



Handelshøyskolen BI - campus Bergen

BTH 36201

Bacheloroppgave - Økonomi og administrasjon

Bacheloroppgave

Verdsettelse av Active Brands AS
i forbindelse med børsnotering

Navn: Brage Bakken, Markus Anton
Alexandersen, Sondre Forgaard

Utlevering: 11.01.2021 09.00

Innlevering: 02.06.2021 13.00

Bacheloroppgave ved Handelshøyskolen BI

Verdsettelse av Active Brands AS
i forbindelse med børsnotering



johaug



KARITRAA



BULA



vossatassar

Eksamenskode og navn:

BTH 36201 Bacheloroppgave – Økonomi og administrasjon

Utleveringstidspunkt:

11.01.2021

Innleveringstidspunkt:

02.06.2021

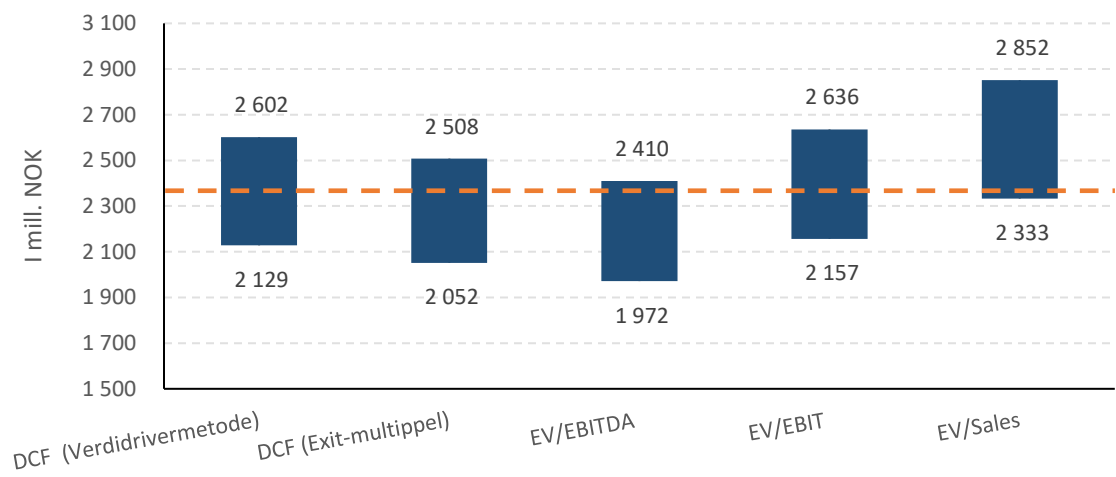
BI Bergen

*«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.»*

Sammendrag

Utrekningen er en verdivurdering av Active Brands – en norsk leverandør av merkevarer innen sport- og friluftsmarkedet. Oppgavens hensikt er å finne den fundamentale verdien av selskapets egenkapital dersom selskapet skulle børsnoteres, og hva hovedeier *kan* og burde selge seg ut for.

Gjennom en detaljert strategisk og regnskapsmessig analyse dannes grunnlaget for verdsettelsen. Sammen med en drøfting omkring forutsetninger fremkommer fundamentalverdien av selskapet gjennom en diskontert kontantstrømmodell. Som et supplement anvendes det multiplverdssettelse fra sammenlignbare selskaper, noe som viser oss hvorvidt den fundamentale verdsettelsen er innenfor rimelighetens grenser. Avslutningsvis behandles usikkerhet i estimatene gjennom analyser og simuleringer, før vi til slutt tar for oss flere formaliteter rundt børsnoteringen.



Gjennomsnittlig selskapsverdi av alle verdsettelsesmetodene er 2.365 millioner kroner. Basert på våre analyser kan selskapet børsnoteres med en egenkapitalverdi på 1.698 millioner kroner.

Hovedeier, FSN Capital, kan følgelig selge hele sin eierandel på 55 prosent for et bruttoproveny på 934 millioner kroner. Vi viser til signalhypotesen og mener det er mer forsvarlig å selge 30 prosent av selskapets aksjer for et bruttoproveny på 509 millioner kroner. Denne likvideringen utgjør 54,5 prosent av FSN Capitals eierandel.

Forord

Denne oppgaven er en avsluttende oppgave etter tre lærerike år på studiet økonomi og administrasjon ved Handelshøyskolen BI.

