år ved Handelshøyskolen BI. Arbeidet med å innhente relevant teori startet tidlig i vårsemesteret, og oppgaven har blitt til etter hvert som vi har behersket pensum. Det har vært en meget lærerik og interessant prosess med mange utfordringer underveis. Vi har forsøkt å angripe utfordringer underveis etter beste evne og være løsningsorienterte. Etter mye arbeid sitter vi igjen med et resultat vi er tilfreds med.

Vi vil takke foreleser og veileder Olav Lilleberg for gode råd og veiledning underveis. Videre ønsker vi også å takke Frode Ingvaldstad og Paul Einar Borgen i Nordic Sportsmaster AS. Dere har bistått med mye relevant informasjon og tips gjennom hele prosessen.

Trondheim, 2 juni 2013



Jørgen Wiig



Håkon Opedal

Sammendrag

Hensikten med denne oppgaven har vært å finne verdien av Nordic Sportsmaster AS. Sportsmaster leverer alt av treningsapparater direkte fra fabrikk uten fordyrende mellomledd. Utvalget er stort og de leverer et bredt produktsortiment til hjemmetrening, treningssentere og bedrifter. Selskapet eies av Frode Ingvaldstad og Paul Einar Borgen. Problemstillingen for oppgaven er som følger:

- *Hva er verdien av Nordic Sportsmaster AS for eierne som et going concern?*

For å besvare denne problemstillingen på en tilfredsstillende måte har vi måttet kartlegge både interne og eksterne forhold, samt gjennomgått historiske regnskap for både Sportsmaster og deres konkurrenter. I internanalysen startet vi med å identifisere Sportsmasters posisjon i livssyklusen. Vi konkluderte med at de befinner seg i kategori 3 som indikerer stor vekst i driftsinntekter. Videre avdekket vi at de har skaffet seg varige konkurranse fortrinn i form av god beliggenhet og godt omdømme. I den eksterne analysen har vi sett på makroøkonomiske faktorer som vil ha innvirkning på Sportsmasters drift. Styringsrenten og valutakurser er største usikkerhetsmomenter i fremtiden, da innkjøp av varer handles i dollar. Ellers viser det seg at Sportsmaster befinner seg i et marked i vekst og de tar stadig større markedsandeler. Resultatene fra regnskapsanalysen indikerer at Sportsmaster har en meget solid økonomi. Selskapet er tilnærmet gjeldsfritt og det er liten sannsynlighet for konkurs i nærmeste fremtid.

Ettersom resultatene fra analysene var klare presenterte vi den teorien vi følte var relevant for å kunne besvare problemstillingen. Vi har valgt å benytte oss av to kontantstrømbaserte modeller og en resultatbasert metode for å sammenlikne funnene av disse. Neste steg i prosessen var da å begynne med budsjettering av fremtidige kontantstrømmer. Budsjettet strekker seg syv år frem i tid, og tar utgangspunkt i resultatene vi kom frem til i analysene. Videre måtte vi sette et avkastningskrav som gjenspeiler den systematiske risikoen i Sportsmaster. Vi har benyttet en integrert risikoanalysemodell, da det ikke er noen sammenliknbare børsnoterte selskaper. Vi kom frem til et nominelt avkastningskrav for egenkapitalen etter skatt på 12%, som også er gjeldene for totalkapitalen ettersom selskapet ikke har noen rentebærende gjeld. Med dette til grunn beregnet vi verdien av selskapet til å være **kr 32 078 430**. Det ble benyttet tre ulike modeller, med et lite avvik i verdi. Grunnet usikkerheter ved verdsettelsen ble det avslutningsvis gjennomført en sensitivitetsanalyse for å se i hvilken grad selskapsverdien ble påvirket av endring av variabler.

Innholdsfortegnelse

1.0 Innledning	1
1.1 Valg av oppgave og bedrift	1
1.2 Begrensninger	1
1.3 Formål og problemstilling.....	1
1.4 Bedriftsbeskrivelse.....	2
1.5 Visjon og forretningsidé.....	2
2.0 Metode og dataanalyse	3
2.1 Undersøkellesdesign	3
2.1.1 Eksplorativt design.....	3
2.1.2 Deskriptivt design	3
2.1.3 Kausalt design	4
2.1.4 Valg av design	4
2.2 Datainnsamling	5
2.3 Reliabilitet og validitet	5
3.0 Strategisk analyse	5
3.1 Intern analyse	5
3.1.1 Livssyklusen til Sportsmaster.....	6
3.1.2 VRIO analyse	7
3.2 Eksternanalyse	9
3.2.1 Porters fem krefter	9
3.2.2 PESTEL analyse.....	14
3.3 SWOT analyse	19
4.0 Regnskapsanalyse	20
4.1 Lønnsomhetsanalyse	21
4.1.1 Totalkapitalrentabilitet.....	22
4.1.2 Totalkapitalens omløpshastighet	23
4.1.3 Resultatgrad.....	24
4.1.4 Egenkapitalrentabilitet	25
4.2 Likviditets og soliditetsanalyse	26
4.2.1 Likviditetsgrad 1.....	26
4.2.2 Rentedekningsgrad	27
4.2.3 Gjeldsgrad	28

4.2.4 Konklusjon av regnskapsanalysen	28
5.0 Verdsettelsesteori	29
5.1. Kontantstrømbaserte metoder	30
5.1.1 Totalkapitalmetoden	30
5.1.2 Egenkapitalmetoden.....	31
5.1.3 Terminalverdi.....	32
5.2 Resultatbasert metode	32
5.2.1 RIV-B	33
5.2.2 Terminalpremie	33
5.3 Avkastningskrav	34
5.3.1 Kapitalverdimodellen (CAPM)	34
5.3.2 Risikofri rente.....	34
5.3.3 Markedets risikopremie.....	35
5.3.4 Beta (β)	35
5.3.5 Likviditetspremie	36
5.3.6 Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC).....	37
6.0 Budsjettering	37
6.1 Lengden på en ekstraordinær vekstperiode	38
6.2 Estimer til fremtidsregnskap	40
6.2.1 Driftsinntekter	40
6.2.2 Varekostnad	41
6.2.3 Lønnskostnad.....	41
6.2.4 Avskrivninger	42
6.2.5 Andre driftskostnader.....	43
6.2.6 Netto finansposter.....	43
6.2.7 Fremtidsregnskap	44
6.3 Estimer til kontantstrøm	44
6.3.1 Investeringer	44
6.3.2 Arbeidskapital	45
6.3.3 Varelager.....	45
6.3.4 Fordringer	46
6.3.5 Bankinnskudd	46
6.3.6 Kortsiktig gjeld	46

6.3.7 Fremtidig arbeidskapital	47
6.4 Fremtidig egenkapital	47
6.5 Skatt	48
6.6 Evig vekst	48
7.0 Verdivurdering av Sportsmaster	48
7.1 Avkastningskravet til egenkapitalen	48
7.2 Avkastningskravet til totalkapitalen	51
7.3 Verdivurdering ved bruk av Totalkapitalmetoden	51
7.4 Verdivurdering ved bruk av Egenkapitalmetoden.....	52
7.5 Verdivurdering ved bruk av RIV-B metoden.....	53
8.0 Sensitivitetsanalyse	54
8.1 Endring i driftsinntekter	54
8.2 Endring i avkastningskrav	55
8.3 Endring evig vekst	56
8.4 Endring totale kostnader	56
8.5 Endring i dollarkurs	58
8.6 Oppsummering	59
9.0 Konklusjon	59
10.0 Oppgavekritikk	60
11.0 Referanseliste	62
11.1 Faglitteratur	62
11.2 Elektroniske kilder	63
Vedlegg	65
Vedlegg 1 – Resultatregnskap: 2008 - 2011	65
Vedlegg 2 – Balanseregnskap: 2008 - 2011	66
Vedlegg 3 – Tall fra konkurrenter	67
Vedlegg 4 – Resultatregnskap og balanse 2012	67
Vedlegg 5 – Fremtidige netto finansposter	67
Vedlegg 6 – Porters fem krefter	68

Tabell-liste

<i>Tabell 1 - Treningsvaner</i>	17
<i>Tabell 2 - Prosentvis endring i driftsinntekter</i>	40
<i>Tabell 3 - Beach Mountain prosentvis økning i driftsinntekter</i>	40
<i>Tabell 4 – Prosentvis endring i varekostnad</i>	41
<i>Tabell 5 – Prosentvis endring i lønnskostnader</i>	41
<i>Tabell 6 – Gjennomsnittlig lønnsutvikling innen varehandel</i>	42
<i>Tabell 7 - Prosentvis endring i avskrivninger</i>	42
<i>Tabell 8 - Fremtidig avskrivning</i>	42
<i>Tabell 9 – Prosentvis endring i driftskostnader</i>	43
<i>Tabell 10 – Prosentvis endring i netto Finansposter</i>	43
<i>Tabell 11 - Fremtidsregnskap for Sportsmaster</i>	44
<i>Tabell 12 - Prosentvis endring i investeringer</i>	44
<i>Tabell 13 – Prosentvis endring arbeidskapital</i>	45
<i>Tabell 14 - Prosentvis andel varelager av driftsinntekt</i>	45
<i>Tabell 15 - Prosentvis andel fordringer av driftsinntekt</i>	46
<i>Tabell 16 - Prosentvis andel bankinnskudd av driftsinntekt</i>	46
<i>Tabell 17 - Prosentvis endring i kortsiktig gjeld</i>	47
<i>Tabell 18 - Fremtidig arbeidskapital</i>	47
<i>Tabell 19 - Prosentvis endring i egenkapital</i>	47
<i>Tabell 20 - Fremtidig egenkapital</i>	48
<i>Tabell 21 - Integrert risikoanalysemodell</i>	49
<i>Tabell 22 - Beregning av risikotillegg</i>	50
<i>Tabell 23 - Avkastningskravt til egenkapitalen</i>	50
<i>Tabell 24 - Kapitalverdimodellen</i>	50
<i>Tabell 25 - Egenkapital- og gjeldsandel</i>	51
<i>Tabell 26 - Kontantstrøm til totalkapitalen</i>	52
<i>Tabell 27 - Kontantstrøm til egenkapitalen</i>	52
<i>Tabell 28 - RIV-B modellen</i>	53

Figur-liste

<i>Figur 1 - Graf over driftsinntekter fra 2003-2012 for Sportsmaster. Tall i 1000.....</i>	6
<i>Figur 2 - Valuation Issues across the Life Cycle</i>	6
<i>Figur 3 - VRIO modell.....</i>	9
<i>Figur 4 - Oversikt over konkurrenter.....</i>	10
<i>Figur 5 - Prognose for styringsrente (Norges Bank)</i>	16
<i>Figur 6 - Historisk utvikling for Valuta</i>	17
<i>Figur 7 - Andel befolkning med høyere utdanninge</i>	18
<i>Figur 8 - SWOT analyse</i>	19
<i>Figur 9 - Sportsmasters driftsinntekter 2003 - 2012.....</i>	20
<i>Figur 10 - Sportsmasters driftskostnader 2003 - 2013</i>	21
<i>Figur 11 - Totalkapitalrentabilitet i perioden 2003-2012.....</i>	22
<i>Figur 12 - Sportsmaster sammenliknet mot TKR gjennomsnitt av konkurrenter.....</i>	23
<i>Figur 13 - Totalkapitalens omløpshastighet 2003-2012.....</i>	23
<i>Figur 14 - Totalkapitalens omløpshastighet med gjennomsnitt av konkurrenter</i>	24
<i>Figur 15 - Resultatgrad i perioden 2003 - 2012</i>	25
<i>Figur 16 - Resultatgrad med gjennomsnitt av konkurrenter</i>	25
<i>Figur 17 - Egenkapitalrentabilitet etter skatt 2003-2011</i>	26
<i>Figur 18 - Likviditetsgrad 1 med gjennomsnitt av konkurrenter</i>	27
<i>Figur 19 - Rentedekningsgrad med gjennomsnitt av konkurrenter.....</i>	27
<i>Figur 20 - Gjeldsgrad med gjennomsnitt av konkurrenter.....</i>	28
<i>Figur 21 - Konkurs rating fra proff forvalt</i>	29
<i>Figur 22 – Endring i driftsinntekter</i>	54
<i>Figur 23 - Endringer i avkastningskrav</i>	55
<i>Figur 24 - Endring i evig vekst</i>	56
<i>Figur 25 - Endring i totale kostnader</i>	57
<i>Figur 26 - Valutakurs endringer</i>	58

1.0 Innledning

1.1 Valg av oppgave og bedrift

Vi har valgt fagområdet verdsetting da dette er et emne vi syntes er veldig interessant og ønsket å tilegne oss mer kunnskap innenfor. Temaet trekker inn relevant teori innenfor et bredt spekter av økonomiske fag vi har hatt ved Handelshøyskolen BI. Vi så derfor på dette som en ypperlig mulighet til å få anvendt teori og kunnskap i praksis.

Bakgrunnen for valg av bedrift er at den ene av gruppemedlemmene har bekjentskap til eierne av selskapet. Sportsmaster har vist seg å være en solid bedrift med stor vekst i omsetning siden oppstarten. Etter samtaler med eierne har det derfor vært gjensidig interesse fra begge parter innenfor temaet verdsetting.

1.2 Begrensninger

Begrensninger innenfor oppgaven kommer av bransjen Sportsmaster befinner seg i. Det er ingen tilsvarende selskaper som er børsnoterte. Dette fører til at enkelte deler av verdsettingen er basert på løpende forutsetninger og skjønnsmessige vurderinger ut i fra funnene i analysene. Det er også lagt til grunn at bedriften ikke foretar noen større strukturelle endringer i verdsettelsesperioden. Videre vil begrensninger bli redegjort der vi mener det er hensiktsmessig.

1.3 Formål og problemstilling

Formålet med denne oppgaven er å gjennomføre en verdivurdering av Nordic Sportsmaster AS fra eierens perspektiv. Vi kommer til å benytte oss av flere kjente verdsettelsesmodeller og sammenlikne resultatene for å gi et fornuftig estimat på teoretisk markedsverdi av selskapet. Med utgangspunkt i dette har vi utarbeidet følgende problemstilling:

- *Hva er verdien av Nordic Sportsmaster AS for eierne som et going concern?*

1.4 Bedriftsbeskrivelse

Nordic Sportsmaster importerer og selger treningsapparater direkte fra fabrikk uten fordyrende mellomledd. Selskapet ble etablert våren 2003 med en aksjekapital på 1 000 000 kr. Det eies av Frode Ingvaldstad og Paul Einar Borgen med en eierandel på 50 % hver. Sportsmaster disponerer et lokale på 700 m² fordelt på showrom, kontorer, verksted og et lite lager. Styret består av tre eksterne medlemmer med ledererfaring i tillegg til Ingvaldstad og Borgen.

Selskapet driftes av Ingvaldstad og Borgen som begge har bred erfaring innen næringsliv og idrett. I tillegg er det hentet inn nødvendig kompetanse for å bistå med salg, regnskap, web optimalisering, teknisk kunnskap og service.

Produktporteføljen består av treningsapparater beregnet på hjemmebruk, trening i små/mellomstore treningsentre, rehabiliteringsforetak og trimrom i idrettslag og bedrifter. Siden oppstarten i juni 2003 har Sportsmaster økt betydelig i omsetning. Bedriften har vokst fra 2 ansatte med en 50 % stilling til totalt 17 ansatte i 2013 fordelt på 10 årsverk. Selskapet har en fungerende selskaps- og forretningsstruktur i Norge, med periodevis stor arbeidsbelastning på hver enkelt.

Sportsmaster har i perioden 2006-2007 hatt operativ virksomhet gjennom datterselskap i Danmark. Aktivitetene i Danmark ble avviklet pga. svake resultater og dårlige utsikter til bedring. I Sverige var Sportsmaster aktiv gjennom datterselskap i perioden 2004 – 2008. Resultatutviklingen var negativ og påført morselskapet store tap de siste to årene og driften ble avviklet høsten 2008.

1.5 Visjon og forretningsidé

Visjonen er å være beste spesialforretning for funksjonelle treningsapparater med fokus på den aktive bruker. Nettsiden (sportsmaster.no) skal også være beste nettside for treningsapparater.

Forretningsideen er å selge kostnadseffektive treningsapparater direkte fra fabrikk uten fordyrende mellomledd. De har et bredt utvalg av treningsutstyr til hjemmetrening, bedrifter og treningsentre til svært gunstige priser.

Visjonen deres er å øke livskvaliten ved å bidra til mer effektiv trening og høyere treningsmotivasjon. Styrken til bedriften ligger i personlig veiledning fra kompetente medarbeidere som selv bruker mye tid på trening. De ansatte deler mer enn gjerne erfaringer og kompetanse med kundene slik at de finner produkter og treningsmetoder tilrettelagt deres behov.

2.0 Metode og dataanalyse

Definisjonen av metode er «planmessig fremgangsmåte». For å kunne nå en beslutning av en akademisk prosess, må metode og dataanalyse benyttes for å oppnå ønsket resultat. Hva som avgjør valg av metode defineres av problemstillingen til oppgaven og hvilke ressurser vi har til disposisjon (Gripsrud, Olsson og Silkoset, 2010).

2.1 Undersøkellesdesign

Undersøkellesdesign handler om hvordan analyse skal disponeres for å kunne løse den aktuelle problemstillingen. Det en må ha klart for seg er hvilke data som skal samles inn, hvordan dataene skal anskaffes, og hvordan de skal analyseres. Vi skiller mellom tre hovedtyper av design; *eksplorativt* (utforskende), *deskriptivt* (beskrivende), og *kausalt* (årsak-virkning).

2.1.1 Eksplorativt design

Målet med undersøkelsen vil i utgangspunktet være å forstå det aktuelle temaet. I startfasen av undersøkelsen kan det være aktuelt å utvikle ulike hypoteser om mulige sammenhenger innenfor temaet, kalt *hypotese-generering*. En vil deretter undersøke om det er faglitteratur innen temaet, og om det foreligger sekundærdata. Dersom dette ikke er tilgjengelig kan det være aktuelt med innsamling av primærdata. De vanligste teknikkene innen datainnsamling i dette tilfellet er dybdeintervju og gruppesamtaler (Gripsrud, Olsson og Silkoset, 2010).

2.1.2 Deskriptivt design

Analytikeren skal ha en grunnleggende forståelse innenfor det aktuelle temaet. Målet er å kunne beskrive og trekke sammenhenger mellom forskjellige variabler. Her kan man i likhet med eksplorativt design benytte sekundærdata.

Men det er viktig å benytte data basert på standardiserte og kvantitative undersøkelser. Dersom dataene i dette tilfellet ikke er tilgjengelig, kan en samle inn primærdata. Men her er det også viktig å benytte strukturerte undersøkelsesteknikker i form av spørreskjemaer tildelt et representativt utvalg (Gripsrud, Olsson og Silkoset, 2010).

2.1.3 Kausalt design

Videre ønsker analytikeren å undersøke ulike årsaksforklaringer igjennom et eksperiment. Dette vil avdekke om det er samvariasjon mellom variabler ved å manipulere enkelte av dem og se om dette hadde effekt på de øvrige. Vi skiller mellom *laboratorie-*, *felt-* og *kvasieksperiment*. Laboratorie- og felteksperiment består av en eksperimentgruppe og en kontrollgruppe, der eksperimentgruppen blir utsatt for manipulasjon. Deretter kan de avdekke om dette hadde noe effekt ved å utføre en posttest av resultatene. Kvasieksperimentet er noe enklere og utelater eksperiment- og kontrollgrupper. Den har derfor svakere utsagnskraft enn de øvrige eksperimentmetodene, men er tid og ressursbesparende (Gripsrud, Olsson og Silkoset, 2010).

2.1.4 Valg av design

I oppgaven vil vi ikke benytte et utelukkende undersøkelsesdesign, men alle tre avhengig av formålet med datainnsamlingen.

Vi kjenner til forskjellige verdsettelsesteorier, men har ikke dybdekunnskap i emnet. Vi vil i denne delen av oppgaven se etter litteratur og vi kommer hovedsakelig til å benytte sekundærdata. Denne delen av oppgaven vil bestå av et eksplorativt undersøkelsesdesign.

Vi har god kjennskap til Sportsmaster fra tidligere samarbeid og det finnes mye sekundærdata vi kan benytte i henhold til vår problemstilling og innen markedet. Vi har en god dialog med selskapet og har derfor tilgang til både offisielle og uoffisielle sekundærdata. Vi vil hovedsakelig bruke deskriptiv undersøkelsesdesign i analyse- og verdsettelsesdelen i oppgaven.

Oppgaven avsluttes med en scenarioanalyse der vi eksperimenterer med verdiestimatene vi har kommet fram til. Videre undersøker vi om manipulasjon av uavhengige variabler har en effekt på de avhengige variablene. Denne delen

vil dermed bestå av kausalt undersøkelsesdesign der kvasiek eksperimenter vil bli benyttet.

2.2 Datainnsamling

Vi vil bruke større mengder sekundærdata til tross for at dette er av lavere validitet, fordi dette gir oss bedre innsikt i temaet og styrker analysen. Vi begrenser oss derfor mest mulig til faglitteratur og anerkjente tidsskrifter.

Primærdata sikrer oss relevant informasjon tilegnet vår oppgave. Problemet med denne type datainnsamling er at den kan være tidkrevende. Vi har begrenset denne type datainnsamling, og har isteden hatt god dialog med eierne med den hensikt å innhente primærdata igjennom uformelle intervjuer.

2.3 Reliabilitet og validitet

Begrepene skal beskrive kvaliteten på datainnsamlingen. Reliabilitet skal måle undersøkelsens kvalitet og pålitelighet, mens validitet måler hvor godt undersøkelsen svarer til de forventninger som ble satt.

Da oppgaven hovedsakelig baserer seg på sekundærdata vil vi stille oss noe kritiske til dette. Vi vil dermed ta visse forhåndsregler ved at vi henter data fra profilerte og pålitelige kilder for å opprettholde en god reliabilitet og validitet i undersøkelsene.