Forfatterne av denne oppgaven har vært engasjerte og lærevillige gjennom hele studieløpet, og har funnet sterk interesse for Corporate Finance og verdivurdering. Vi ønsket derfor å skrive en oppgave som tok for seg børsnotering av et selskap. Oppgaven omhandler dermed en verdivurdering av selskapet Active Brands, eid av FSN Capital Group.

Læringsutbytte vi har fått i forbindelse med denne oppgaven danner et godt grunnlag for en videre karriere innen finans. Ved valg av en praktisk problemstilling har vi vært i direkte kontakt med selskapene. Dette var en lærerik opplevelse, hvor vi har fått en dypere forståelse av hvordan et aktivt eierfond forvalter sine selskaper, samt hvordan partene samhandler.

Vi var fra start klar over at valg av selskap og problemstillingen ville by på utfordringer, men dette har uten tvil vært den mest lærerike og spennende oppgaven å skrive.

Vi vil takke alle parter som har hjulpet oss med bacheloroppgaven, herunder Active Brands, FSN Capital, Kantar, John Christian Langli og Espen Roy Skaldehaug. Vi vil også utrette en ekstra stor takk til Johnny Olesen, som har vært vår foreleser gjennom hele bachelorgraden, og vår veileder i forbindelse med denne avsluttende oppgaven

Innholdsfortegnelse

Innholdsfortegnelse.....	3
1.0 Innledning.....	8
1.1 Bakgrunn for valg av problemstilling.....	8
1.2 Avgrensninger av oppgaven	9
1.3 Om selskapet.....	9
1.3.1 Historisk og nåværende eierstruktur.....	10
1.3.2 Oppkjøpsprosessen	11
1.4 Børsnoteringsformer	12
1.4.1 Kostnader ved børsnotering.....	13
1.4.2 Verdi ved børsnotering	13
2.0 Forskningsprosess.....	14
2.1 Forberedelse.....	14
2.2 Metode	15
2.2.1 Eksplorativt design	15
2.2.2 Deskriptivt design.....	16
2.2.3 Kausalt design.....	16
2.4 Datainnsamling	16
2.5 Dataanalyse.....	16
3.0 Verdsettelsesteori.....	17
3.1 Diskontert kontantstrøm (DCF).....	17
3.1.1 Terminalverdi (TV)	18
3.1.2 Avkastningskrav	19
3.1.3 Reformulering av regnskapet og FCF.....	25
3.2 Multipler	27

3.2.1 Selskapsverdibaserte multipler	27
3.2.2 Fordeler og ulemper med bruk av multipler	28
3.3 Monte Carlo-simulering.....	28
4.0 Strategisk teori.....	29
4.1 PESTEL-rammeverket.....	29
4.2 VRIO.....	30
4.3 Bransjeanalyse	30
4.4 SWOT	31
5.0 Strategisk analyse	31
5.1 Strategi.....	31
5.2 PESTEL-analyse.....	32
5.2.1 Politiske faktorer.....	32
5.2.2 Økonomiske faktorer	34
5.2.3 Sosiokulturelle faktorer	36
5.2.4 Teknologiske faktorer.....	37
5.2.5 Miljømessige faktorer.....	38
5.2.6 Juridiske faktorer	39
5.3 VRIO-analyse	39
5.3.1 Merkevarer	40
5.3.2 Kompetanse	41
5.3.3 Produktinnovasjon	41
5.3.4 Relasjoner	42
5.4 Bransjeanalyse	42
5.4.1 Konkurransesituasjon	43
5.4.3 Kunder	46

5.4.4	Inntrengere	48
5.4.5	Substitutter	49
5.4.6	Leverandører	49
5.5	SWOT-Analyse.....	51
5.5.1	Drøfting av SWOT	52
6.0	Regnskapsføring for børsnoterte virksomheter	53
6.1	Første anvendelse av IFRS	53
6.2	Finansielle instrumenter og sikringsbokføring	54
6.3	Kapitalleie.....	54
6.3.1	Kapitalisering av leiekostnad i kontantstrømmen.....	56
6.4	Behandling av avskrivning på immaterielle eiendeler.....	56
7.0	Regnskapsanalyse	58
7.1	Omgruppering av regnskapet.....	58
7.1.1	Resultatregnskapet.....	58
7.1.2	Balansen.....	59
7.2	Lønnsomhetsanalyse.....	60
7.3	Vekstanalyse	62
7.4	Likviditetsanalyse	63
7.4.1	Likviditetseffektivitet	64
7.4.2	Kortsiktig likviditet.....	65
7.4.3	Langsiktig likviditet.....	66
8.0	Verdsettelse.....	68
8.1	Avkastningskrav	68
8.1.1	Risikofri rente	68
8.1.2	Markedets risikopremie	69