3.0 Strategisk analyse

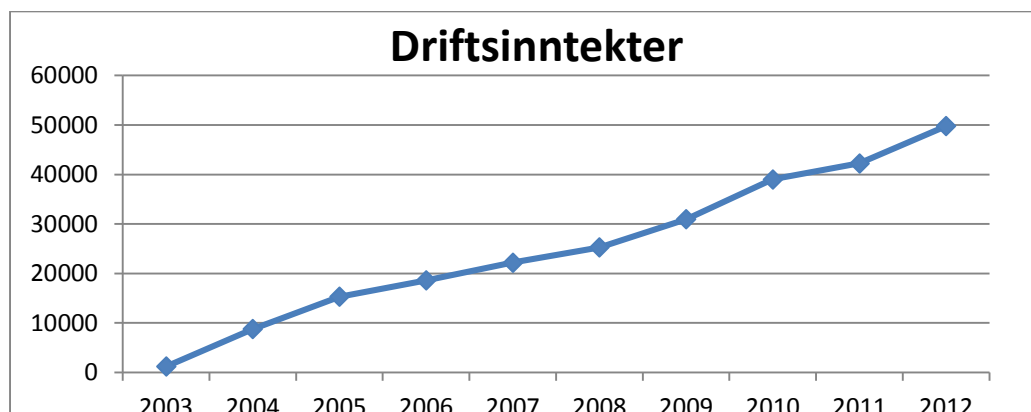
Vi skal i dette kapittelet gjennomføre analyser av interne, eksterne og makroøkonomiske forhold for å se hvilke utfordringer og muligheter bedriften har i fremtiden.

3.1 Intern analyse

Hensikten med internanalysen er å identifisere styrker og svakheter innad bedriften og hvilken posisjon de har i markedet (Løwendahl og Wenstøp, 2011).

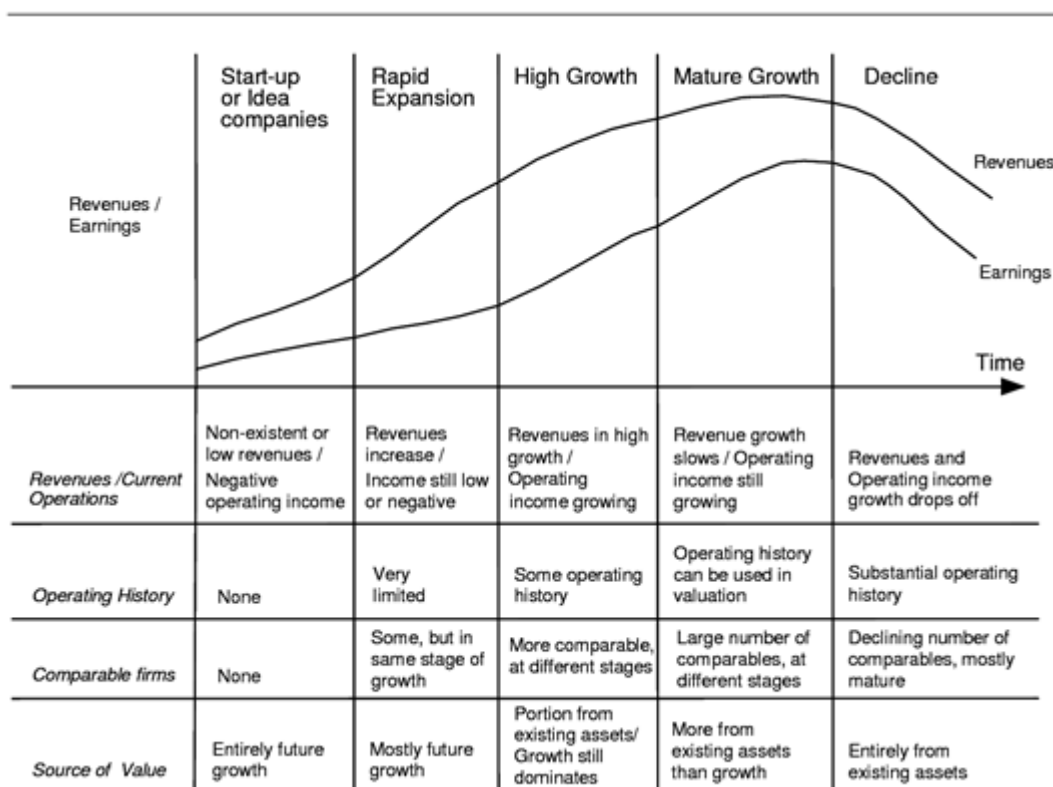
3.1.1 Livssyklusen til Sportsmaster

Alle selskaper går igjennom en livssyklus. Det er derfor vesentlig å kunne plassere selskapet i riktig kategori relativt tidlig i verdsettelsesprosessen. Første steg blir derfor å se på historisk utvikling i driftsinntekter.



Figur 1 - Graf over driftsinntekter fra 2003-2012 for Sportsmaster. Tall i 1000.

Siden oppstarten i 2003 har omsetningen økt drastisk hvert år. Med utgangspunkt i grafen over kan vi identifisere selskapets posisjon i livssyklusen.



Figur 2 - Valuation Issues across the Life Cycle

Vi har valgt å plassere Sportsmaster under kategori 3 – "High Growth". Typisk for slike selskaper er at de har funnet en slags nisje i et marked (Damodaran 2010,

9). For et selskap i denne kategorien er det grunn til å tro at inntektene vil fortsette å vokse i årene som kommer, men det er viktig å være kritisk til hvor lenge veksten vil vare. Veksten vil være avtagende ettersom selskapet ekspanderer. Videre er det vesentlig å ta med i vurderingen om det foreligger planer om investeringer for å kunne opprettholde inntektsveksten også i fremtiden. Dette er viktige momenter som skal vektlegges senere i budsjetteringsprosessen.

3.1.2 VRIO analyse

Vi gjennomfører en VRIO analyse for å identifisere bedriftens styrker og svakheter. Dette innebærer at vi skal finne den strategiske kjernen innad i bedriften. Måten dette gjennomføres på er at vi deler inn i følgende underkategorier som vi skal diskutere nærmere. Verdifulle (V), Sjeldne (R), Vanskelige å kopiere (I), og Organisering (O). Dersom de ulike ressursene oppfyller alle disse kravene vil dette gi svar på om de gir bedriften varige konkurransefortrinn (Løwendahl og Wenstøp, 2011, 188).

For å kunne utlede en VRIO analyse av bedriften er det vesentlig å identifisere deres kjernekompetanse.

Beliggenhet

Ut i fra våre vurderinger vil vi påstå at Sportsmaster har plassert seg meget strategisk. Deres lokaler i Fekjan 29 på Nesbru ligger langs gamle Drammensvei og er godt eksponert for bilister og andre forbipasserende. Her er det til tider stor trafikk og kødannelse da dette er en alternativ rute til E-18 inn og ut fra Oslo. De har også en stor logo plassert på taket av showrommet som er opplyst på kveldstid og godt synlig.

Lokaler

I motsetning til mange av konkurrentene har Sportsmaster eget showrom med store deler av produktsortimentet utstilt. Dette er en verdifull ressurs da kundene har mulighet til å se og prøve produktene. De fleste besøk resulterer i salg i følge Ingvoldstad og Borgen.

Kompetanse

Kompetansen innad bedriften omfatter eierne, de ansatte og serviceverkstedet. Her er det snakk om immaterielle ressurser. Ingvaldstad og Borgen har begge vært aktive idrettsutøvere og har lang erfaring innen næringsdrift. Ingvaldstad er utdannet siviløkonom og er daglig leder i selskapet, mens Borgen har utdannelse innenfor markedsføring og er markedssjef. Det stilles krav til at de øvrige ansatte skal holde seg i god fysisk form for å kunne gi treningsveiledning og rådgivning utover det å fokusere på salg. Det er derfor avgjørende at de har den nødvendige kompetansen og kan dele egne erfaringer med kundene.

Mye tyder på at den samlede kompetansen er høy ettersom omsetningen har økt kontinuerlig hvert år siden oppstart. Alle de ansatte har egne spesifikke fokusområder og sammen utgjør de et meget kompetent og godt sammensatt team.

Nettbutikk

Dette er en viktig ressurs for Sportsmaster og bidro med ca 25 % av omsetningen i 2012. Dersom man gjør et søk på Google etter treningsapparater er lenken til Sportsmaster det første som dukker opp av de aktuelle nettsidene.

Renommé

Sportsmaster utfører årlig en kundeundersøkelse der de spør 1000 tidligere kunder av begge kjønn om de er fornøyde med produktene, og om de ville kjøpt det samme igjen. Resultatet av kundeundersøkelsen som ble gjennomført i 2011 viser at hele 96 % ville handlet på nytt. Sportsmaster har med andre ord et meget godt omdømme som er vanskelig for konkurrentene å kopiere.

Modell

Hensikten med VRIO analysen er å vurdere hvilke av de ulike ressursene som kan være med på å gi Sportsmaster et varig konkurransefortrinn i forhold til konkurrentene. For at det skal være en verdifull ressurs må hvert alternativ oppfylle alle de fire kravene.

Ut i fra diagrammet ser vi at beliggenhet og renommé tilfredsstillt kravene på alle områder. Vi har med dette funnet de to viktigste ressursene som vil gi

Sportsmaster konkurransefortrinn i markedet og med mulighet til å distansere seg fra konkurrentene.

<i>Ressurs</i>	Verdifull	Sjelden	Vanskelig å kopiere	Godt organisert
Beliggenhet	Ja	Ja	Ja	Ja
Lokaler	Ja	Nei	Nei	Ja
Kompetanse	Ja	Nei	Nei	Ja
Nettbutikk	Ja	Nei	Nei	Ja
Renommé	Ja	Ja	Ja	Ja

Figur 3 - VRIO modell

3.2 Eksternanalyse

Hensikten med en ekstern analyse er å identifisere hvilke eksterne aktører som har innflytelse på Sportsmasters evne til å lykkes med å oppnå ønsket strategi om videre vekst (Løwendahl og Wenstøp, 2011, 197). For å finne ut av dette gjennomfører vi en konkurranseanalyse med Porters modell (Vedlegg 6).

3.2.1 Porters fem krefter

Logikken i Porters modell er at bedriften skaper verdi og deretter ønsker å beholde så mye som mulig av denne verdien ved å begrense konkurransen igjennom posisjonering (Løvendahl og Wenstøp 2011, 197).

Nye aktører i bransjen

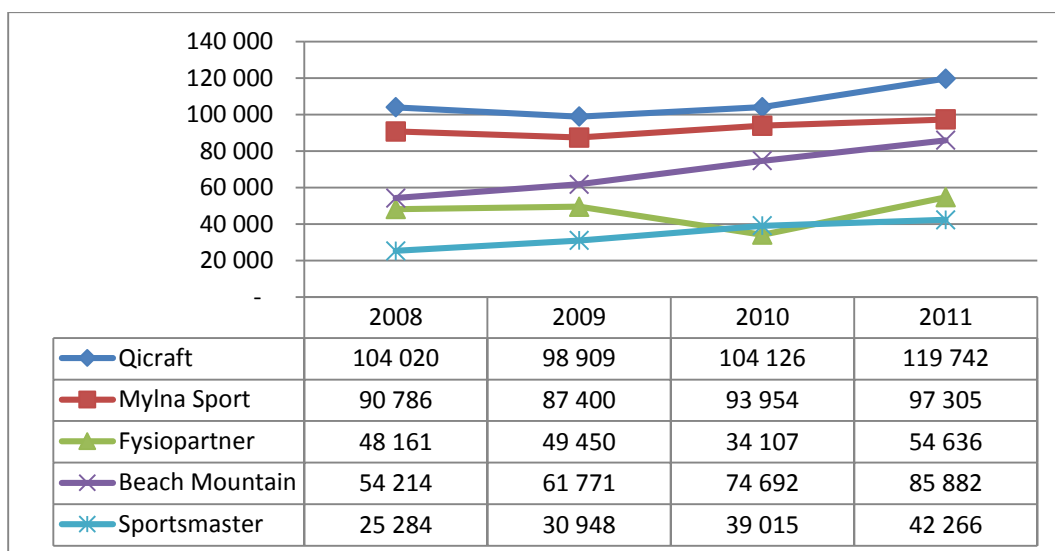
Her ønsker vi å kartlegge muligheten for at det etableres nye aktører i bransjen og om inngangsbarrieren for dette er høy eller lav. Hovedfaktoren som indikerer lav risiko for nyetableringer er en kompleks og dyr etableringsprosess (Løwendahl og Wenstøp 2011, 206). Trusselen er derimot at god lønnsomhet tiltrekker konkurrenter. Et mindre selskap kan over lengre perioder operere under "radaren" og vise god lønnsomhet, men etter hvert vil suksessen føre til at større og godt etablerte konkurrenter inntar markedet (Damodaran, 2010, 269). Større konkurranse vil presse prisene ned.

Likevel vil vi konkludere med at inngangsbarrieren til å starte en konkurrerende virksomhet anses som høy da det kreves mye investeringer i form av avtaler med leverandører og investeringer i lokaler, lagerbeholdning, ansatte, nettbutikk/hjemmesider og lignende.

Konkurrenter

Ved å analysere konkurrentene på konkurransearenaen får vi et bilde av hvor høy og stabil konkurranseintensiteten er. Jo høyere og mindre stabil konkurranseintensiteten er, desto vanskeligere er det for bedriften å finne en posisjon som gir gode marginer som kan opprettholdes over tid (Løwendahl og Wenstøp, 2011, 202).

Markedet for treningsapparater er stadig i vekst og det har med tiden blitt mange tilbydere. Av de store sportskjedene finner vi G-Sport, Sport 1, COOP og XXL. Her utgjør salg av treningsapparater en mindre del av den totale omsetningen. Kvaliteten ligger på middels til svært enkel og prisene er stort sett lave. Produktene selges enkeltvis, med begrenset tilbud om treningsrådgivning eller annen oppfølging. Vi har ingen informasjon om omsetning eller resultat. Vi velger derfor å utelate de største kjedene, da de ikke er å betegne som direkte konkurrenter for Sportsmaster. I vedlegg 3 er det en full oversikt over alle konkurrenter med påfølgende omsetning. Vi har valgt ut de fire største selskapene som vi kommer til å sammenlikne opp mot Sportsmaster videre i denne oppgaven. Grafen nedenfor viser historisk omsetning for de aktuelle selskapene i perioden 2008-2011.



Figur 4 - Oversikt over konkurrenter

Ut i fra formen på grafene ser det ut som at markedet opplever stor vekst. Fra 2008 til 2011 hadde det totale markedet en gjennomsnittlig årlig vekst på ca 8,65%. Sportsmaster øker mer i omsetning enn de øvrige konkurrentene og tar

stadig større markedsandeler. I 2011 hadde de en markedsandel på ca 8,5% (vedlegg 3).

I tilfeller der alle aktørene i bransjen opplever vekst kan det tyde på at det er lav konkurranseintensitet i markedet (Løwendahl og Wenstøp, 2011, 203). De ulike aktørene tilbyr høy produkt differensiering, der det eksisterer en form av lojalitet og merkekunnskap mellom bedriften og kundene. En annen vesentlig faktor er at alle disse konkurrentene er spredt over et større geografisk område. Qicraft og Fysiopartner holder til i Oslo, mens Mylna Sport har lokaler Mjøndalen. Beach Mountain er den eneste med tilhørighet i Trondheim. Dette fører til at konkurranse intensiteten mellom de ulike bedriftene er avtagende. Mesteparten av driftsinntektene til Sportsmaster fremkommer av lokale kunder. Når det gjelder netthandel blir imidlertid konkurranseintensiteten større. Et raskt søk på Google resulterer i mange tilbydere og her vil i hovedsak bedriftene konkurrere i forhold til pris og synlighet. Sportsmaster investerer mye i markedsføring for å være synlige på søkemotorer.

Trusselen fra Substitutter

Ved å analysere substituttene på konkurransearenaen får vi et bilde av hvor enkelt det er for kunder å erstatte tilbud fra bedrifter på konkurransearenaen med tilbud fra andre typer bedrifter (Løwendahl og Wenstøp 2011, 210). Substitutter er derfor med på å presse lønnsomheten ned i bransjen. De kan dekke kundenes behov på en annen måte enn det bedriftene på konkurransearenaen kan.

Norge er et land med liten befolkningstetthet og mye natur. Det er fokus på at nordmenn skal ut i naturen, og kommunene har lagt til rette for dette med opplyste løyper og markerte turstier. Vi kan derfor gjøre mye av treningen ute kostnadsfritt istedenfor å trene inne. I tillegg kan en trene ved hjelp av egen kroppsvekt. Det finnes flere forum på internett med veiledning på forskjellige øvelser som trener opp de fleste muskelgruppene. Dette blir ansett som et substitutt, da det er et alternativ til å trene med apparater.

Potensielle kunder har også mulighet til å kjøpe seg et bindende abonnement på treningsstudio. Det mange oppdager etter hvert er at de ikke kommer seg på

trening, da det tar både tid og planlegging å komme seg dit. Alternativet blir derfor å trene hjemme, og her må kundene bli mer bevisste på at det er mer lønnsomt å investere i ett eller flere apparater enn å bruke pengene på dyre abonnemeter. Dersom kunden allerede har tegnet et abonnement hos et treningsstudio, vil byttekostnadene ved å gå over til hjemmetrening være store. Dette kommer av at kunden må investere i treningsapparater, i tillegg til å betjene abonnementet til bindingstiden er gått ut.

Kunder

Ved å analysere kunder på konkurransearenaen får vi et bilde av hvor sterk forhandlingsmakten til kundene er. Indikatorer på høy kundemakt er få kunder i forhold til bedrifter på en konkurransearena (Løwendahl og Wenstøp, 2011, 213). Vi velger å dele opp i tre kundegrupper:

Private brukere, moderat trening; et ønske om å starte og trene, men har ikke tid/lyst til å dra til treningssenter. Kunden ser etter mindre dominerende apparater med et bredt treningsspekter (trening av flere muskelgrupper/kondisjon). Eksempelsvis trimsykler, rommaskiner, løpematte og lignende. Dette er dyre apparater som skal vare lenge, pris og kvalitet er avgjørende faktorer i innkjøpsprosessen. Vi anser kundemakten som sterk i denne kundegruppen, da det finnes flere aktører på markedet som tilbyr apparater til rimelige priser.

Private brukere, profesjonell/prestasjonsstyrt trening; kunden har stor kunnskap om konkurransearenaen. Sportsmaster skiller seg her ut i forhold til deres største konkurrenter igjennom produktdifferensiering. Dette ved at Sportsmaster leverer apparater av bedre kvalitet samt oppfølging av kunden i form av service på apparatene. Ansatte er kunnskapsrike og kan gi gode råd innen trening. Her er det få aktører som kan tilby både apparater av kjente merkevarer, rådgivning og service. Kundene har færre aktører å velge mellom og kundemakten kan derfor anses som svak.

Bedrifter, organisasjoner og treningssenter; kunden er ute etter apparater av god kvalitet. Apparatene skal brukes hyppig og må vare lenge. Her er det også viktig for kunden at aktøren kan tilby trygghet. De større treningssenter- kjedene

krever mer service og oppfølging enn andre kundegrupper. Kontraktinngåelse avgjøres i form anbud hvor flere konkurrerende aktører deltar. Sportsmaster har en god posisjon i dette markedet, da de leverer til flere lokale bedrifter, idrettslag og organisasjoner. De skiller seg også ut med AAA-rating i en kredittvurdering utført av *soliditet*.

Leverandører:

Det er etablert samarbeid med et handelsfirma på Taiwan og 3 produsenter i Kina. Ved å analysere leverandørene på konkurransearenaen får vi et bilde av hvor sterk forhandlingsmakten til leverandørene er. Indikatorer på høy leverandørmakt er få leverandører i forhold til konkurrenter, høy produkt differensiering og høye byttekostnader (Løwendahl og Wenstøp 2011, 216).

Samarbeidspartnerne er valgt ut fra en samlet vurdering av produkttilbud, internasjonal erfaring, omsetning, finansiell status, marketingforståelse, samt subjektivt inntrykk av produksjon, lager og ordrehåndtering. Innkjøpene baseres på fulle containere. Omsetningshastighet og forventet markedsinteresse forøvrig vil styre tidspunkt og volum for innkjøpene. Hensikten er å ha tilfredsstillende leveringstid (dvs. få og korte utsolgt situasjoner) uten å risikoesponere eller binde mer kapital i varelager enn nødvendig.

Samarbeidspartnerne er vurdert ut fra Sportsmasters egne kriterier.

Byttekostnadene ved å skifte ut en leverandør vil derfor være store, da det legges mye planlegging og arbeid ved inngåelse av kontrakt.

Sportsmaster tilbyr høy produkt differensiering, noe som skiller dem ut fra større aktører. Dersom nye konkurrenter ønsker å gå inn i treningsapparatmarkedet, antar vi at de ønsker å konkurrere på pris. Det vil derfor ikke være større fare for at dette går ut over Sportsmasters posisjon i markedet, da de mulige truslene ikke har fokus på produkt differensiering, men lave priser. Det finnes allerede mange aktører på markedet i dag som tilbyr apparater av "dårligere kvalitet" til rimeligere priser, og dette vil i så fall ha innflytelse på deres posisjon.

3.2.2 PESTEL analyse

Vi ønsker å se nærmere på de makroøkonomiske omgivelsene til selskapet for å kartlegge potensielle trusler og utfordringer for Sportsmaster. En PESTEL analyse brukes ofte til å gi bedriften en oversikt over de makroforholdene som har innflytelse på bedriftens konkurransesituasjon. Formålet med denne analysen er å basere kartleggingen av fremtidige inntektsgrunnlag på funnene i analysen. Analysen består av seks ulike eksterne forhold; *political* (politiske), *economical* (økonomiske), *sosial* (sosiokulturelle), *technological* (teknologiske), *environmental* (miljømessige) og *legal* (lovmessig) (Løwendahl og Wenstøp, 2010, 231). Vi har valgt å se nærmere på fire av forholdene.

Politiske forhold

Norges politiske forhold til Asia har en påvirkning på Sportsmaster da det er her de importerer produktene sine fra.

I følge regjeringens hjemmesider er Kina vår største handelspartner i Asia, både på eksport og på importsiden, og Norges tredje viktigste handelspartner etter EU og Nord-Amerika. Både Norge, Kina og Taiwan er medlemmer av World Trade Organization (WTO). Formålet med denne organisasjonen er å senke handelsbarrierer og tilby mekanismer for forhandlinger og konfliktløsning (WTO).

I 2007 ble det igangsatt studier vedrørende mulighetene for en frihandelsavtale utover WTO-avtalen mellom Norge og Kina. Studiene som både norske og kinesiske myndigheter gjennomførte kom med den anbefaling at forhandlingene bør komme i gang da begge landene ville være tjent med en slik handelsavtale. Forhandlingene pågår den dag i dag, og en slik avtale vil åpne og forenkle mulighetene for norske importører til å forhandle og lokalisere potensielle samarbeidspartnere.

Regjeringen satser stort på å bedre rammebetingelsene for norsk næringsliv, og ser at asiatiske land utgjør en større del av verdensøkonomien i dag. Nærings- og handelsminister Trond Giske har nylig besøkt Asia nettopp for å se an mulighetene for å igangsette forhandlinger om handelsavtaler med andre asiatiske land igjennom EFTA-forbundet (European Free Trade Association) utover WTO-avtalen.

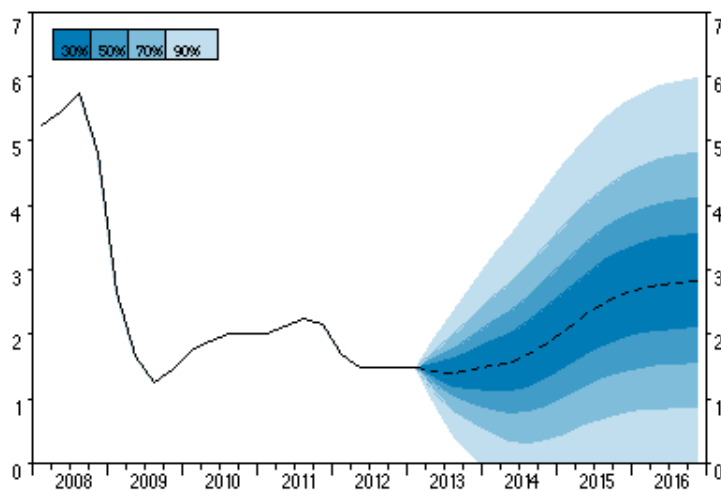
Andre politiske faktorer har også påvirkning for handel og næringsliv. Ulike politiske synspunkt kan være en barriere for å igangsette forhandlinger eller fryse allerede pågående forhandlinger, eventuelt føre til sanksjoner. Dette er noe som vi har sett eksempler på tidligere da Nobels Fredspris ble tildelt den kinesiske menneskerettforkjemperen Liu Xiaobo i 2010. Dette bidro til en isfront mellom kinesiske og norske myndigheter i et år etter utdelingen (NRK, 2011), og det har ikke vært flere forhandlingsmøter vedrørende en frihandelsavtale med Kina siden.

Økonomiske forhold

Sportsmaster ble ikke direkte rammet av finanskrisen i 2007/2008. De har hatt en stabil vekst i driftsinntekter siden oppstart, og denne veksten ble ikke svekket under finanskrisen. Men det er andre makroøkonomiske forhold som har hatt påvirkning som følge av finanskrisen. Dette inkluderer styringsrenten og den norske kronen.

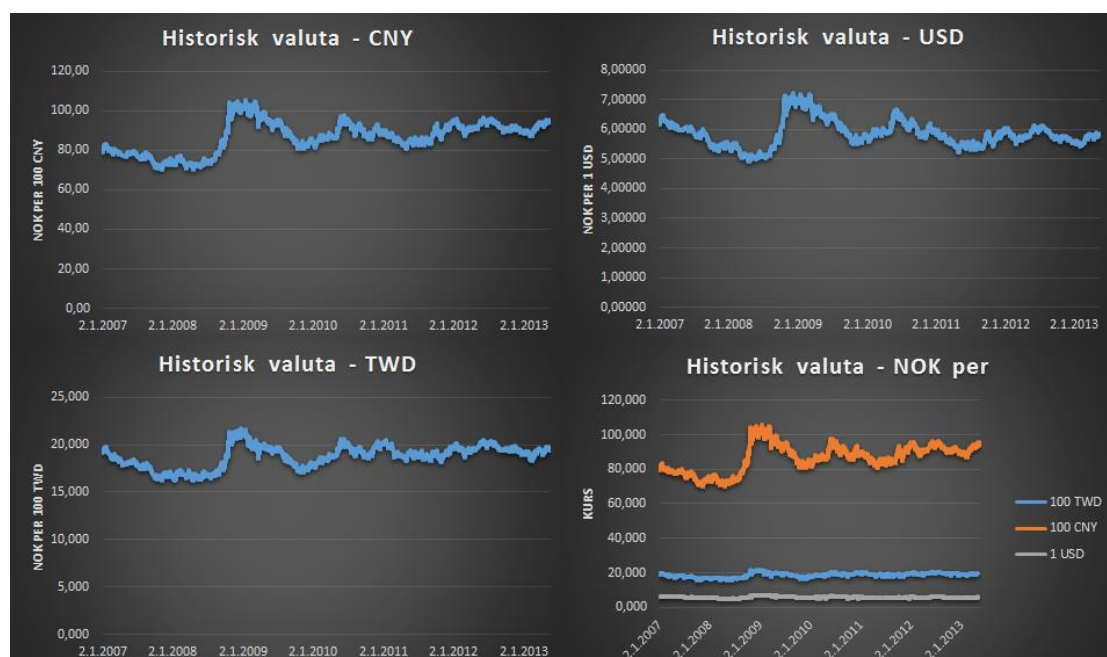
Av de økonomiske forholdene er det styringsrenten til Norges Bank som har størst innvirkning på forbruket og kjøpekraften til en gjennomsnittsnordmann. Norges Bank har på sine hjemmesider offentliggjort en oversikt over historisk styringsrente, og laget en prognose på fremtidig styringsrente (Figur 5). Vi ser at styringsrenten var høy under finanskrisen i 2007/2008 før den falt og stabiliserte seg i 2009. Styringsrenten har vært historisk lav de siste årene, noe som gjenspeiler seg i boligmarkedet der nordmenn har vist stor kjøpekraft. Lav styringsrente gir lav utlånsrente, dette gir konsumentene mer til overs etter at lån er betjent. Kreditorer baserer også utlånsrente på styringsrenten. Dersom styringsrenten settes høyt, vil ikke dette bare påvirke kjøpekraften til kundene, men også årsresultatet til en virksomhet med mye gjeld. Sportsmaster har ikke større langsiktig gjeld, så dette ville i så fall hatt påvirkning på finanskostnadene.

Analysen utført av SSB tilsier at styringsrenten holdes lav lenger enn tidligere antatt. Av Norges Bank Pengepolitiske rapport 1/2013 prognoserer de at renten skal fortsette å holde seg under 2 % fram til 2014 før analysene indikerer at den skal stige til underkant av 3 % i 2016.



Figur 5 - Prognose for styringsrente (Norges Bank)

Styringsrenten påvirker også kronekursen. Virkningen av høy styringsrente gir sterk krone, og lav styringsrente gir svak krone. Nedenfor ser vi en oversikt over utviklingen til den norske kronen de siste seks årene i de markedene Sportsmaster har samarbeidspartnere. Dette inkluderer Kinesiske Yuan (CNY) og Taiwansk dollar (TWD), Amerikansk dollar (USD) er tatt med da de kjøper i amerikansk dollar. I grafene ser vi tydelig at kronen gikk fra å være sterk til svak i 2008 til 2009, samtidig ser vi at styringsrenten var høy i 2008 og lav i 2009. Videre ser vi at kronen ble sterkere etter hvert som styringsrenten steg. Vi kan dermed anta at kronekursen vil følge utviklingen til styringsrenten. Norges Bank satte ned styringsrenten i 2012 fra 1,75 % til 1,5 % for å redde norsk eksportnæring. Dette har en omvendt virkning for virksomheter som hovedsakelig importerer varer da de må betale mer NOK per utenlandsk valuta. For Sportsmaster som har liten gjeld og importerer, vil en sterk krone og en lav styringsrente være til fordel for virksomheten.



Figur 6 - Historisk utvikling for Valuta

Sosiokulturelle forhold

Nordmenn trener mer enn før. Statistisk Sentral Byrå (SSB) har i perioden 2001 til 2007 gjennomført levekårsundersøkelse blant nordmenn. I 2009 publiserte SSB en artikkel på deres hjemmesider angående nordmenns trenings- og mosjoneringsvaner basert på undersøkelsene. Her ser vi en trend der nordmenn trener mer for hver rapport som har blitt publisert.

	Antall svar	Aldri	Sjeldnere enn hver måned	1-2 ganger i måneden	1 gang i uka	2 ganger i uka	3-4 ganger i uka	Omtrent daglig
2001	1 922	15	9	10	17	21	17	11
2004	3 334	10	7	8	14	21	23	16
2007	3 050	8	7	9	13	20	24	18

Hvor ofte man driver med fysisk aktivitet på fritiden for å trene eller mosjonere. 16-79 år. 2001, 2004 og 2007. Prosent

Tabell 1 - Treningsvaner

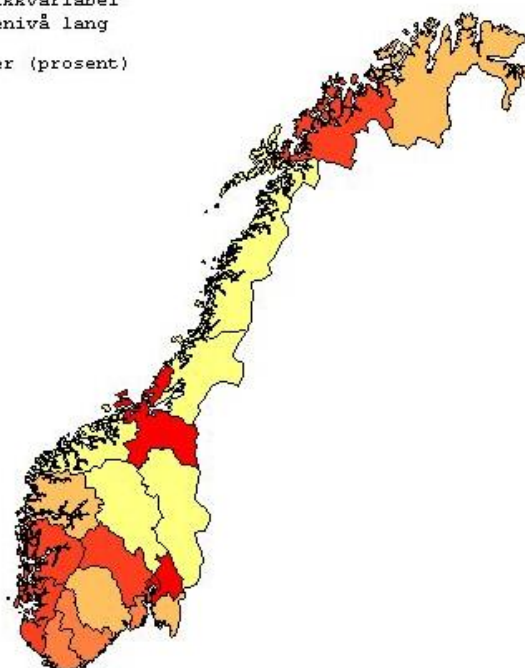
Det framgår også i artikkelen at det ikke er en sammenheng mellom treningsvaner og inntekt, men at det er en stor sammenheng mellom treningsvaner og utdannelse. Mens 20 prosent av dem som bare har grunnskole aldri trener eller trener sjeldnere enn én gang hver måned, er den tilsvarende

andelen 7 prosent blant dem som har lang universitets- eller høgskoleutdanning, viser tall for 2007 (SSB, Vaage, 2009).

Personer 16 år og over, etter region, kjønn, alder, utdanningsnivå, tid og statistikkvariabel
 utdanningsnivå: Universitets- og høgskolenivå lang
 tid: 2011
 statistikkvariabel: Personer 16 år og over (prosent)
 kjønn: Begge kjønn
 alder: Sum alle aldre (16 år og over)

	3,8 - 4 (5)
	4,2 - 4,3 (4)
	5 - 5,2 (3)
	5,5 - 7,8 (4)
	9,1 - 16,4 (3)

Datakilde: Statistisk sentralbyrå
 Kartdata : Statens kartverk



Figur 7 - Andel befolkning med høyere utdanning

Diagrammet viser hvor stor prosentandel av befolkningen i fylket som har mer enn fire år høyere utdanning på høgskole og universitetsnivå. Sportsmaster er lokalisert i Akershus og vi ser av diagrammet at en stor del av befolkningen i dette og nærliggende fylker har en høyere utdanning. Dette vil da indikere at veksten av trenings- og mosjoneringsvaner vil fortsette å stige her.

Teknologiske forhold

Treningsutstyr er stadig i utvikling og det kommer nye forbedringer. Dette kan være alt fra tredemøller med egen tv eller tilkoblingsmuligheter for smarttelefoner. Det er derfor viktig at Sportsmaster følger med på utviklingen, slik at de tilbyr kundene oppdaterte modeller. Sportsmaster har samarbeidspartnere i land med de raskest voksende økonomiene i verden. Her finner vi spennende teknologiplattformer, effektiv og billig produksjon (Forskningsrådet, 2013). Alt ligger derfor til rette for at Sportsmaster skal fortsette å levere innovative produkter i framtiden.

3.3 SWOT analyse

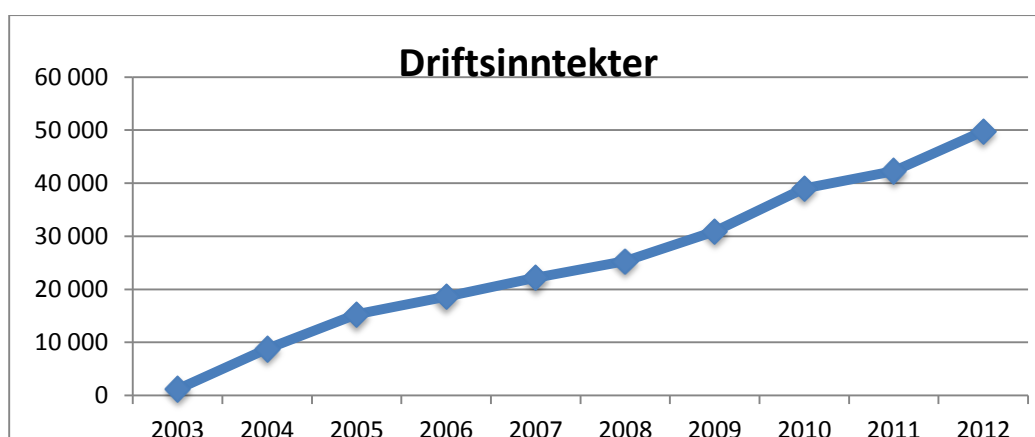
Formålet med en SWOT- analyse er å oppsummere kortfattet hva vi har funnet i intern- og eksternanalysen. Vi kartlegger de interne forholdene ved å se på Styrker (S) og Svakheter (W), og de eksterne forholdene ser vi på Muligheter (O) og Trusler (T). Denne SWOT-analysen tar utgangspunkt i de funnene vi har kommet fram til i VRIO-analysen, Porters konkurransemodell og PESTEL-analysen.

	Fordeler	Ulemper
	Styrker	Svakheter
Interne forhold	<ul style="list-style-type: none"> • Produktdifferensiering og kompetanse • Konkurransedyktige priser • God geografisk plassering • Rennomé • Stor vekst 	<ul style="list-style-type: none"> • Tilgjenglighet (ett utsalgssted) • Lett å kopiere • Sårbarhet på ansatte • Tap av humankapital
	Muligheter	Trusler
Eksterne forhold	<ul style="list-style-type: none"> • Åpne flere utsalgssteder • Markedsføring • Innovative produkter 	<ul style="list-style-type: none"> • Politiske forhold til Asia • Svakere krone • Nye aktører • Miste leverandører • Substitutter

Figur 8 - SWOT analyse

4.0 Regnskapsanalyse

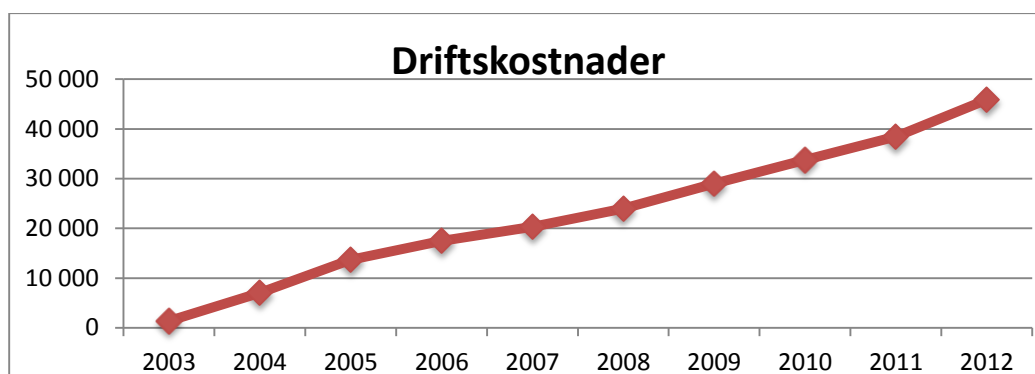
Regnskapsanalyse er en systematisk bearbeidelse av regnskapsdata, der formålet er å si noe om bedriftens utvikling og stilling (Kristoffersen 2005, 396). Gjennom ulike nøkkeltall forsøker vi å måle virksomhetens økonomiske helsetilstand og utviklingen av denne over tid, gjerne sammenliknet med en norm, som for eksempel bransjen (Sending, 2009, 379). Her har vi tatt utgangspunkt i Sportsmasters historiske tall fra 2003-2012 og sammenliknet disse opp mot konkurrentene på arenaen. Ved å gjennomføre analyser av lønnsomhet, likviditet, finansiering og soliditeten i selskapet vil dette gi oss god oversikt over dagens situasjon samt framtidsutsiktene i selskapet. Sammen med intern- og eksternanalysen vil dette være med på å danne grunnlaget for å beregne fremtidig vekst i selskapet. Regnskapstallene er hentet fra resultat og balanserapportene til Sportsmaster i den aktuelle perioden.



Figur 9 - Sportsmasters driftsinntekter 2003 - 2012

Figur 9 tar for seg utviklingen i driftsinntekter fra oppstartsåret 2003 og frem til 2012. Ut i fra grafens form ser vi at det har vært en jevn og nærmest lineær vekst i inntekter i perioden. På grunn av økt aktivitet og større produktportefølje flyttet selskapet til større lokaler i samme område sommeren 2009, noe som har sammenheng i den store inntektsveksten fra 2009-2010. Fra internanalysen har vi identifisert selskapet som et raskt voksende selskap. Den prosentvise veksten i driftsinntekter vil med tiden flate ut ettersom selskapet øker i størrelse og omfang (Damodaran 2010, 264). Ut i fra grafens passform ser vi ingen indikasjon

på at de har oppnådd sitt inntektspotensial. Figur 10 viser utviklingen i driftskostnader i perioden 2003-2012.



Figur 10 - Sportsmasters driftskostnader 2003 - 2013

Sportsmaster har en tilnærmet lineær økning også når det gjelder driftskostnader. Det står i sammenheng med at den største kostnaden utgjør varekostnad og den vil derfor øke i takt med salgsinntektene, forutsatt at fortjenestemarginene forblir de samme. Ellers utgjør de faste og variable kostnadene; lønninger til ansatte, markedsføring, og utgifter til drift av hjemmesiden. Fra 2010 til 2011 økte lønnskostnaden med ca 2,5 % som er noe under den gjennomsnittlige årslønnsveksten på 4,3 % regjeringen har beregnet i samme periode. Av dette utgjorde konsumprisindeksen 1,4%. Ut fra de historiske regnskapene ser det ut til at Sportsmaster har en relativt stabil kostnadsstruktur og at det derfor vil være rimelig å anta at denne trenden vil fortsette i fremtiden. Etter samtaler med eierne ligger det heller ikke konkrete planer for stor grad av nyinvesteringer i tiden fremover.

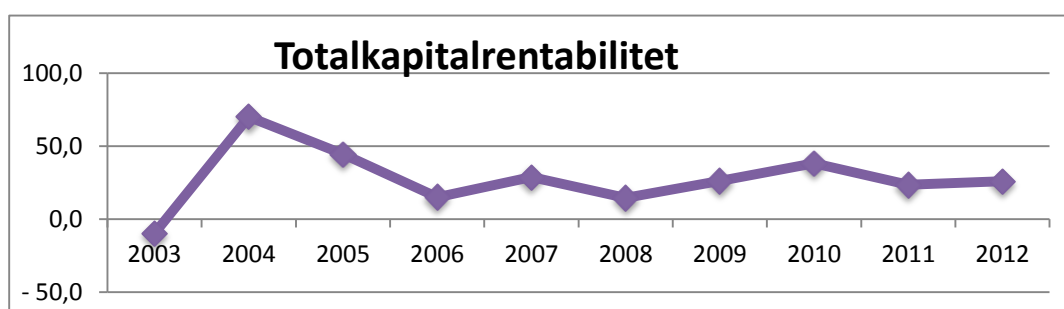
4.1 Lønnsomhetsanalyse

Lønnsomhet sier noe om bedriftens evne til å skape overskudd. Tilstrekkelig lønnsomhet er derfor nødvendig for at eierne og investorer skal være interessert i å skyte inn ny egenkapital i bedriften (Kristoffersen, 2005, 410). Uten tilstrekkelig lønnsomhet vil ikke en bedrift overleve på sikt. Vi kommer derfor til å se på sentrale nøkkeltall som er relevante i forhold til å identifisere lønnsomheten i bedriften.

4.1.1 Totalkapitalrentabilitet

Dette er en av de mest sentrale nøkkeltallene for virksomheter der det er bundet mye kapital. Totalrentabiliteten viser hva en krone brukt i bedriften kaster av seg, uansett hvor den er kommet fra (Sending, 2009, 387). Det er da et nøkkeltall for hvordan ledelsen og de ansatte forvalter de likvide midlene bedriften disponerer. Måltallet beregnes på følgende måte:

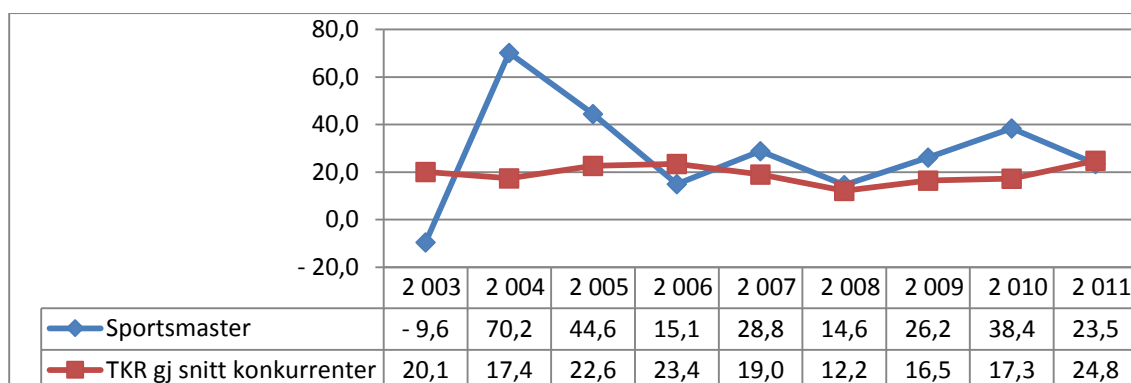
$$\text{Totalkapitalens rentabilitet} = \frac{\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter}}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}} * 100$$



Figur 11 - Totalkapitalrentabilitet i perioden 2003-2012

Figur 11 viser Sportsmasters totalrentabilitet siden oppstarten. I 2004 var rentabiliteten hele 70,2 % men har sunket betydelig de to påfølgende årene. Videre har det vært relativ stor forskjell i utviklingen med laveste verdi på 14,6 % i 2008. Årsaken til dette er i hovedsak bortimot en dobling i lønnskostnader og en vesentlig reduksjon i finansinntekter. Videre har det vært en jevn utvikling med en liten nedgang i 2011. Her har bedriften hatt noe høyere avskrivninger og ikke hatt noen finansinntekter i løpet av året som resulterer i nedgangen fra 38,4 - 23,5 % i 2011.

Videre følger en oversikt over Sportsmasters totalrentabilitet sammenliknet med gjennomsnittet av konkurrentene. 2012 årsregnskapene til konkurrentene har vi ikke hatt tilgang til og utelater derfor dette fra analysen. Vi har valgt å se på gjennomsnittet av konkurrentene i bransjen, da vi føler det gir et mer helhetlig bilde av markedet. Her er gjennomsnittet beregnet ut i fra konkurrenter som er identifisert i eksternanalysen. Disse består av: Beach Mountain, Fysiopartner, Qicraft og Mylna Sport. Sistnevnte er tatt med i beregningene fra 2010 og utover da dette selskapet er et resultat av en fusjon av to tilsvarende selskaper i 2009.



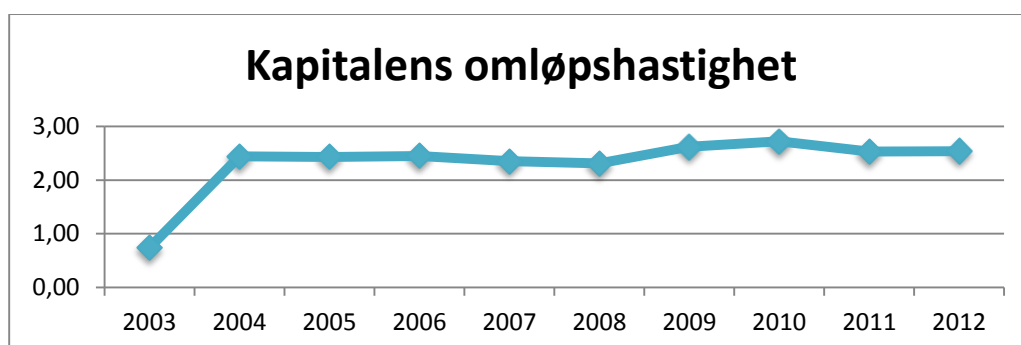
Figur 12 - Sportsmaster sammenliknet mot TKR gjennomsnitt av konkurrenter

Sportsmaster kan gjennom hele perioden vise til bedre rentabilitet enn gjennomsnittet av konkurrentene med unntak av 2006 og 2011. Dette tyder på at Sportsmaster er et solid selskap og at de kan vise til bedre avkastning på investert kapital enn det gjennomsnittet av markedet presterer.

4.1.2 Totalkapitalens omløpshastighet

Totalkapitalens omløpshastighet forteller hvor effektivt bedriften utnytter den kapitalen som er bundet i bedriften (Kristoffersen, 2005, 443). En høy verdi viser at kapitalen i bedriften utnyttes effektivt. Nøkkeltallet beregnes på følgende måte:

$$\text{Kapitalens omløpshastighet} = \frac{\text{Driftsinntekter}}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}}$$

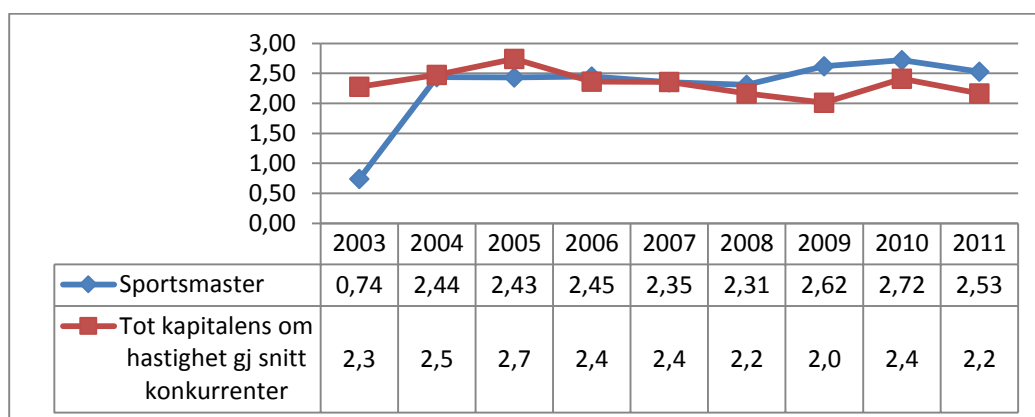


Figur 13 - Totalkapitalens omløpshastighet 2003-2012

Figuren viser at total kapitalens omløpshastighet holder seg på et relativt jevnt nivå og at det ikke er de helt store variasjonene fra år til år. Høyeste verdi var i 2009 der omløpshastigheten var 2,39. Det betyr at Sportsmaster utnytter

kapitalen på en tilfredsstillende måte og at det er lite behov for ny belåning.

Videre følger en sammenlikning med gjennomsnittet av konkurrerende bedrifter i markedet.



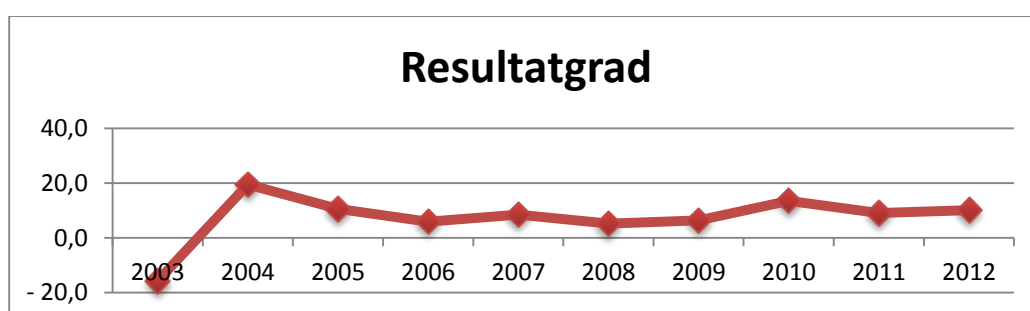
Figur 14 - Totalkapitalens omløpshastighet med gjennomsnitt av konkurrenter

Fra perioden 2003 til 2007 har de ligget jevnt litt under gjennomsnittet, men fra 2008 til 2011 kan de vise til bedre omløpshastighet for total kapitalen. Det vil med andre ord si at de seneste årene kan Sportsmaster vise til at de har høyere driftsinntekter per krone som er bundet opp i bedriften enn gjennomsnittet konkurrentene.

4.1.3 Resultatgrad

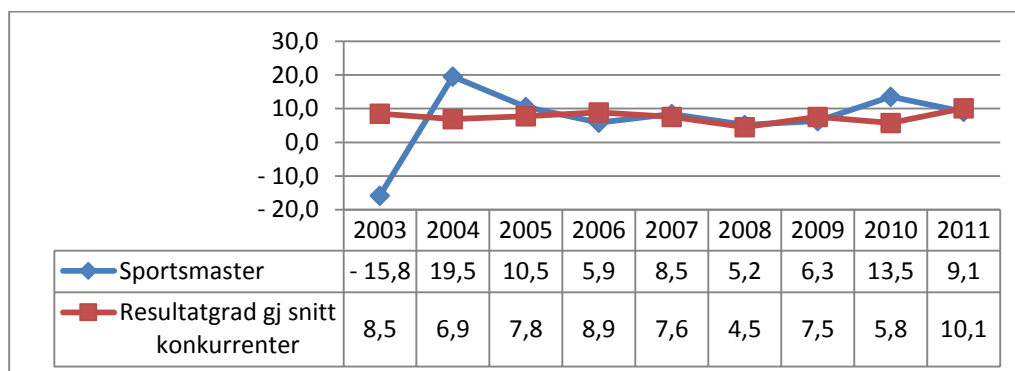
Resultatgraden viser forholdet mellom nettoresultatet og driftsinntektene i perioden. Den viser hvor mye som er tjent på hver krone som er omsatt i perioden (Kristoffersen, 2005, 443). Forhåndstallet beregnes på etter følgende formel:

$$\text{Resultatgraden} = \frac{\text{Driftsresultat} + \text{Finan sinntekter}}{\text{Driftsinntekter}} * 100$$



Figur 15 - Resultatgrad i perioden 2003 - 2012

Ut i fra grafen ser vi at resultatgraden har vært tilnærmet lik i perioden 2006-2009. Året etter ser vi en økning på 7,2 % som har sammenheng med at varekostnaden har gått 2 % ned og de har redusert posten andre driftskostnader med ca. en million kr.

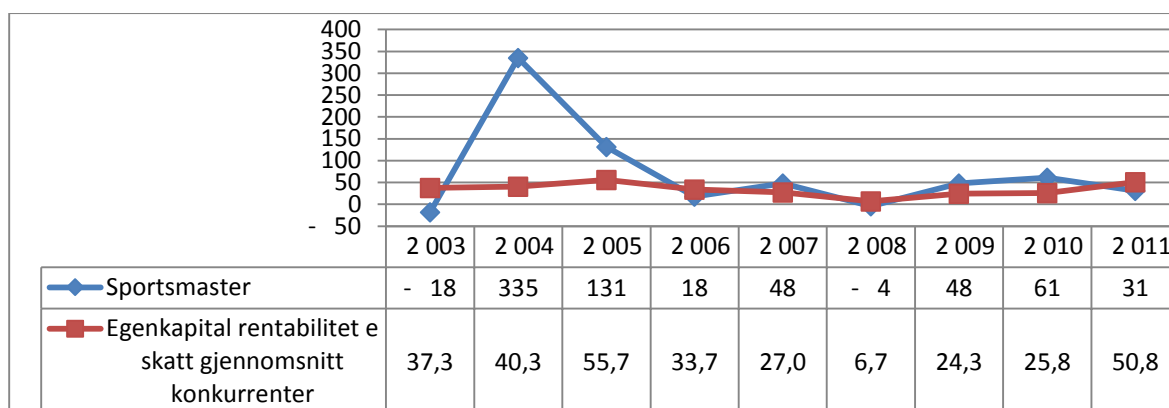
**Figur 16 - Resultatgrad med gjennomsnitt av konkurrenter**

Figur 16 viser resultatgraden til Sportsmaster sammenliknet med gjennomsnittet av de respektive konkurrentene på markedet. Ut i fra grafenes posisjon ser det ut til at Sportsmaster ligger jevnt plassert i forhold til markedet med unntak av vesentlig opptur i 2010. Dette skulle tilsi at kostnadsstrukturen hos konkurrentene er av tilsvarende karakter som hos Sportsmaster.

4.1.4 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten viser avkastningen på eiernes investering i bedriften. Endringene i nøkkeltallet viser hvordan tidligere investeringer utvikler seg (Kristoffersen, 2005, 415).

$$\text{Egenkapital rentabilitet (etter skatt)} = \frac{\text{Resultat før ekstraordinære poster - skattekostnaden}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} \cdot 100$$



Figur 17 - Egenkapitalrentabilitet etter skatt 2003-2011

Her varierer avkastningen relativt mye fra år til år og det sammen gjelder for konkurrentene. Sportsmaster har hatt en meget solid avkastning på kapitalen til eierne de siste tre årene med en nedgang fra 61 - 31 % i 2011. Tallene viser en formidabel avkastning på egenkapitalen og det ser ut til at denne bransjen er en attraktiv arena for investorene. Til sammenlikning er vanlig innskuddsrente i en bank mellom tre og fire prosent.

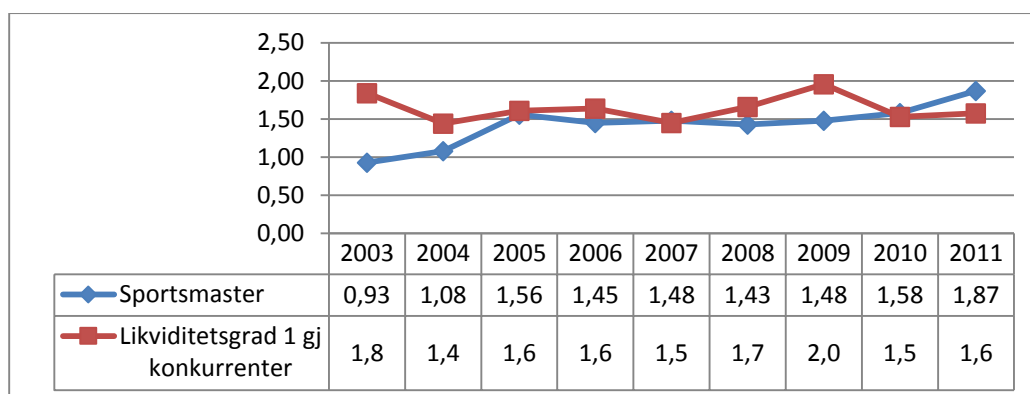
4.2 Likviditets og soliditetsanalyse

Likviditeten i en bedrift sier noe om virksomhetens evne til å betale sine forpliktelser etter hvert som de forfaller (Sending, 2009, 395). Videre har vi soliditeten som er knyttet til finansiering og sier oss noe om bedriftens evne til å tåle tap (Kristoffersen, 2005, 424). Soliditeten er gjerne knyttet til størrelsen på egenkapitalen i forhold til samlet kapital i bedriften.

4.2.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er et nøkkeltall som måler bedriftens evne til å betale kortsiktig gjeld (Kristoffersen 2005, 491). Det er et mål på hvor mye kortsiktige midler foretaket har i forhold til forpliktelsene selskapet har på samme tidshorisont. En tommelfingerregel er at likviditetsgrad 1 bør være minst 2 (Sending, 2009, 398). Tallet beregnes på følgende måte:

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



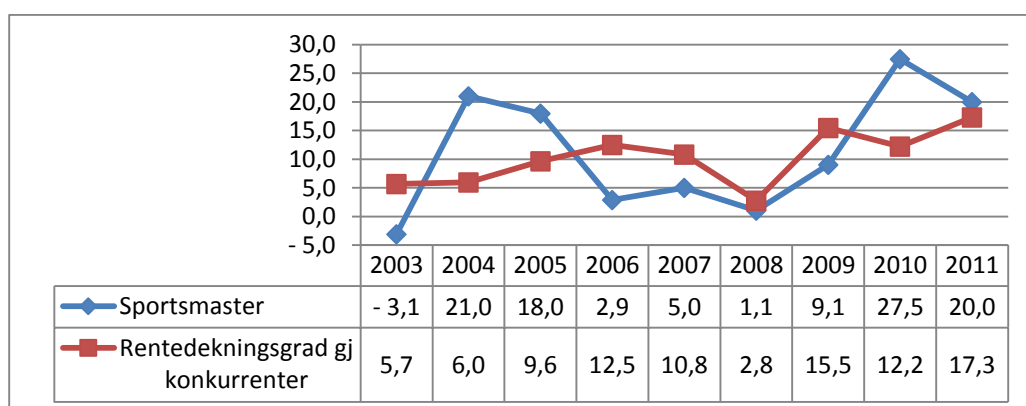
Figur 18 - Likviditetsgrad 1 med gjennomsnitt av konkurrenter

Sportsmaster kan vise til relativt stabil likviditet. Her er det ikke store endringer fra år til år. De har ligget noe under gjennomsnittet av markedet, men i 2010 og 2011 ligger de en del over. I praksis er det meget sjelden at likviditetskravene er så høye som normaltallene (Kristoffersen 2005, 429).

4.2.2 Rentedeckningsgrad

Dette nøkkeltallet måler evnen til å betale rentekostnadene ved forfall (Kristoffersen, 2005, 491). Det sier også om i hvilken grad bedriften kan pådra seg større låneforpliktelser. Det finnes ingen generelle krav til størrelsen på dette tallet, men ideelt sett bør den være høyere enn 3. Dette kan beregnes på følgende måte:

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Resultat før e.o.p.} + \text{finansieringskostnader}}{\text{Finansieringskostnader}}$$



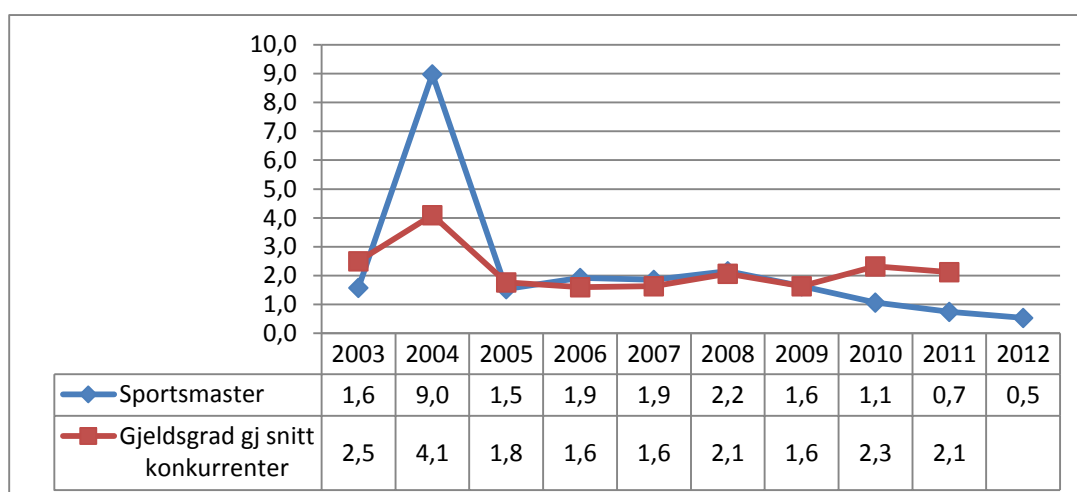
Figur 19 - Rentedeckningsgrad med gjennomsnitt av konkurrenter

Her ser vi at Sportsmaster viser til veldig lave verdier i perioden 2006-2008, men at det har økt vesentlig fra 2009 og utover. Med verdi på 20 i 2011 er dette langt over den anbefalte verdien og selskapet har ingen problemer med å betale sine rentekostnader ved forfall. Konkurrentene viser også god betalingsevne på dette området.

4.2.3 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden viser forholdet mellom kapital som er finansiert av utenforstående, og kapital finansiert av eierne (Kristoffersen, 2005, 424). Jo lavere dette tallet er, desto mer solid er bedriften. Dette beregnes etter følgende formel:

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}}$$



Figur 20 - Gjeldsgrad med gjennomsnitt av konkurrenter

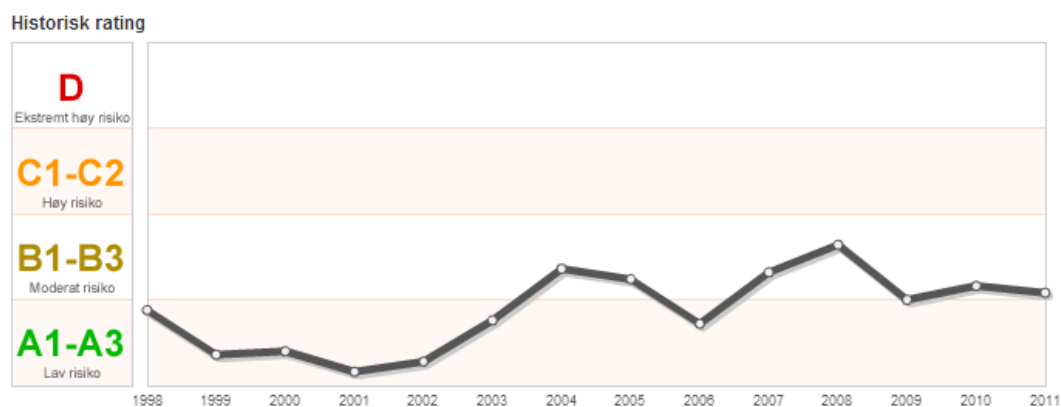
En gjeldsgrad på 1 betyr at gjelden og egenkapitalen er like stor (Kristoffersen, 2005, 424). Sportsmaster har så si hatt den samme gjeldsgraden som gjennomsnittet av konkurrentene i markedet i perioden 2005-2009, men fra 2010 og utover har de redusert gjelden betydelig med kun 0,5 i 2012.

4.2.4 Konklusjon av regnskapsanalysen

Ut i fra alle analysene vi har gjennomført kan vi konkludere med at Sportsmaster er et meget solid selskap. Lønnsomhetsanalysen avdekker at Sportsmaster kan vise til høyere lønnsomhet enn gjennomsnittet av konkurrentene i perioden. De har også høyere omløpshastighet på totalkapitalen. Ellers har de også hatt en

meget god avkastning på egenkapitalen de to siste årene. Selskapet viser seg med andre ord å være et meget attraktivt investeringsobjekt for fremtidige investorer. Sportsmaster har også en meget lav gjeldsgrad, som ligger godt under gjennomsnittet av tilsvarende bedrifter.

Figur 21 viser også gjeldene konkursrating proff forvalt har utarbeidet. Som vi ser på grafen er det lite sannsynlig at selskapet vil gå konkurs i nærmeste fremtid.



Figur 21 - Konkurs rating fra proff forvalt

Med dette til grunn vil det være rimelig å anta at den fremtidige utviklingen fortsetter i samme retning. Sportsmaster klarer å utnytte sine ressurser på en bedre måte enn flertallet av konkurrenter i markedet og dette er å betegne som et konkurransefortrinn de har opparbeidet seg. Resultatene fra analysen vil vi nå ta med oss videre inn i budsjetteringen, da denne i hovedsak bygger på historiske data og funn avdekket i analysene.

5.0 Verdsettelsesteori

Det finnes to hovedgrupper av metoder innen verdsettelse; balansebaserte metoder og inntjeningsbaserte metoder. Balansebaserte metoder tar hovedsakelig utgangspunkt i verdsettelsen av selskapets eiendeler fratrukket gjeld og eventuelt utsatt skatt (Boye og Dahl, 1997, 12). Mens de inntjeningsbaserte metodene ser på selskapets fremtidige inntjening.

Verdivurdering er ingen eksakt vitenskap og valg av metode er avhengig av verdivurderingens formål. Verdivurdering står helt sentralt i forbindelse med oppkjøp, fisjoner, fusjoner o.l. Da vi skal verdivurdere et unotert selskap som et

«going concern» ønsker vi å benytte inntjeningsbaserte metoder. Dette skal gi en mer grundig vurdering av selskapet. Metodene baserer seg på den verdien selskapet forventer i fremtidig inntjening, diskontert med interessentenes avkastningskrav som skal reflektere risiko og markedsavkastning ved å binde kapital i selskapet (Dahl, 2011).

Det finnes flere metoder som baserer verdivurderingen på inntjeningen i selskapet. Vi kan dele dette inn i tre hovedområder; kontantstrømbaserte metoder, resultatbaserte metoder, og multiplikatorbaserte metoder (Dahl, 2011). Vi ønsker å se nærmere på kontantstrømbaserte metoder da de disse metodene har blitt mer og mer vanlig i praksis, og var i mange år dominerende blant finansanalytikere. I senere tid har mange gjort opp den erfaring at kontantsstrømbaserte metoder har gitt urimelige høye verdier (Dahl, 2010, 40). På bakgrunn av denne erfaringen ønsker vi også å benytte en resultatbasert metode for å se om dette er tilfellet. Dette skal gi en bedre sammenheng med de estimater som er mest relevante for analytikere (Dyrnes, 2011, 41).

5.1. Kontantstrømbaserte metoder

De kontantstrømbaserte metodene estimerer i all hovedsak fremtidige netto kontantstrømmer til enten totalkapitalen eller egenkapitalen, og neddiskonterer disse til dagens verdi. Slike estimater kan være meget usikre og utfordringen ligger i hvor langt fram i tid skal en estimere. Det er vanlig å estimere kontantstrømmer fra 7 – 15 år framover avhengig av hvor selskapet ligger i livssyklusen, og en må være kritisk og ta høyde for lav konjunkturer og høy konjunkturer i markedet (Boye og Dahl, 1997). Etter å ha estimert fremtidige kontantstrømmer og neddiskontert disse, legger man til et terminalledd som skal representere de kommende årene etter kontantstrømmen. Terminalleddet utgjør normalt 60-70 % av den totale verdien (Dahl, 2011, 5).

5.1.1 Totalkapitalmetoden

Denne metoden går ut på å estimere fremtidige netto kontantstrømmer til totalkapitalen, og neddiskontere disse med avkastningskravet til totalkapitalen. Kontantstrømmene kan beregnes slik:

	Driftsresultat før av- og nedskrivninger (EBITDA)
+/-	Endringer i driftsrelatert arbeidskapital eksklusive rentebærende poster
-	Netto investeringer
-	28 % skatt av skattepliktig driftsresultat (EBIT)
=	Kontantstrøm til totalkapitalen

$$Verdi\ av\ selskapet = \sum \frac{CF_t}{(1 + k_T)^t} + terminalverdi$$

Der:

CF_t = netto kontantstrøm

k_T = avkastningskravet til totalkapitalen

t = tidspunkt

Til slutt legger man til en terminalverdi som skal representere evig fremtidige kontantstrømmer utover budsjettperioden.

5.1.2 Egenkapitalmetoden

Denne metoden går ut på å estimere fremtidige netto kontantstrømmer til egenkapitalen, og neddiskontere disse med avkastningskravet til egenkapitalen.

Kontantstrømmene kan beregnes slik:

	Driftsresultat før av- og nedskrivninger (EBITDA)
+	Finansinntekter
-	Finanskostnader
+/-	Endringer i driftsrelatert arbeidskapital eksklusive rentebærende poster
-	Netto investeringer
+	Nye lån
-	Avdrag lån
+	28 % skatt på beregnet skattepliktig resultat
=	Kontantstrøm til egenkapitalen

$$Verdi\ av\ selskapet = \sum \frac{CF_t}{(1 + k_E)^t} + terminalverdi$$

Der:

k_E = avkastningskravet til egenkapitalen

Når de netto kontantstrømmene til egenkapitalen er beregnet, vil estimeringen av selskapet ha et tilsvarende uttrykk som totalkapitalen.

5.1.3 Terminalverdi

Vi kan finne terminalverdien ved hjelp av Gordons formel (Boye og Meyer, 2008):

$$TV_T = \frac{CF_t}{(k - g)}$$

Denne verdien uttrykker uendelige kontantstrømmer etter budsjettperiodens slutt. Formelen kan også uttrykkes slik (Damodaran, 2010, 275):

$$TV_T = \frac{\frac{CF_t \cdot (1+g)}{(k - g)}}{(1+k)^{t+1}}$$

Der:

D_1 = bokført verdi i siste prognose år

g = konstant prosentvis vekst i netto kontantstrøm

k = avkastningskrav

Nevneren neddiskonterer terminalverdien til verdsettelsestidspunktet.

5.2 Resultatbasert metode

Residualinntektsbaserte metoder (RI) beregner verdien av et selskap ved å se på meravkastning i inntjeningen, altså avkastning utover avkastningskravet også kalt superprofitt. Begrepet har eksistert siden 1920-tallet, og de siste årene har det har fått en ny interesse. Særlig under «economic value added» (EVA). Tanken bak EVA er at dersom selskapet betaler renter til kreditorene og utbytte til eierne lik avkastningskravet multiplisert med sysselsatt kapital, vil markedsverdien av selskapet bare øke dersom residualinntekten er positiv (Gjesdal og Johnsen, 1999, 163). Ved verdsettelse av et selskap ved hjelp av EVA-modellen må en gjøre en rekke justeringer i regnskapet før en kan begynne å beregne EVA. Dette er ikke nødvendig dersom en benytter Residualinntektsbasert verdsettelsesmodell (RIV) som er en tilsvarende, men videreutviklet modell. I

RIV-B modellen benytter man bokført verdi som basis på verdsettelsestidspunktet, pluss på nåverdien av fremtidige residualinntekter og legger på en terminalpremie til slutt (Dyrnes, 2011).

Det spesielle med RIV-B er at modellen bruker bokførte verdier som basis. Fordelen ved dette er at vi får registrert verdier på et tidlig stadium, og reduserer terminalleddet som hovedsakelig baserer seg på usikre fremtidige estimer. Dette fjerner en del usikkerhet da terminalleddet i kontantstrømbaserte metoder utgjør en stor verdi av selve estimeringen.

5.2.1 RIV-B

RIV-B modellen kan uttrykkes slik (Dyrnes, 2011, 45).

$$\text{Verdi av selskapet} = B_t + \sum \frac{RI_t}{(1 + k_E)^t} + \text{terminalpremie}$$

Vi kan definere residualinntekt som følger:

$$\text{Residualinntekt (RI)} = \text{resultat etter skatt} - k_E \cdot B_T$$

Der:

$$k_E \cdot B_T = \text{avkastningskravet til egenkapitalen}$$

k_E = avkastningskravet i %

B_T = bokført verdi av egenkapitalen

5.2.2 Terminalpremie

Dersom en forutsetter en konstant prosentvis vekst i residualinntektene kan terminalpremien uttrykkes slik (Dyrnes, 2011, 49):

$$TP_T = \frac{RI_{T+1}}{(k-g)}$$

Der:

RI_{T+1} = residualinntekt

k = avkastningskrav

g = konstant vekst i residualinntekt

Denne må videre neddiskonteres til verdsettelsestidspunktet:

$$TP_T = \frac{\frac{RI_{T+1}}{(k-g)}}{(1+k)^{t+1}}$$

5.3 Avkastningskrav

Avkastningskravet for en virksomhet er den avkastningen som er nødvendig over tid for å trekke kapital til virksomheten (Gjesdal og Johnsen, 1997, 18). Dette er en alternativkostnad som skal reflektere den forventede avkastningen kapitalmarkedet tilbyr ved en tilsvarende investering med samme risiko (Boye og Dahl, 1997). Vi trenger derfor et avkastningskrav når vi skal verdivurdere et selskap.

5.3.1 Kapitalverdimodellen (CAPM)

Ved beregning av avkastningskrav benyttes som regel kapitalverdimodellen. Dette er en enkel teoretisk modell for hva som driver forventet avkastning i finansielle markeder (Norli, 2011, 16). Når vi beregner avkastningskravet ved hjelp av kapitalverdimodellen, finner vi kapitalkostnaden til egenkapital da den skal uttrykke hva investor kan forvente å få i avkastning i en tilsvarende plassering av kapital med samme risiko. Matematisk uttrykkes modellen slik (Bøhren og Michaelsen, 1994):

$$k_E = R_f \cdot S^* + \beta_E \cdot [E(r_m) - R_f \cdot S^*]$$

Der;

k_E = Avkastningskravet til egenkapitalen

R_f = Risikofri rente

S^* = forenklet skattefaktor ($1 - S$)

β_E = Egenkapitalbeta

$E(r_m)$ = forventet avkastning i markedsporteføljen

$[E(r_m) - R_f \cdot S^*]$ = markedets risikopremie, *MP*

5.3.2 Risikofri rente

Risikofri rente er avkastningen du kan oppnå på en sikker aksjeportefølje.

Yieldkurven for statsobligasjoner brukes normalt til å måle risikofri rente.

Deretter må det diskuteres om hvor lang løpetid en skal bruke på

statsobligasjonene for å finne mest relevant risikofri rente. Ved lang løpetid er som oftest yieldkurven for statsobligasjoner større enn ved en kort løpetid (Norli, 2011). Den som er mest relevant henger sammen med hva avkastningskravet skal brukes til. Øyvind Norli (2011) mener at ved en verdivurdering av et selskap basert på kontantstrømmer med en uendelig tidshorisont, må det benyttes langsiktig statsobligasjonsrente. I Norge er dette 10-årig statsobligasjon.

En undersøkelse utført av PWC Norge (2012) underbygger denne påstanden da den viser en klar hovedvekt av respondentene (norske bedrifter) foretrekker å bruke 10-årig statsobligasjon i avkastningskravet.

På bakgrunn av dette velger vi å benytte 10-årig statsobligasjonsrente. Norges Bank beregning av 10-årig statsobligasjonsrente var den 15 mai 2013 på 2,08 %.

5.3.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er differansen mellom avkastningen på markedsporteføljen og risikofrirente. Denne viser hva investor kan forvente i gjennomsnitt å få i meravkastning ved plassere kapital i aksjemarkedet kontra bankinnskudd (Bredesen, 2005). Markedsporteføljen inkluderer alle investormulighetene i økonomien. Det finnes flere måter å estimere risikopremien på, men den mest vanlige metoden er å beregne gjennomsnittlig differanse mellom realisert avkastning på markedsindeksen og en 10-årig statsobligasjon. Denne differansen vil normalt ligge mellom 4,5 % og 5,5 % (Norli, 2011, 19). Espen Sirnes (2010) har beregnet markedets risikopremie basert på data fra Oslo Børs i perioden 1915 og 2009. Her kom han fram til en sats på 4,7 % ved bruk av lang statsrente. I rapporten til PWC Norge (2012) ville hovedvekten av respondentene bruke en langsiktig risikopremie på 5 %. Dette samsvarer med regjeringens og Johnsens (1996) antakelser på hva risikopremien bør være.

Vi velger på bakgrunn av dette å bruke en forhåndsskattejustert risikopremie på 5 %.

5.3.4 Beta (β)

Beta er det tredje og siste elementet i kapitalverdimodellen. Denne verdien er et mål på den systematiske risikoen til en aksje og hvordan den svinger i forhold til

hovedindeksen. Betaen er sjelden lavere enn 0,5 og sjelden høyere enn 2,0 (Boye og Dahl, 1997). Vi kan uttrykke aksjebeta (β_j) slik (Bredesen, 2005, 386):

$$\beta_j = \frac{\text{avkastningens standardavvik} \cdot \text{korrelasjonen mellom } j \text{ og markedet}}{\text{standardavviket til markedsavkastningen}}$$

Betaen forteller oss hva investor kan forvente i avkastning dersom hovedindeksen stiger eller synker. Dersom betaen for en enkeltaksje er på 1,5, betyr det at kursen på denne aksjen vil forventes å stige/synke 50 % mer enn svingningen i markedet. Ved en betaverdi på 0,5 forventes det at aksjen stiger/synker 50 % mindre enn markedet. En betaverdi på 1,0 tilsier at aksjen forventes å svinge i takt med markedet (Bredesen, 2005).

For å finne betaverdien til et unotertselskap som Sportsmaster må vi ta utgangspunkt i et tilsvarende børsnotert selskap. Logikken er at børsnoterte selskaper innen sammen industri står overfor den samme systematiske risikoen, og at vi derfor kan bruke den samme betaen i det unoterte selskapet som det børsnoterte selskapet (Norli, 2011, 19).

Sportsmaster er ikke notert på børs og vi kan derfor ikke beregne betaen med utgangspunkt i historiske aksjekurser i selskapet og markedsporteføljen. Det finnes heller ingen sammenlignbare børsnoterte selskaper der vi kan bruke historiske aksjekurser som en proxy for Sportsmaster.

5.3.5 Likviditetspremie

For unoterte selskap legges det normalt til en likviditetspremie på avkastningskravet. Den legges til som en kompensasjon til investor for å binde kapital i lite likvide aksjer, dvs. binde kapital der det er vanskelig å finne en kjøper eller selger (Boye og Dahl, 1997, 53). En annen grunn til å legge ved en likviditetspremie er i mindre selskaper sitter informasjonen tett hos ledelsen og investor risikerer negative overraskelser.

Flere empiriske studier av amerikansk børsdata viser at denne premien normalt ligger mellom 4 – 5 % for unoterte selskaper (Gjesdal og Johnsen, 1999, 36). Rapporten til PWC Norge (2012) viser at 81 % av respondentene mener små selskaper bør legge ved en likviditetspremie i avkastningskravet. Undersøkelsen

viser også at premien blir større jo mindre markedsverdi selskapet har. Vi forutsetter at markedsverdien til Sportsmaster ligger et sted mellom 0 og 100 millioner, og her viser undersøkelsen at premien bør ligge et sted mellom 4 og 5 %.

Vi vil på bakgrunn av dette legge til en likviditetspremie på 4 % i avkastningskravet.

5.3.6 Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC)

Siden totalkapitalmetoden vurderer selskapets verdi basert på netto kontantstrøm til alle interessentene må vi finne en kapitalkostnad som dekker både aksjonærenes og kreditorenes interesser, før vi kan diskontere de fremtidige kontantstrømmene til verdsettelsestidspunktet. Weighted Average Cost Capital, kalt veid kapitalkostnad på norsk, inkluderer både gjeldskostnaden og egenkapitalkostnaden. WACC kan uttrykkes slik (Koller, Goedhart og Wessels, 2010, 236):

$$WACC = \frac{E}{E+G} k_E + \frac{G}{E+G} r_G (1 - S)$$

Der:

E = markedsverdi av egenkapitalen

G = markedsverdi av gjelden

r_G = gjeldskostnad

Vi kan også utlede totalkapitalkravet ut fra egenkapitalkravet basert på forretningsbeta gitt at selskapet har en risikofri rentebærende gjeld (Gjesdal og Johnsen, 1999, 39):

$$WACC = (1 - S) \cdot R_f + \left[\frac{E}{E+G} \cdot \beta_T \right] \cdot MP$$

6.0 Budsjettering

For å budsjettere fremtidige inntekter kan man gjøre dette ved å se på størrelsen av det totale markedet, se på markedsandeler og videre vurdere veksten (Koller, Goedhart og Wessels, 2010, 193). Denne teknikken skal kunne brukes på alle

selskaper uansett bransje. For å gjennomføre dette i praksis må man finne ut om selskapet har muligheten og ressursene som kreves til å konkurrere effektivt og ta markedsandeler. Et godt sted å starte er å se på historiske data og analyser for å finne ut hvilken posisjon selskapet kan ha i (Koller, Goedhart og Wessels, 2010, 193). Her vil vi ta utgangspunkt i resultatene som ble avdekket i intern- og eksternanalysen i tillegg til å se på historiske data fra regnskapsanalysen. Funnene fra analysene vil danne grunnlaget for budsjetteringen av fremtidige kontantstrømmer.

6.1 Lengden på en ekstraordinær vekstperiode

Det er meget vanskelig å beregne hvor lenge et selskap vil opprettholde høy vekst. Det som er viktig å merke seg at det er ikke et spørsmål om hvor, men når selskapet vil oppleve at veksten bremser opp. Når man antar at et selskap vil oppleve stor vekst i de neste 5-10 årene og legger til grunn at kontantstrømmen til egenkapitalen overstiger avkastningskravet vil dette med tiden tiltrekke seg nye konkurrenter i det åpne marked. Overskuddet som overstiger avkastningskravet vil med tiden reduseres eller forsvinne i sin helhet (Damodaran 2006, 118).

Damodaran (2006) mener det er tre viktige faktorer vi bør se på når vi skal vurdere hvor lenge et selskap kan opprettholde veksten i markedet:

- 1) **Størrelsen på selskapet.** Mindre selskaper har større sannsynlighet for å skape og opprettholde overflødig inntjening enn større selskaper. Dette fordi de har større potensielt marked. Små selskaper i store markeder skal ha gode muligheter for stor vekst over lengre perioder.
- 2) **Eksisterende vekstrate og inntjening.** Selskaper som rapporterer jevnlig vekst i inntekter har større sannsynlighet til å forvente dette også i nærmeste fremtid. Selskaper som har høy avkastning på kapital og inntekt som overstiger avkastningskravet vil sannsynligvis også klare dette de neste årene.
- 3) **Bærekraftige konkurransefordeler.** Dette er den mest kritiske faktoren for lengden av vekstperioden. Hvis det er signifikante barrierer for konkurrenter å etablere seg på markedet og selskapet har betydelige

konkurransefortrinn, kan selskapet opprettholde veksten over lengre perioder. Dersom det kun er mindre barrierer for å etablere seg på markedet og det eksisterende selskapets fordeler minimeres bør vi være mer konservative på tidsperioden vi legger til grunn.

Fra intern analysen har vi identifisert Sportsmaster som et raskt voksende selskap, som befinner seg i kategori tre i livssyklusen. Ut i fra grafens utforming av historiske driftsinntekter ser vi ingen tendens til at denne er avtagende. Vi har også avdekket at inngangsbarrieren for å starte en konkurrerende virksomhet er høy. Fra eksternanalysen kommer det frem at nordmenns treningsvaner økende og befolkningsandelen med høyere utdanning er de mest aktive. Sportsmasters geografiske plassering viser høy grad av tilflytning, mange her har også høyere utdanning. Dette vil gi en større potensiell kundemasse. Ut i fra regnskapsanalysen kan vi konkludere med at Sportsmaster har konkurransefortrinn i forhold til konkurrentene ved at de klarer å utnytte investert kapital på en bedre og mer effektiv måte enn gjennomsnittet av konkurrentene. Sportsmaster oppfyller med dette alle Damodarans kriterier, og vi kan med sikkerhet forvente en økende omsetning i årene som kommer.

Det finnes mye forskjellig synspunkter på hvor lang vekstperiode man bør legge til grunn. McKinsey anbefaler å bruke en tidshorisont på 10-15 år (Koller, Goedhart og Wessels, 2010, 188), mens Damodaran anbefaler en tidshorisont på 5-10 år for raskt voksende selskaper. (Damodaran 2006, 119). Ved en veldig lang tidsperiode lagt til grunn vil usikkerheten rundt analysene stadig bli økende. Man risikerer da å få en unormal høy verdi av selskapet, og påfølgende en sterkt undervurdert verdi dersom man velger for kort periode. Vi velger derfor å sette prognosetiden til 7 år fra 2013 til og med 2019. Siste året i prognosen vil være utgangspunktet for beregningen av terminalleddet.

Videre benytter vi oss av regnskapstall for de siste fem år for beregning av fremtidig utvikling, da dette vil jevne ut eventuelle svingninger i inntekter og kostnader.

6.2 Estimater til fremtidsregnskap

6.2.1 Driftsinntekter

Sportsmaster	2008	2009	2010	2011	2012	Gjennomsnitt
Driftsinntekter	25 284	30 948	39 015	42 266	49 790	37 461
Endring		5 664	8 067	3 251	7 524	6 127
Endring %		22,4	26,1	8,3	17,8	19

Tabell 2 - Prosentvis endring i driftsinntekter

Ut i fra historiske driftsinntekter ser vi at det er relativt stor økning fra år til år, med noe avtagende vekst i 2011. Gjennomsnittlig vekst i perioden er likevel 19%, hvilket er meget betydelig. Det er også verdt å legge at etter samtaler med eierne i selskapet kan de rapportere en vekst i første kvartal i 2013 på hele 29% sammenliknet med 2012. Det vil likevel være urealistisk å forvente at selskapet vil vokse i samme hastighet i de syv neste årene. Derfor velger vi også å se på historiske tall til en av konkurrentene på markedet.

Beach Mountain	2007	2008	2009	2010	2011	Gj. Snitt
Driftsinntekter	47 937	57 214	61 771	74 692	85 882	65 499
Endring		9 277	4 557	12 921	11 190	9 486
Endring %		19,40 %	8,00 %	20,90 %	15,00 %	15,80 %

Tabell 3 - Beach Mountain prosentvis økning i driftsinntekter

Sammenlikner vi omsetningen til Beach Mountain fra 2007 med Sportsmasters tall fra 2012 ser vi at de er tilnærmet like. Ut i fra livssyklusen vil dette også være å betegne som et raskt voksende selskap i den aktuelle perioden. De har hatt en betydelig vekst i perioden med en gjennomsnittlig vekst på 15,8%. Vi er selvfølgelig veldig kritiske til å sammenlikne tallene for to konkurrenter da det er utallige variabler som kan ha forandret seg siden den gang, men det vil fortsatt være et sammenlignbart selskap innenfor samme bransje, og kan gi en indikasjon på hva Sportsmaster kan forvente av fremtidige inntekter i de kommende årene.

Videre velger vi å se på veksten i det totale markedet med alle konkurrerende virksomheter representert. Som det kommer frem i eksternanalysen hadde alle konkurrentene en samlet gjennomsnittlig vekst på ca 8,6% i samme periode. Vi vil senere i oppgaven vise at Sportsmaster har en Beta mellom 1,0 og 1,5. Det vil si at avkastningen til Sportsmaster vil svinge mer enn hovedindeksen på Oslo

Børs (Bredesen, 2005, 387). Det er verdt å legge til at veksten av konkurrenter ikke har noen direkte sammenheng med hovedindeksen på Oslo Børs, med det kan gi en indikasjon på at det er forventet at Sportsmaster med en Betaverdi større enn 1 kommer til å øke mer enn gjennomsnittet av konkurrentene.

Med dette som grunnlag velger vi å beregne en fremtidig utvikling på **10%** årlig de neste syv årene.

6.2.2 Varekostnad

År	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. Snitt
Varekostnad	14 963	17 203	20 967	24 285	29 392	21 362
Endring i %		15,0 %	21,9 %	15,8 %	21,0 %	18,4 %
Andel av driftsinntekt i %	59,2 %	55,6 %	53,7 %	57,5 %	59,0 %	57,0 %

Tabell 4 – Prosentvis endring i varekostnad

Tabell X viser varekostnaden i den aktuelle perioden. Hvis vi sammenlikner den gjennomsnittlige årlige økningen ser vi at den er tilnærmet lik økningen i driftsinntekter i samme periode. Økningen i driftsinntekter og varekostnader er henholdsvis 19 og 18,4%.

I estimeringen velger vi derfor å bruke varekostnaden som en prosentvis andel av driftsinntektene, da inntektene har direkte påvirkning på varekjøpet. Med utgangspunkt i dette forutsettes det at varekostnadene utgjør **57%** av driftsinntektene i budsjettperioden.

6.2.3 Lønnskostnad

År	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. Snitt
Lønnskostnader	3 107	3 947	5 899	6 043	7 311	5 261
Endring i %		27,0 %	49,5 %	2,4 %	21,0 %	25,0 %
Andel av driftsinntekt i %	12,3 %	12,8 %	15,1 %	14,3 %	14,7 %	13,8 %

Tabell 5 – Prosentvis endring i lønnskostnader

Tabell 5 viser til en stadig økning i lønnskostnadene til Sportsmaster. Tall hentet fra SSB viser en gjennomsnittlig økning i lønn for ansatte innen varehandelsbransjen på 3,2% årlig i samme periode. Sportsmaster har en

gjennomsnittlig økning på 25% i lønnskostnader over samme tidsperspektiv. Det kan forklares med at antall årsverk har økt fra 3 stk. i 2008 til 10 stk. i 2012.

SSB	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. Snitt
Månedslønn	31000	31700	32800	34000	35100	32920
Endring i %		2,3	3,5	3,7	3,2	3,2

Tabell 6 – Gjennomsnittlig lønnsutvikling innen varehandel

Den gjennomsnittlige årlige endringen er derfor ingen god indikator for fremtidig lønnsvekst da det blir store variasjoner ettersom bedriften øker antall årsverk. Hvis vi ser på andelen lønnskostnadene utgjør av driftsinntektene ser vi et mer stabilt mønster. Vi velger derfor å benytte **13,8%** i årlig vekst som er gjennomsnittsandelen av driftsinntektene siste fem år.

6.2.4 Avskrivninger

År	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. Snitt
Avskrivning	174	272	314	516	553	366
Endring i %		56,3 %	15,4 %	64,3 %	7,2 %	35,8 %

Tabell 7 - Prosentvis endring i avskrivninger

Avskrivningene til Sportsmaster har de siste fem årene har variert en del, og vi mener det vil være for usikkert å benytte gjennomsnittlig prosentvis økning som en vekstindikator. I internregnskapet ser vi at varige driftsmidler hovedsakelig er inventar. Altinn (2012) opplyser at *Saldogruppe A: Kontormaskiner o.l.* skal saldoavskrives med en sats på 30 %. Vi plasserer inventar i Saldogruppe A, og benytter saldoavskrivninger. Ifølge Ingvaldstad samsvarer dette med avskrivningsmetoden Sportsmaster benytter i dag.

År	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Inventar	1 345	1 595	1 845	2 095	2 345	2 595	2 845
Avskrivning	404	479	554	629	704	779	854

Tabell 8 - Fremtidig avskrivning

6.2.5 Andre driftskostnader

År	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. Snitt
Andre driftskostnader	5 738	7 567	6 564	7 590	9 190	7 330
Endring i %		31,9 %	-13,3 %	15,6 %	21,1 %	13,8 %
Andel av driftsinntekt i %	22,7 %	24,5 %	16,8 %	18,0 %	18,5 %	20,1 %

Tabell 9 – Prosentvis endring i driftskostnader

Denne utgiftsposten består både av faste og variable kostnader. Dette innebærer husleie, drift, nettannonsering, og drift av nettsiden. Her har det vært relativt store prosentvise endringer fra år til år. Det er også her mer stabilitet ut i fra andelen av driftsinntekter. Vi kommer derfor til å budsjettere med at variable driftskostnader utgjør **20,1%** av driftsinntektene hvert år.

6.2.6 Netto finansposter

År	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. Snitt
Finansinntekter	293	1 140	223	103	1 178	587
Finanskostnader	1 505	342	200	197	709	591
Netto finans	- 1 212	798	23	- 94	469	- 3

Tabell 10 – Prosentvis endring i netto Finansposter

Etter samtaler med eierne i selskapet får vi forklart at netto finans er en funksjon av to ting. All varekost er basert på USD kurs 6,0, noe vi også kommer til å bruke som estimat fremover. Med lavere kurs fremkommer finansinntekter og motsatt med finanskostnader. Lånekostnader er den andre delen. Det forventes at denne går ned etter hvert som selskapet styrker egenkapitalen. I budsjetteringsperioden velger vi derfor å sette denne lik 0.

Det er styringsrenten til Norges Bank som hovedsakelig bestemmer kronekursen. Fra eksternanalysen kan vi vise til grafen som tar for seg utviklingen i NOK/USD i perioden 2007 til 2013. I slutten av 2008 ser vi at den norske kronen var veldig svak målt opp mot dollarkursen, noe som resulterte i store finanskostnader for Sportsmaster. Med utgangspunkt i grafen over styringsrenten i prosent fra eksternanalysen viser den anslagsvis at styringsrenten kan forventes å øke til nærmere 3% innen 2016. Dette vil styrke kronekursen og gi Sportsmaster finansinntekter. I skrivende stund ligger NOK/USD kursen på 5,82. Det hersker likevel mye usikkerhet rundt denne posten og som det kommer frem av

historiske tall er gjennomsnittet tilnærmet lik null. Vi velger likevel å basere oss på anslagene til Norges bank om forventet økning i styringsrenten og kommer til å legge til grunn at snittkursen i perioden kommer til å holde seg noe under USD 6,0. Det vil derfor være rimelig å anta at netto finansposter utgjør 100 000 kr i årlig inntekt.

6.2.7 Fremtidsregnskap

Ut i fra analysene har vi utarbeidet følgende regnskap for perioden 2013-2019.

Fremtidsregnskap Sportsmaster							
År	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter	54 769 630	60 246 593	66 271 253	72 898 378	80 188 216	88 207 037	97 027 741
Varekostnad	31 218 689	34 340 558	37 774 614	41 552 075	45 707 283	50 278 011	55 305 812
Lønnskostnader	7 558 209	8 314 030	9 145 433	10 059 976	11 065 974	12 172 571	13 389 828
Avskrivninger	404 000	479 000	554 000	629 000	704 000	779 000	854 000
Andre driftskostnader	11 008 696	12 109 565	13 320 522	14 652 574	16 117 831	17 729 614	19 502 576
Sum Driftskostnader	50 189 594	55 243 153	60 794 569	66 893 626	73 595 088	80 959 197	89 052 217
Driftsresultat	4 580 036	5 003 440	5 476 684	6 004 752	6 593 128	7 247 840	7 975 524
Netto Finans	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000
Resultat før skattekostnad	4 680 036	5 103 440	5 576 684	6 104 752	6 693 128	7 347 840	8 075 524
Skattekostnad	1 310 410	1 428 963	1 561 472	1 709 331	1 874 076	2 057 395	2 261 147
Årsresultat	3 369 626	3 674 477	4 015 212	4 395 422	4 819 052	5 290 445	5 814 378

Tabell 11 - Fremtidsregnskap for Sportsmaster

Det forventes en samlet økning i driftsinntektene på hele 77% i løpet av en syvårsperiode med en påfølgende økning i driftsinntekter på 74%. Årsresultatet forventes å ha en økning tilsvarende 72%.

6.3 Estimater til kontantstrøm

6.3.1 Investeringer

År	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. Snitt
UB Anleggsmidler	677	1 149	3 040	3 530	4 496	
+ Avskrivning	174	272	314	516	553	
- IB Anleggsmidler	1038	677	1 149	3 040	3 530	
= Investering	- 187	744	2 205	1 006	1 519	1 057

Tabell 12 - Prosentvis endring i investeringer

Vi ser at Sportsmaster har investert i snitt 1 057 000 kr i året. Dette er et meget høyt estimat da det har vært større investeringer de siste årene. Dette kommer

av at Sportsmaster flyttet til nye lokaler sommeren 2009. Etter en prat med Ingvaldstad og Borgen har de informert oss om at de ikke planlegger større nyinvesteringer i nær framtid. Vi vil derfor justere dette estimatet kraftig ned til et estimat som kan svare til den strategiske analysen og eiernes opplysninger. Vi setter derfor investeringer til 250 000 kr i prognoseperioden.

6.3.2 Arbeidskapital

År	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. Snitt
Omløpsmidler	10 620	11 219	13 233	13 666	17 526	
- Kortsiktig gjeld	7 446	7 570	8 360	7 302	7 696	
= Arbeidskapital	3 174	3 649	4 873	6 364	9 830	5 578
Driftsinntekter	25 281	30 948	39 015	42 266	49 791	
<i>Andel av driftsinntekt</i>	12,6 %	11,8 %	12,5 %	15,1 %	19,7 %	14,3 %
<i>Endring i %</i>		15,0 %	33,5 %	30,6 %	54,5 %	33,4 %

Tabell 13 – Prosentvis endring arbeidskapital

Arbeidskapital beregnes slik; *Arbeidskapital = omløpsmidler – kortsiktig gjeld* (Kristoffersen, 2005). Denne størrelsen viser selskapets evne til å betjene sine forpliktelser. Dersom arbeidskapitalen er negativ vil dette indikere at likviditeten i selskapet er svært dårlig. Vi ser at arbeidskapitalen i gjennomsnitt utgjorde 14,3 % av driftsinntektene de siste fem årene. Den laveste prosentandelen var i 2009 på 11,8 %, mens den høyeste var i 2012 på 19,7 %. Denne differansen tilsier at estimatet på 14,3 % blir for usikkert. Vi deler derfor opp omløpsmidlene i *Varelager, Fordringer og Bankinnskudd*, og ser på den prosentvise andelen av driftsinntektene i hver enkelt post.

6.3.3 Varelager

År	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. Snitt
Varelager	7 929	4 223	7 485	9 047	9 483	
<i>Andel av driftsinntekt</i>	31,4 %	13,6 %	19,2 %	21,4 %	19,0 %	20,9 %

Tabell 14 - Prosentvis andel varelager av driftsinntekt

Verdien av varelageret falt i 2008/2009. Vi forutsetter at dette hadde sammenheng med finanskrisen, da vi ser at varelageret har økt hvert år fra 2009. Vi ser at prosentandelen at varelageret har utgjort i gjennomsnitt 20,9 % av driftsinntektene. De senere årene har estimatet ligget på rundt 20 % fra 2010 og

fram til 2012. Vi setter derfor på bakgrunn av dette at varelager skal utgjøre **20 %** av fremtidige driftsinntekter.

6.3.4 Fordringer

År	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. Snitt
Sum fordringer	2 559	4 734	2 833	3 063	3 419	
Andel av driftsinntekt	10,1 %	15,3 %	7,3 %	7,2 %	6,9 %	9,4 %

Tabell 15 - Prosentvis andel fordringer av driftsinntekt

Fordringer har de siste fem årene utgjort i gjennomsnitt 9,4 % av driftsinntektene. Vi ser også her at prosentandelene avviker særlig i 2008/2009 fra de kommende årene. Vi antar at dette har sammenheng med finanskrisen og at det var nedsatt betjeningsevne hos kundene i denne perioden. Vi ser i de senere årene (2010-2012) at fordringer har utgjort nærmere **7 %** av driftsinntektene og vi legger dette estimatet til grunn i prognosen, da PESTEL-analysen ikke indikerer ytterligere etterdrønninger av finanskrisen.

6.3.5 Bankinnskudd

År	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. Snitt
Bankinnskudd	133	2 262	2 914	1 556	4 555	
Andel av driftsinntekt	0,5 %	7,3 %	7,5 %	3,7 %	9,1 %	5,6 %

Tabell 16 - Prosentvis andel bankinnskudd av driftsinntekt

Bankinnskuddene har vært noe varierende. Den har i gjennomsnitt utgjort 5,6 % av driftsinntektene, men i 2008 var det vesentlig mindre på konto enn de senere årene. Vi velger derfor å se bort ifra dette året, og beregner estimatet til prognosen på bakgrunn av de fire siste årene. Dette gir en gjennomsnittlig prosentandel av driftsinntekter på 7 %, som vi igjen justerer ned til **6 %** da det siste året har vært betydelig større enn de foregående årene.

6.3.6 Kortsiktig gjeld

År	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. Snitt
Kortsiktig gjeld	7 446	7 570	8 360	7 302	7 696	7 675
Endring i %		2 %	10 %	-13 %	5 %	1 %
Andel av driftsinntekt	29,5 %	24,5 %	21,4 %	17,3 %	15,5 %	21,6 %

Tabell 17 - Prosentvis endring i kortsiktig gjeld

Den kortsiktige gjelden har de fem siste årene utgjort i gjennomsnitt 21,61 %. Den har gradvis sunket hvert år med ca. 20 % av driftsinntektene, men selve verdien har holdt seg forholdsvis stabilt på ca. 7 500 000 kr med en gjennomsnittlig vekst på 1 %. Vi velger derfor legge gjennomsnittet veksten av den kortsiktige gjelden til grunn i prognosen.

6.3.7 Fremtidig arbeidskapital

År	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Varelager	10 953 926	12 049 319	13 254 251	14 579 676	16 037 643	17 641 407	19 405 548
Fordringer	3 833 874	4 217 262	4 638 988	5 102 886	5 613 175	6 174 493	6 791 942
Bankinnskudd	3 286 178	3 614 796	3 976 275	4 373 903	4 811 293	5 292 422	5 821 664
Sum omløpsmidler	18 075 991	19 883 390	21 871 528	24 058 481	26 464 128	29 110 340	32 021 174
- Kortsiktig gjeld	7 575 000	7 650 750	7 727 258	7 804 530	7 882 575	7 961 401	8 041 015
Arbeidskapital	10 500 991	12 232 640	14 144 271	16 253 951	18 581 553	21 148 939	23 980 158
Endring i arbeidskapital	670 991	1 731 649	1 911 631	2 109 680	2 327 602	2 567 386	2 831 219

Tabell 18 - Fremtidig arbeidskapital

Ut fra estimatene vi kom fram til tidligere har vi beregnet fremtidig arbeidskapital.

6.4 Fremtidig egenkapital

Historiske regnskapstall viser at egenkapitalen har hatt en økning i gjennomsnitt på 42 % hvert år. Vi anser dette som meget optimistisk, og vi ønsker derfor å se på andre estimater. I tabellen under ser vi hvor mye egenkapitalen har utgjort av driftsinntektene tidligere. Her har det vært en jevn økning, med et gjennomsnitt på 20 %. Videre prognose av driftsinntekter baseres på en årlig vekst på 10 %. Dette gjelder også årsresultatet som vil ligge på ca. 10 % vekst hvert år. Vi antar derfor at andel av egenkapitalen vil utgjøre 30 % av fremtidig driftsinntekt. Dette innebærer at den i likhet med driftsinntekter og årsresultat vil ha en økning på ca. 10 % per år, noe som vi kan anse som realistisk.

År	2008	2009	2010	2011	2012	Gj. Snitt
Egenkapital	3 573	4 700	7 863	9 894	14 258	
Endring i %		32 %	67 %	26 %	44 %	42 %
% av driftsinntekt	14 %	15 %	20 %	23 %	29 %	20 %

Tabell 19 - Prosentvis endring i egenkapital

Fremtidig egenkapital utgjør **30 %** av fremtidige driftsinntekter, og vil gi følgende estimater.

År	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter	54 769 630	60 246 593	66 271 253	72 898 378	80 188 216	88 207 037	97 027 741
Egenkapital	16 430 889	18 073 978	19 881 376	21 869 513	24 056 465	26 462 111	29 108 322

Tabell 20 - Fremtidig egenkapital

6.5 Skatt

I revidert nasjonalbudsjett for 2013 legger regjeringen frem forslag om å senke selskapsskatten fra 28 % til 27 %. Vi velger likevel å legge til grunn en skattesats på 28 % som er gjeldene selskapsskatt.

6.6 Evig vekst

I terminalleddet i verdsettelsen som følger må vi finne en evig vekstfaktor for Sportsmaster. Denne verdien skal representere nåverdien av alle fremtidige kontantstrømmer. Hittil har vi begrunnet en vekstfaktor i budsjett perioden med utgangspunkt i analysene vi har utarbeidet. Videre hersker det meget stor usikkerhet for de påfølgende årene etter den aktuelle perioden, og vi anser derfor analysene for å være foreldet ved utløpet av 2019. Det forutsettes at Sportsmaster vil følge utviklingen i markedet og evig vekst faktor settes derfor lik **2,5 %** som er inflasjonsmålet til Norges Bank.

7.0 Verdivurdering av Sportsmaster

Med utgangspunkt i budsjetteringskapittelet som bygger på forutsetningene fra analysene vi har gjennomført, vil vi nå benytte denne informasjonen til å foreta en verdivurdering av Sportsmater. Vi finner verdien av selskapet ved å anvende tre inntjeningsbaserte metoder. Disse er henholdsvis; egenkapital- og total kapital metoden i tillegg til RIV-B metoden. Første steg i prosessen er å finne avkastningskravet.

7.1 Avkastningskravet til egenkapitalen

Den vanligste metoden ved beregning av avkastningskravet er ved hjelp av kapitalverdimodellen (CAPM). Denne modellen består som sagt av tre elementer;

risikofri rente, beta og markedets risikopremie. Som vi har nevnt tidligere i oppgaven har ikke Sportsmaster tilgjengelige betaverdier da selskapet og sammenliknbare konkurrenter ikke er notert på børsen.

Vi er derfor nødt til å beregne avkastningskravet ved en skjønnsmessig vurdering av risiko. Vi kan beregne avkastningskravet basert på en risikoratingsmodell, der vi fastsetter risikoscorer basert på analysene. Deretter omregnes dette til et risikopåslag på risikofri rente (Dahl, 2010, 41). Modellen kalles *integrert risikoanalyse modell*. I modellen ser vi på intern-, ekstern- og finansiellrisiko. Klassifiseringen er basert på en ratingskala der 1 er lav risiko og 5 er høy risiko. De enkelte risikoelementene vektet fra 1 – 3 der 1 har liten betydning og 3 har stor betydning (Boye og Dahl, 1997, 10).

Integrert risikoanalysemodell	Klassifisering	Vekt	Score	
Intern risiko				
Sårbarhet på ansatte		4		
Tap av leverandører		3		
<i>Gjennomsnitt</i>		3,5	2	7
Ekstern risiko				
Konkurrenter		3		
Nye aktører		3		
Trussel fra substitutter		5		
Kunde lojalitet/tap av kunder		2		
<i>Gjennomsnitt</i>		3,25	3	9,75
Økonomisk/finansiell risiko				
Konkursrisiko		2		
Styringsrente		3		
Valuta		4		
Politiske forhold		4		
<i>Gjennomsnitt</i>		3,25	2	6,5
SUM		3,32	7	23,25

Tabell 21 - Integrert risikoanalysemodell

Etter å ha multiplisert gjennomsnittlig klassifisering med vekt, sitter vi igjen med en score for hvert klassifiseringselement. Vi summerer dette og dividerer på total vekt (23,25/7) og sitter igjen med en overordnet risikoklassifisering på 3,32.

Beregning av risikotillegg	Risikoklassifisering	Risikotillegg
-----------------------------------	-----------------------------	----------------------

<i>Liten risiko</i>	1,0 - 1,5	0 % - 4 %
<i>moderat risiko</i>	1,5 - 2,0	4 % - 8 %
<i>middels risiko</i>	2,0 - 3,0	8 % - 12 %
<i>over gjennomsnittlig risiko</i>	3,0 - 3,5	12 % - 16 %
<i>Høy risiko</i>	3,5 - 4,0	16 % - 20 %
<i>Meget høy risiko</i>	4,0 <	20 % <

Tabell 22 - Beregning av risikotillegg

Interpolering gir oss et forretningsmessig risikotillegg på 14,57 %. Videre kan vi beregne nominelt avkastningskrav.

Avkastningskrav til egenkapital e. skatt

<i>Risikofri rente</i>	2,08 %
<i>Forretningsmessig risikotillegg</i>	14,57 %
Nominelt avkastningskrav f. skatt	16,65 %
<i>Skatt (28 %)</i>	4,66 %
Nominelt avkastningskrav e. skatt	11,99 %

Tabell 23 - Avkastningskrav til egenkapitalen

Her har vi kommet fram til et avkastningskrav på 12,00 %. For å kontrollere at avkastningskravet vi har kommet fram til er realistisk, sammenligner vi dette med CAPM-modellen. Her tar vi i utgangspunkt i verdiene vi har valgt i teorikapittelet (kapittel 6.3) og betaverdier 0,5, 1,0 og 1,5. Dette gir oss følgende avkastningskrav:

$$k_E = R_f \cdot (1 - S) + \beta_E \cdot MP + LP$$

CAPM

<i>Risikofri rente</i>	2,08 %	2,08 %	2,08 %
<i>Skatt</i>	28,00 %	28,00 %	28,00 %
<i>Risikopremie</i>	5,00 %	5,00 %	5,00 %
<i>Beta</i>	0,50	1,00	1,50
<i>Likviditetspremie</i>	4,00 %	4,00 %	4,00 %
Avkastningskrav	8,00 %	10,50 %	13,00 %

Tabell 24 - Kapitalverdimodellen

Ut i fra tabellen ser vi at vårt avkastningskrav på 12 % vil gi en betaverdi mellom 1,0 og 1,5 noe som vi anser som realistisk.

7.2 Avkastningskravet til totalkapitalen

Når vi beregner avkastningskravet til totalkapitalen er det viktig at man kun tar hensyn til den rentebærende gjelden. Dette kommer av at man må ta hensyn til endringer i den rentefrie gjelden da den er avhengig av omsetningen når man beregner kontantoverskuddene til totalkapitalen. (Boye og Meyer 2008). Vi finner derfor egenkapital- og gjeldsandel ut fra sysselsatt kapital.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gjennomsnitt
Sum egenkapital	2 839	3 708	3 573	4 700	7 863	9 894	14 257	6 691
Sum langsiktig gjeld	530	448	278	98	50	0	0	201
Sum kortsiktig gjeld	4 921	6 457	7 446	7 570	8 360	7 302	7 696	7 107
Totalkapital	8 290	10 613	11 297	12 368	16 272	17 196	21 953	13 998
Sysselsatt kapital	3 369	4 156	3 851	4 798	7 912	9 894	14 257	6 891
Egenkapitalandel	0,84	0,89	0,93	0,98	0,99	1,00	1,00	0,95
Gjeldsandel	0,16	0,11	0,07	0,02	0,01	0,00	0,00	0,05

Tabell 25 - Egenkapital- og gjeldsandel

Fra historiske regnskap har Sportsmaster hatt en gjennomsnittlig egenkapitalandel på 0,95 og gjeldsandel på 0,05. Vi setter på bakgrunn av dette, og at Sportsmaster ikke har planer om gjeldsfinansierte nyinvesteringer i årene framover, gjeldsandelen til 0 og egenkapitalandelen til 1. Dette gir oss et avkastningskrav til totalkapitalen likt avkastningskravet til egenkapitalen da siste ledd i WACC faller bort:

$$WACC = \frac{E}{E+G} k_E + \frac{G}{E+G} r_G (1 - S)$$

$$WACC = 1 \cdot 12 \% + 0$$

$$WACC = k_T = 12 \%$$

7.3 Verdivurdering ved bruk av Totalkapitalmetoden

For å kunne benytte seg av denne metoden må vi først beregne den forventede kontantstrømmen til totalkapitalen. Tabellen under følger kontantstrømoppsettet som er forklart i teorikapittelet.

Kontantstrøm til Totalkapitalen							
År	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsresultat	4 580 036	5 003 440	5 476 684	6 004 752	6 593 128	7 247 840	7 975 524
(-) Skatt (28%)	1 282 410	1 400 963	1 533 472	1 681 331	1 846 076	2 029 395	2 233 147
Driftsresultat etter skatt (NOPLAT)	3 297 626	3 602 477	3 943 212	4 323 422	4 747 052	5 218 445	5 742 378
(+) Avskrivninger	404 000	479 000	554 000	629 000	704 000	779 000	854 000
(-) Investeringer	-250 000	-250 000	-250 000	-250 000	-250 000	-250 000	-250 000
(+/-) Endring Arbeidskapital	-670 991	-1 731 649	-1 911 631	-2 109 680	-2 327 602	-2 567 386	-2 831 219
Kontantstrøm til Totalkapitalen	2 780 635	2 099 828	2 335 581	2 592 742	2 873 450	3 180 059	3 515 159
Nåverdi av kontantstrømmene	kr 12 298 504						
Terminalverdi	14 944 354						
Verdi	kr 27 242 857						

Tabell 26 - Kontantstrøm til totalkapitalen

Nå som vi har funnet de fremtidige kontantstrømmene neddiskonteres disse med avkastningskravet for å finne dagens verdi. Videre adderes terminalverdien til nåverdien av kontantstrømmene og vi får den totale verdien av selskapet. Dette er beregnet med følgende formel (se kapt. 5.1.):

$$\text{Verdi av selskapet} = \sum \frac{CF_t}{(1 + k_T)^t} + \frac{CF_{t*(1+g)}}{(k_T - g)(1 + k_T)^{t+1}}$$

I henhold til teorikapittelet skal rentebærende gjeld trekkes fra når man har benyttet seg av formelen ovenfor. I og med at Sportsmaster ikke har noen rentebærende gjeld er ikke dette relevant i dette tilfellet. Verdien av Sportsmaster ved bruk av totalkapitalmetoden er **27 242 857kr.**

7.4 Verdivurdering ved bruk av Egenkapitalmetoden

Her beregnes kontantoverskuddet til egenkapitalen. Med utgangspunkt i disse vil vi finne verdien av Sportsmaster. Følgende kontantstrøm kan forventes i løpet av perioden.

Kontantstrøm til Egenkapitalen							
År	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Årsresultat	3 369 626	3 674 477	4 015 212	4 395 422	4 819 052	5 290 445	5 814 378
(+) Avskrivninger	404 000	479 000	554 000	629 000	704 000	779 000	854 000
(-) Investeringer	-250 000	-250 000	-250 000	-250 000	-250 000	-250 000	-250 000
(+/-) Endring Arbeidskapital	-670 991	-1 731 649	-1 911 631	-2 109 680	-2 327 602	-2 567 386	-2 831 219
(+/-) Endring rentebærende gjeld	0	0	0	0	0	0	0
Kontantstrøm til Egenkapitalen	2 852 635	2 171 828	2 407 581	2 664 742	2 945 450	3 252 059	3 587 159
Nåverdi av kontantstrømmene	kr 12 627 094						
Terminalverdi	15 250 455						
Verdi	kr 27 877 549						

Tabell 27 - Kontantstrøm til egenkapitalen

Egenkapitalmetoden tar utgangspunkt i årsresultat, mens totalkapitalmetoden baserer seg på driftsresultat. Nå som vi har funnet kontant strømmen beregner vi verdien av selskapet slik (se kapt. 5.1):

$$\text{Verdi av selskapet} = \sum \frac{CF_t}{(1 + k_E)^t} + \frac{CF_{t^*}(1+g)}{(k_E - g)(1 + k_E)^{t+1}}$$

Som det fremkommer av tabellen er verdien av selskapet ved bruk av egenkapitalmetoden **27 877 549 kr.**

7.5 Verdivurdering ved bruk av RIV-B metoden

RIV-B modellen bygger på tre verdier. Bokført verdi av egenkapital på verdsettelsestidspunktet, nåverdi av fremtidige residualinntekter, og en terminalpremie (se kapt. 5.2):

$$\text{Verdi av selskapet} = B_t + \sum \frac{RI_t}{(1 + k_E)^t} + \frac{RI_{t+1}}{(k_E - g)(1 + k_E)^{t+1}}$$

RIV - B	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Årsresultat	3 369 626	3 674 477	4 015 212	4 395 422	4 819 052	5 290 445	5 814 378
Krav til avkastning	1 971 707	2 168 877	2 385 765	2 624 342	2 886 776	3 175 453	3 492 999
Residualinntekt (Rit)	1 397 919	1 505 599	1 629 447	1 771 080	1 932 276	2 114 992	2 321 379
Terminalpremie (TP)							24 435 568
Nåverdi residualinntekt	7 951 779						
Nåverdi terminalpremie	9 869 116						
Bokført verdi tidspunkt 0	14 257 535						
Sum verdi	32 078 430						

Tabell 28 - RIV-B modellen

Av balanseoppstillingen til Sportsmaster for 2012 var verdien av egenkapitalen 14 257 535 kr per 31.12.12.

Videre skal vi beregne fremtidige residualinntekter. Dette gjør vi ved å finne verdien av avkastningskravet hvert år og trekke den fra årsresultatet. Nåverdien av de fremtidige residualinntektene utgjør andre ledd i RIV-modellen, og er pålydende 7 951 779 kr.

Siste ledd består av terminalpremien.

$$TP_T = \frac{2321379}{(0,12 - 0,025)}$$

$$TP_T = 24 435 568 \text{ kr.}$$

Dette blir 9 869 116 kr neddiskontert til verdsettelsestidspunktet.

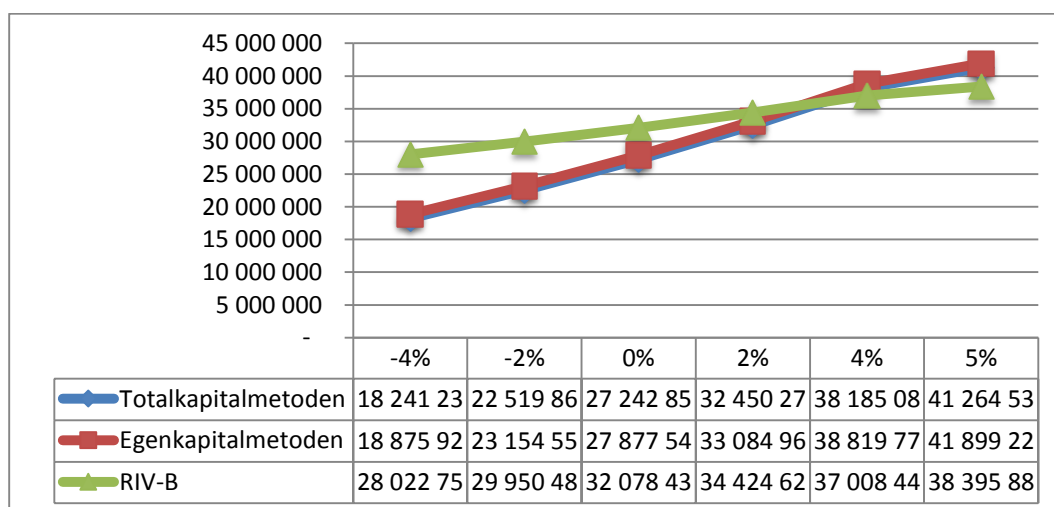
Estimert verdi av Sportsmaster ved bruk av RIV-modellen er **32 078 430 kr.**

8.0 Sensitivitetsanalyse

Det vil alltid være usikkerhet knyttet til verdivurdering av et selskap. Det er vanskelig å forutse hva som vil skje i fremtiden og vi har derfor vært nødt til å ta en del forutsetninger ut i fra resultatene i analysene. Eierne av selskapet har også vært noe mer optimistiske når det kommer til vekst enn det anslaget vi har lagt frem. Vi kommer derfor til å benytte oss av en sensitivitetsanalyse for å se i hvilken grad endringer i forutsetninger og variabler påvirker den totale verdien av selskapet og sammenlikne de tre ulike verdsettingsmetodene.

8.1 Endring i driftsinntekter

Sportsmaster hadde i løpet av perioden fra 2008-2012 en gjennomsnittlig vekst på 19%. Vi mener det vil være urealistisk å budsjettere med en slik vekst i 7 år fremover i tid, da verdien av selskapet vil bli unaturlig høy. Vi valgte derfor å basere oss på en årlig vekst på 10%. Det er selvfølgelig store muligheter for at veksten både vil bli høyere og lavere enn vårt estimat og derfor har vi sett på utfallet av ulike scenarier. Forutsatt at alle andre variabler forblir de samme har vi beregnet hva verdien av selskapet vil bli innenfor et intervall fra -4% til +5% endring av driftsinntekter. 0% er vårt verdiestimat.

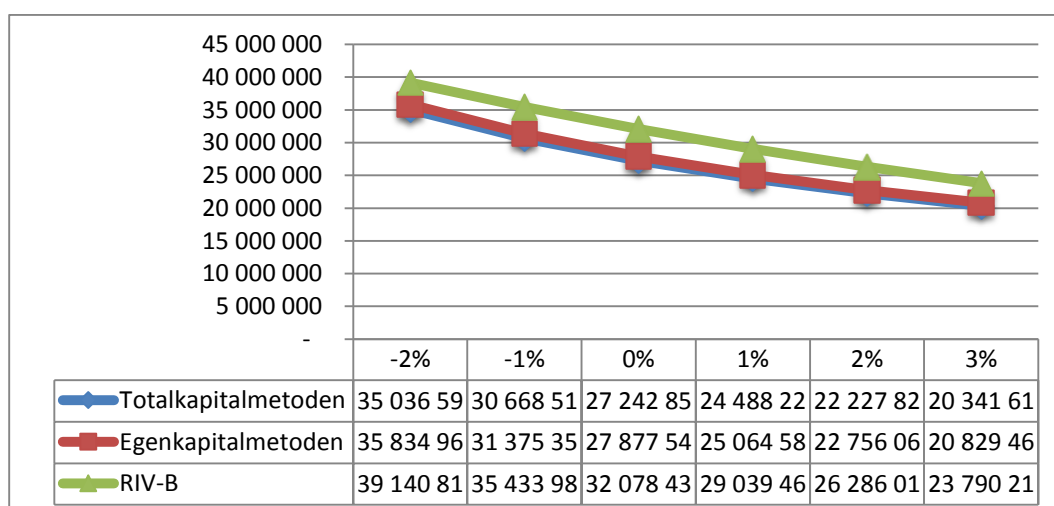


Figur 22 – Endring i driftsinntekter

Som det kommer frem av figuren gir små endringer store utslag når det kommer til verdien av selskapet. Her ser vi også at Totalkapital og Egenkapitalmetoden er mer sensitive for endringer i driftsinntekter enn RIV-B metoden, som påpekt i teorikapittelet. Dette har sammenheng med at RIV-B tar utgangspunkt i bokførte verdier. Selv om inntektene reduseres vil fortsatt den bokførte verdien forbli konstant. En økning i driftsinntekter på 9 % vil resultere i en økning av selskapsverdi på ca 128 % med totalkapital og egenkapitalmetoden, mens RIV-B gir en tilsvarende økning på 37 %. Vi kan konkludere med at RIV-B viser mer stabilitet med utgangspunkt i endring i driftsinntekter. Med Borgens anslag for fremtidig vekst på 12% er verdien av selskapet ca 33 mill, mens Ingvoldstads anslag på 15% vil gi en verdi på henholdsvis 40 mill.

8.2 Endring i avkastningskrav

I verdsettingskapittelet benyttet vi en risikoanalysemodell for å fastsette avkastningskravet til egenkapitalen. Med utgangspunkt i denne beregnet vi dette til 12%, som også er gjeldene for totalkapitalen (WACC), da selskapet ikke har noen rentebærende gjeld. Gjeldene avkastningskrav bygger også på en rekke forutsetninger og vil derfor være åpent for diskusjon. Vi beregner derfor hvor sensitiv endringen i avkastningskravet er for totalverdien av selskapet innenfor et intervall på -2% til 3%. Resultatene vises i tabellen som følger.



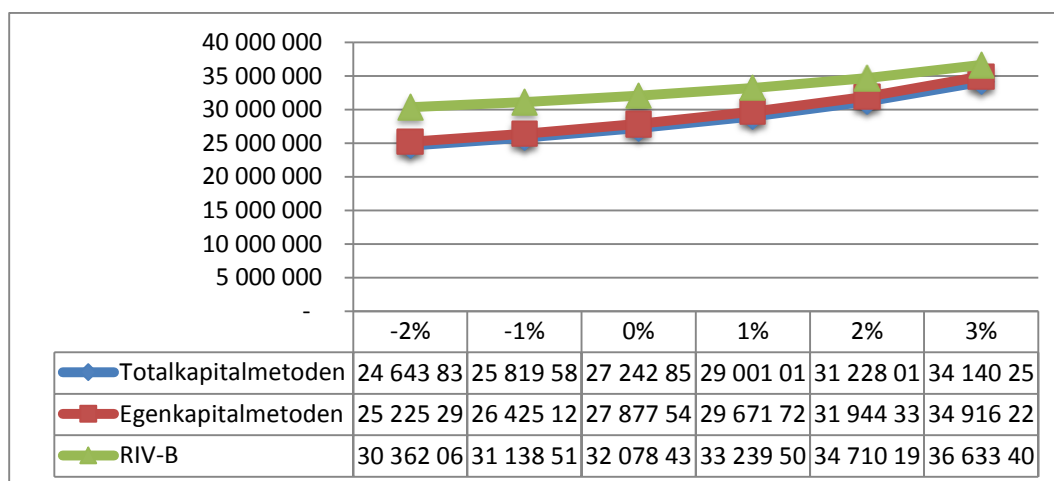
Figur 23 - Endringer i avkastningskrav

Ut i fra tabellen ser vi at endring i avkastningskrav påvirker verdien av selskapet i mindre grad enn endring av driftsinntektene. Ved en økning på 1% i

avkastningskrav vil verdien synke med ca. 12,5% ved bruk av total og egenkapitalmetoden, mens RIV-B gir en nedgang på 9%. Hvis vi strekker oss over hele intervallet fra 10% til 15% vil total og egenkapitalmetoden gi en reduksjon i selskapsverdi på 42%, mens RIV-B gir en reduksjon på ca. 39%. Dette viser at verdien av selskapet synker i takt med økende risiko knyttet til driften.

8.3 Endring evig vekst

Det er uvisst når Sportsmaster vil gå ut i neste steg i livssyklusen og rapportere mer stabile driftsinntekter. Usikkerheten fører til at vi valgte å sette den evige vekstfaktoren lik 2,5 % som tidligere nevnt i budsjetteringskapittelet. For å finne sensitiviteten rundt verdiestimatene ser vi på et intervall som strekker seg fra -2 % til +3 %.

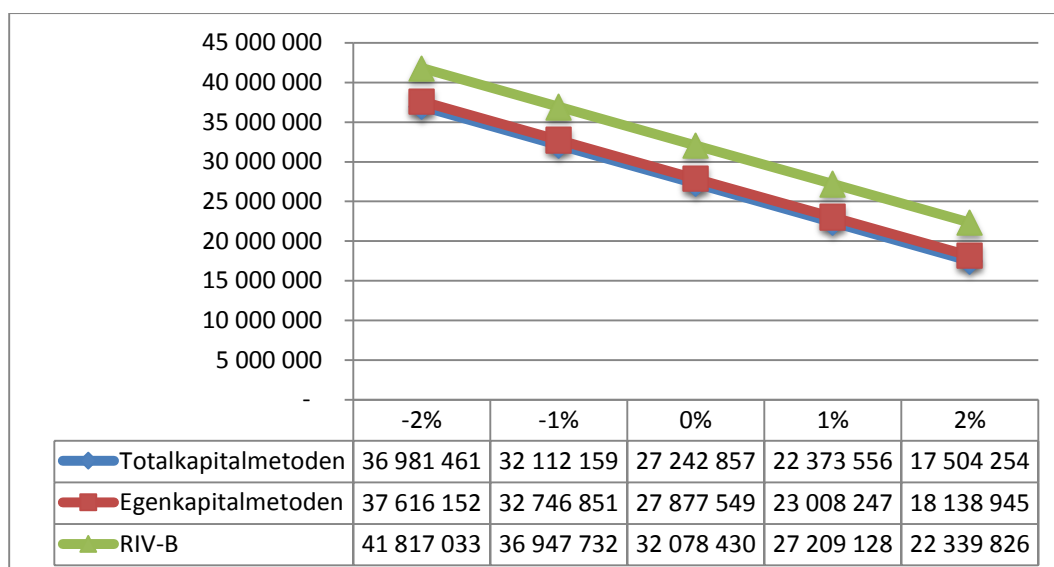


Figur 24 - Endring i evig vekst

En økning på 1 % i vekstfaktor tilsvarer en økning på ca. 7 % i selskapsverdi ved bruk av total og egenkapitalmetoden, mens det resulterer i en økning på ca. 3 % ved RIV-B. For hele intervallet gir 5.% økning i vekstfaktor henholdsvis økning på 41 % ved TK og EK metoden, og 20 % med RIV-B. Også her viser det seg at sistnevnte er den metoden som er minst sårbar for endringer i estimatene.

8.4 Endring totale kostnader

Videre ønsker vi å se hvor mye utslag endring i de totale kostnader vil påføre verdien av Sportsmaster. I budsjetteringskapittelet kommer det frem at de totale kostnadene utgjør en prosentandel av driftsinntektene.



Figur 25 - Endring i totale kostnader

Her ser vi at verdianslagene er veldig sensitive for endring i kostnadene. Det har sammenheng med at de totale kostnadene til Sportsmaster har direkte påvirkning på kontantstrømmen fra driften. En økning tilsvarende 1 prosentpoeng vil resultere i en redusert selskapsverdi på ca. 18 % i henhold til egenkapital og totalkapital modellen. RIV-B kan vise til en reduksjon på ca. 15 % for tilsvarende økning i kostnader. For hele intervallet på 4 % gir total og egenkapital modellen en reduksjon på 52 %, mens RIV-B gir 40 %.

Ellers er det verdt å legge til at med lønnskostnader på ca. 7,3 mill. fordelt på 10 årsverk er dette langt over gjennomsnittet i bransjen. Dette tilsvarer en lønn på kr 730 000 pr årsverk. Som det kommer frem av tabellen til SSB i budsjetteringskapittelet er snittlønna innenfor varehandelsbransjen ca. 420 000kr. Høye lønnskostnader påvirker kontantstrømmen i negativ grad, som igjen reduserer selskapsverdien. Ved et eventuelt salg ville det vært aktuelt å justere lønnskostnadene ned, ved å se bort fra det eierne tar ut i lønn. Dette ved å eksempelvis bruke gjennomsnittslønnen til en ansatt på varehandelsbransjen som et utgangspunkt. Vi velger likevel å ta utgangspunkt i dagens situasjon i budsjetteringen.

8.5 Endring i dollarkurs

Vi har nevnt tidligere at all varekost er basert på 6,0 USD noe vi også kommer til å bruke som estimat fremover. Dette vil ha påvirkning på årsregnskapet under finansposter. Dersom kursen er under 6,0 USD (sterk krone) vil vi oppnå en valutagevinst, og dette føres opp på finansinntekter i regnskapet. Det motsatte skjer dersom kursen er over 6,0 USD (svak krone), og valutatapet føres opp under finanskostnader. Vi ser her at svingninger i valutakursen vil ha påvirkning på årsresultatet.

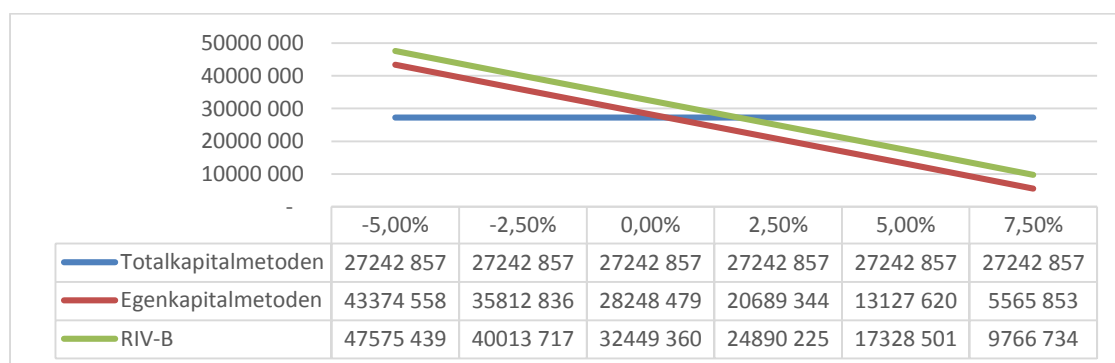
Siden det har vært store svingninger de siste årene og gjennomsnittet av netto finansposter de siste årene har vært kr -3 000, har vi lagt inn en konstant valutagevinst på kr 100 000 i fremtidsregnskapet. Vi skal nå se på konsekvensen av verdiestimering som følge av svingninger i valutamarkedet.

Vi vil ta utgangspunkt i estimer fra fremtidsregnskapet i 2013 for å beregne hva kursen dette året må være for at Sportsmaster skal oppnå en valutagevinst på 100 000 kr.

Driftsinntekter i NOK – Driftsinntekter i USD * $\frac{NOK}{USD}$ = netto finansposter

$$31\,218 - \frac{29392}{5,5} * X = 100\,000$$

$X = 5,98 \frac{NOK}{USD}$ er kursen i denne situasjonen.



Figur 26 - Valutakurs endringer

Vi ser av diagrammet at svingninger i valutamarkedet påvirker verdiestimeringen i stor grad. I vedlegg 5 har vi laget en tabell som viser hvor mye netto finansinntekter blir påvirket av valutakursen. Det er viktig å merke seg at kursen

har de siste fire årene vært i gjennomsnitt 5,90 USD og at vår PESTEL-analyse konkluderte med at den vil svinge minimalt årene fremover. Dessuten ville Sportsmaster justert prisene dersom en stigningstrend skulle forekommet.

Vi ser her at total kapitalmetoden ikke tar hensyn til finanspostene, noe som egenkapitalmetoden og RIV-B metoden gjør. Dette har noe med at finansinntekter kommer investorene til gode, og ikke kreditorene. Dersom valuta kursen hadde vært 7,50 % høyere enn beregnet kurs for 2013, ville total kapitalmetoden gitt en kunstig høy verdi. Egenkapitalmetoden baserer seg på fremtidig kontantstrøm til egenkapitalen, og negative finansposter spiser opp denne kontantstrømmen og verdien justeres deretter. Når det gjelder RIV-B ville denne situasjonen gitt mindre avkastning enn avkastningskravet og nåverdien av fremtidige residualinntekter og terminalleddet blir negativt. Men den bokførte verdien av egenkapitalen på verdsettelsestidspunktet viser at det fortsatt er verdier i selskapet.

8.6 Oppsummering

For å oppsummere ser vi at den parameteren som er mest sensitiv for endringer er de totale kostnadene etterfulgt av avkastningskravet og endring i driftsinntekter. Likevel føler vi at kostnadene er den mest sikre parameteren da mesteparten utgjør varekostnader som er direkte knyttet opp mot driftsinntekter. Fra budsjetteringen ser vi at det har vært relativt små endringer i det historiske regnskapet. Vi mener derfor at de største usikkerhetsmomentene rundt selskapsverdien er driftsinntekter og avkastningskravet. Vi har også bevist momentet fra teorikapitlet om at RIV-B metoden er mindre sensitiv for endringer i parametere enn de kontantstrømbaserte metodene.

9.0 Konklusjon

Formålet med oppgaven har vært å finne verdien av Nordic Sportsmaster AS fra eiernes perspektiv. For å kunne komme med et fornuftig anslag har det vært vesentlig å gjennomføre omfattende analyser for å kartlegge interne og eksterne forhold, samt økonomiske aspekter knyttet til bedriften.

Resultatene fra analysene forteller oss at Sportsmaster er et meget solid selskap med forventninger om stor vekst i fremtiden. Vi har også identifisert varige konkurransefortrinn i forhold til konkurrentene. Fra regnskapsanalysen kunne vi konkludere med at selskapet har en mer effektiv utnyttelse av kapital enn gjennomsnittet av konkurrentene.

Med dette som grunnlag har vi gjennomført en verdivurdering av Sportsmaster ved hjelp av forskjellige inntjeningsbaserte modeller. Dette resulterte i tre verdierestimer. Resultatene er noe avvikende, grunnet forskjellig oppbygning av verdsettelsesmodellene som det kommer frem av tabellen.

Verdsettingsmetode	Verdi
Totalkapitalmetoden	27 242 857
Egenkapitalmetoden	27 877 549
RIV-B metoden	32 078 430

Vi velger å konkludere med resultatet fra RIV-B modellen, da det kommer fram i sensitivitetsanalysen at denne er minst sårbar for endringer av variabler. Verdien av selskapet som et "going concern" er derfor: **kr 32 078 430,-**.

Verdien av selskapet	32 078 430
Antall aksjer	2000
Verdiestimat pr aksje	16 039 kr

Denne verdien utgjør 16 039kr pr aksje. Selskapets eneste aksjonærer er Paul Einar Borgen og Frode Ingvaldstad med en eierandel på 50% hver. Verdien av aksjene fordeles derfor med **kr 16 039 215,-** til Borgen og Ingvaldstad.

10.0 Oppgavekritikk

Som det er blitt nevnt innledningsvis bygger selve verdsettingen på mye forutsetninger og historiske data. Det vil derfor være stor usikkerhet knyttet til verdien av selskapet. Sportsmaster tilhører en bransje der det ikke er noen sammenlignbare selskaper som er børsnotert. Dette har ført til at har måttet benytte oss av alternative metoder for å finne risikoen knyttet til selskapet. Selskapets avkastningskrav ble funnet ved bruk av en integrert risikoanalyse modell, med utgangspunkt i funnene fra analysene. Vi har etter beste evne

kommet frem til et avkastningskrav som vi mener er realistisk, men virkeligheten kan selvfølgelig være noe annerledes.

Nå er det slik at teoretisk verdi ikke alltid stemmer overens med reell markedsverdi. Ved et eventuelt salg ville salgsprisen vært et resultat av forhandlinger mellom kjøper og eier. Vi har begrenset oss til å se på verdien fra eierens perspektiv i denne oppgaven. En potensiell kjøper vil med stor sannsynlighet være av en annen oppfatning når det kommer pris. Det kan også diskuteres hvorvidt vi har vært noe konservative når det kommer til forventet vekst i perioden. Historiske tall tilsier at veksten kommer til å utgjøre mer enn 10% årlig, noe eierne også mener. Vi har likevel valgt å være noe mer pessimistiske, da vi er redd for å få en urealistisk høy verdi av selskapet. Ellers vil det også være usikkerhetsmomenter knyttet til de øvrige postene i budsjetteringskapittelet. En relativt liten endring i forutsetninger vil ha stor innvirkning på verdien av selskapet. Likevel skulle alle ulike scenarioer skal være belyst under scenarioanalysen, slik at verdien kan være åpen for diskusjon. Avslutningsvis er også oppgaven hovedsakelig basert på sekundærdata, som kan føre til at kildene har noe lavere validitet.

11.0 Referanseliste

11.1 Faglitteratur

- Boye, Knut og Dahl, Gunnar. 1997. *Verdsettelse i teori og praksis*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag
- Boye, Knut og Meyer, Christine Benedicte. 2008. *Fusjoner og oppkjøp*. 3 utg. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag
- Bredesen, Ivar. 2005. *Investering og finansiering*. 3 utg. Oslo: Gyldendal akademisk
- Bøhren, Øyvind og Michaelsen, Dag. 1994. *Finansiell økonomi, teori og praksis*. Oslo: Skarvet forlag
- Damodaran, Aswath. 2010. *The Dark Side of Valuation «Valuing young, distressed, and complex businesses»*. 2 utg. New York: Pearson Education, Inc
- Damodaran, Aswath. 2006. *Damodaran on Valuation «Security Analysis for Investment and Corporate Finance»*. 2 utg. New York: John Wiley & Sons, Inc
- Gjesdal, Frøystein og Johnsen, Thore. 1999. *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.
- Gripsrud, Geir, Ulf Henning Olsson og Ragnhild Silkoset. 2010. *Metode og dataanalyse*. 2 utg. Kristiansand: Høyskoleforlaget AS.
- Koller, Tim, Marc Goedhart og David Wessels. 2010. *Valuation «Measuring and Managing the Value of Companies»*. 5 utg. New Jersey: John Wiley & Sons
- Kristoffersen, Trond. 2005. *Årsregnskapet «En grunnleggende innføring»*. 2 utg. Bergen: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS
- Løwendahl, Bente R. og Wenstøp, Fred E. 2010. *Grunnbok i strategi*. 3 utg. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.
- Sending, Aage. 2009. *Økonomistyring 1*. 2 utg. Bergen: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS

11.2 Elektroniske kilder

Aftenposten. 2013. *Slik er Regjeringens nye budsjett*. Hentet den 31. mai 2013.

<http://www.aftenposten.no/nyheter/iriks/politikk/Her-er-budsjettlekkasjene-7195473.html#.Uapr00BznHQ>

Dahl, Gunnar A. 2010. «Verdivurdering gjennom 25 år» *Praktisk økonomi og finans nr. 3/2010*. Hentet den 20. januar 2013.

<http://www.idunn.no.ezproxy.library.bi.no/ts/pof/2010/03>

Dyrnes, Sverre. 2004. «Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer» *Praktisk økonomi og finans nr. 1/2004*. Hentet den 23. februar 2013.

http://www.idunn.no/file/ci/1872099/pof_2004_01_pdf.pdf

Norli, Øyvind. 2011. «Praktisk bruk av kapitalverdimodellen» *Praktisk økonomi og finans nr. 2/2011*. Hentet 19. februar 2013.

<http://www.idunn.no.ezproxy.library.bi.no/ts/pof/2011/02>

Forskningsrådet. 2013. *Asia*. Hentet den 20. april 2013.

<http://www.forskningsradet.no/no/Artikkel/Asia/1253985040235?lang=no>

PwC Norge. 2012. *Risikopremien i det norske markedet 2012 og 2013*. Hentet 19 mars 2013. <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risikopremie-web.pdf>

Regjeringen. 2013. *Giske til Asia*. Hentet den 14. mai 2013.

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/nhd/pressesenter/pressemeldinger/2013/giske-til-asia.html?id=720848>

Regjeringen. 2011. *EFTA og Hong Kong, Kina undertegnet en frihandelsavtale*. Hentet den 3. mai 2013.

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/nhd/pressesenter/pressemeldinger/2011/efta-og-hong-kong-kina-undertegnet-en-fr.html?id=648588>

Regjeringen. 2011. *Kina*. Hentet den 14. april 2013.

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/nhd/tema/frihandelsavtaler/partnerland/kina.html?id=457436>

Norges Bank. 2013. *Styringsrenten*. Hentet 14. mai 2013. <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentemoter/styringsrenten/>

Norges Bank. 2013. *Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet*. Utg. 1/13. Hentet den 14. mai 2013. <http://www.norges-bank.no/no/om/publisert/publikasjoner/pengepolitisk-rapport/>

- Norges Bank. 2013. *Valutakurser: Daglige valutakurser (Excel fra 1981, SDV fra 2001)*. Hentet den 14. mai 2013. <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/valutakurser/>
- Norges Bank. 2007. *Penger og kreditt: Nøkkeltall analyse av Oslo børs*. 2 utg. Hentet den 25 mars 2013. <http://www.norges-bank.no/upload/62686/n%C3%B8kkeltallsanalyse.pdf>
- Norsk rikskringkasting (NRK). 2011. *Kina og Norge etter fredsprisen: Ett år med isfront*. Hentet den 28. mars. <http://www.nrk.no/nyheter/verden/1.7814569>
- Statistisk Sentralbyrå. 2009. *Hvor ofte man trener eller mosjonerer på fritiden. 16-79 år. 2001, 2004 og 2007, Prosent*. Hentet den 14 mars. 2013. <http://www.ssb.no/a/samfunnsspeilet/utg/200903/04/tab-2009-06-15-01.html>
- Statistisk sentralbyrå. 2011. *Utdanningsnivå i befolkningen: Personer 16 år og over, etter utdanningsnivå, kjønn og bostedsfylke*. Hentet den 14. mars 2013. <http://www.ssb.no/a/kortnavn/utniv/tab-2012-06-19-01.html>
- Statistisk Sentralbyrå. 2009. *Mosjon - etter alder, kjønn og utdanning: Gammel og ung - alle er mer fysisk aktive*. Hentet den 14. mars 2013. <http://www.ssb.no/kultur-og-fritid/artikler-og-publikasjoner/gammel-og-ung-alle-er-mer-fysisk-aktive>
- World Trade Organization (WTO). 2013. *Understanding the WTO «What we do»*. Hentet den 20 april. http://www.wto.org/english/thewto_e/whatis_e/what_we_do_e.htm

Vedlegg

Vedlegg 1 – Resultatregnskap: 2008 - 2011

RESULTATREGNSKAP	2008	2009	2010	2011
Konsernregnskap	Nei	Nei	Nei	Nei
Startdato	01.01.2008	01.01.2009	01.01.2010	01.01.2011
Avslutningsdato	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011
Valutakode	NOK	NOK	NOK	NOK
Sum driftsinntekter	25 284	30 948	39 015	42 266
Sum driftskostnader	23 981	28 988	33 743	38 434
Driftsresultat	1 303	1 959	5 272	3 832
Sum finansinntekter	293	1 140	223	103
Verdiendr. markedsbas. fin.omløpsmidl.	0	0	0	0
Sum finanskostnader	1 505	342	200	197
Netto finans	-1 211	798	23	-94
Ordinært resultat før skattekostnad	92	2 758	5 295	3 738
Skattekostnad på ordinært resultat	227	772	1 433	1 007
Ordinært resultat	-136	1 986	3 862	2 731
Netto ekstraordinære poster	0	0	0	0
Skattekostnad på ekstraordinært resultat	0	0	0	0
Arsresultat	-136	1 986	3 862	2 731
Avsatt utbytte	0	700	700	700
Overføringer til/fra annen egenkapital	-136	1 286	3 162	2 031
Sum overføringer og disponeringer	-136	1 986	-3 862	-2 731

Vedlegg 2 – Balanseregnskap: 2008 - 2011

BALANSEREGNSKAP	2008	2009	2010	2011
EIENDELER				
ANLEGGSMIDLER				
Sum immaterielle anleggsmidler	43	177	177	175
Sum varige driftsmidler	446	784	1 054	1 318
Sum finansielle anleggsmidler	188	188	1 809	2 037
Sum anleggsmidler	677	1 149	3 040	3 530
Sum varer	7 929	4 223	7 485	9 047
Sum varelager	7 929	4 223	7 485	9 047
Sum fordringer	2 559	4 734	2 833	3 063
Sum investeringer	0	0	0	0
Kasse/Bank/Post	133	2 262	2 914	1 556
Sum Kasse/Bank/Post	133	2 262		
Sum omløpsmidler	10 620	11 219	13 233	13 666
Sum eiendeler	11 297	12 368	16 272	17 196
EGENKAPITAL OG GJELD:				
Sum innskutt egenkapital	1 000	1 000	1 000	1 000
Sum opptjent egenkapital	2 573	3 700	6 863	8 894
Sum egenkapital	3 573	4 700	7 863	9 894
GJELD				
Sum avsetninger til forpliktelser	0	0	0	0
Sum langsiktig gjeld	278	98	50	0
Sum kortsiktig gjeld	7 446	7 570	8 360	7 302
Sum gjeld	7 724	7 668	8 410	7 302
Sum egenkapital og gjeld	11 297	12 368	16 272	17 196

Vedlegg 3 – Tall fra konkurrenter

	2008	2009	2010	2011
Qicraft	104 020	98 909	104 126	119 742
Mylna Sport	90 786	87 400	93 954	97 305
Gymline	38 579	37 206	39 001	43 849
Fysiopartner	48 161	49 450	34 107	54 636
Beach Mountain	54 214	61 771	74 692	85 882
Chr Mobeck	6 542	6 268	6 032	7 709
Aktiv fritid	11 508	12 050	11 710	11 096
Gym 2000	11 323	17 301	12 806	14 314
Treningspartner	4 881	9 132	10 039	11 342
Fitnessagenten	3 760	2 955	3 367	4 030
Sportsmaster	25 284	30 948	39 015	42 266
Totalt	401 066	415 399	430 859	494 182
Vekst fra året før %	12,60 %	3,57 %	3,72 %	14,70 %
Sportsmasters andel	6,30 %	7,50 %	9,05 %	8,55 %
Årlig vekst marked gj snitt	8,65 %			

Vedlegg 4 – Resultatregnskap og balanse 2012

(Basert på internregnskapet til Sportsmaster)

Resultatregnskap	2012	Balanseregnskap	2012
Driftsinntekter	49 790 573	Anleggsmidler	1 187 610
Varekostnad	29 391 800	Omløpsmidler	20 764 470
Lønnskostnader	7 311 041	Sum Eiendeler	21 952 080
Avskrivninger	553 000	Sum Egenkapital	14 257 535
Andre driftskostnader	9 192 610	Langsiktig gjeld	-
Sum Driftskostnader	46 448 451	Kortsiktig gjeld	7 695 749
Driftsresultat	3 342 122	Sum Gjeld	7 695 749
Netto Finans	468 625	Sum Egenkapital og gjeld	21 953 284
Resultat før skattekostnad	3 810 747		
Skattekostnad	1 067 009		
Årsresultat	2 743 738		

Vedlegg 5 – Fremtidige netto finansposter

Endring i prosent	Ny kurs	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
-5,00 %	5,68	1 664 960	1 831 496	2 014 646	2 216 111	2 437 722	2 681 494	2 949 643
-2,50 %	5,83	884 530	972 982	1 070 281	1 177 309	1 295 040	1 424 544	1 566 998
0,00 %	5,98	100 000	114 469	125 915	138 507	152 358	167 593	184 353
2,50 %	6,13	-676 405	-744 045	-818 450	-900 295	-990 324	-1 089 357	-1 198 293
5,00 %	6,28	-1 456 840	-1 602 559	-1 762 815	-1 939 097	-2 133 007	-2 346 307	-2 580 938
7,50 %	6,43	-2 237 339	-2 461 073	-2 707 181	-2 977 899	-3 275 689	-3 603 257	-3 963 583

Vedlegg 6 - Porters fem krefter