8.1.3 Country risk premium.....	70
8.1.4 Avkastningskrav til gjeld.....	70
8.1.5 Målsatt kapitalstruktur	73
8.1.6 Betaestimat	73
8.1.7 Avkastningskrav til egenkapitalen.....	75
8.1.9 Avkastningskravet til totalkapitalen	75
8.2 Prosjektering	76
8.2.1 Prosjekterings lengde	77
8.2.2 Salgsinntekter	77
8.2.3 Kostnader	78
8.2.4 Eiendeler	79
8.3 Terminalverdi	81
8.4 Relativ verdsettelse	84
8.5 Verdsettelse med endrende kapitalstruktur.....	87
8.6 Oppsummering av verdsettelse.....	88
9.0 Usikkerhet.....	89
9.1 Definisjon og begrensning av variabler.....	90
9.2 Resultat av simulering	92
9.3 Sensitivitet i variablene.....	93
9.4 Sensitivitetsanalyse i terminalleddet	94
10.0 Avslutning	95
10.1 Noteringsform av Active Brands	95
10.1.2 Salg av sekundæraksjer	95
10.2 Konklusjon.....	98
10.3 Kritikk av oppgaven	99

Litteraturliste.....	101
Tabelloversikt	111
Figuroversikt.....	113
Vedlegg.....	115

1.0 Innledning

Hensikten med oppgaven er å gjennomføre en verdivurdering av Active Brands – en norsk produsent av sport- og friluftsmarkevarer – som om det skulle børsnoteres. Det endelige målet er dermed å finne den estimerte prisen av egenkapitalen ved 01.01.2021. Videre vil vi komme med et beløp som hovedeier (FSN Capital) kan selge sin eierandel for ved en eventuell børsnotering.

Hovedproblemstillingen for oppgaven er:

«Hva er den fundamentale verdien av egenkapitalen til Active Brands dersom det skulle børsnoteres?»

Dette gir oss underproblemstillingen:

«Hva kan hovedeier selge sin eierandel for i børsnoteringen?»

1.1 Bakgrunn for valg av problemstilling

Hovedinteressen til forfatterne av denne oppgaven ligger i skjæringspunktet mellom *Corporate Finance* og *verdivurdering*. Ønsket var derfor å velge en problemstilling som ville gi et stort læringsutbytte, nettopp gjennom en praktisk tilnærming som nevnt ovenfor.

Koronaåret 2020 hadde rekordmange børsnoteringer på Oslo Børs (Brunborg & Stave, 2020). I tillegg har noteringsinteressen vist seg å fortsette i 2021 (AksjeNorge, 2021). Videre har det blitt mer vanlig at oppkjøpsfond bruker børsnotering som en utgang av en investering. I 2020 ble det børsnotert 24 selskaper i Norden av aktive eierfond (Hovland, 2020). Vi ønsket derfor å se nærmere på dette alternativet som exit.

Et kjent faktum i bransjen er at aktive eierfond ofte har en definert eierperiode på rundt fire til syv år. FSN Capital ervervet Active Brands i 2017, som legger et grunnlag for at 2021 kan være et aktuelt exit-år for selskapet.

1.2 Avgrensninger av oppgaven

En børsnotering krever en rekke formaliteter. En grundig bransjeanalyse og regnskapsanalyse må gjøres, samt verdsettelsesmodellen bør være bygget på godt teoretisk og faktabasert forankrede estimater. Derav er denne utredningen lang, men kunne også vært enda lenger om alle momenter skulle blitt gjennomgått.

Etter samtale med nøkkelpersoner fra Active Brands ledelse, ble vi anbefalt å bruke *Champion BidCo*-regnskapet¹ til oppgaven vår, når formålet var en børsnotering.

Active Brands (2010-2016) og Champion BidCo (2017-2019) har et relativt lite detaljert og vanskelig regnskap. Hvor øvrig informasjon ikke er blitt funnet i årsberetninger og rapporter hentet fra Brønnøysundregisteret, har det blitt tatt forutsetninger i oppgaven.

Videre må det påpekes at vi under verdsettelsen av selskapet ikke fikk tilgang til årsregnskapet for 2020. Etter dialog med ledelsen og FSN Capital, ble det informert om at dette ikke vil være tilgjengelig før august 2021. På bakgrunn av dette har 2020-tallene blitt prosjektert og behandlet som historiske tall. Det vil derfor være sannsynlig at våre tall avviker fra selskapets egne tall i 2020.

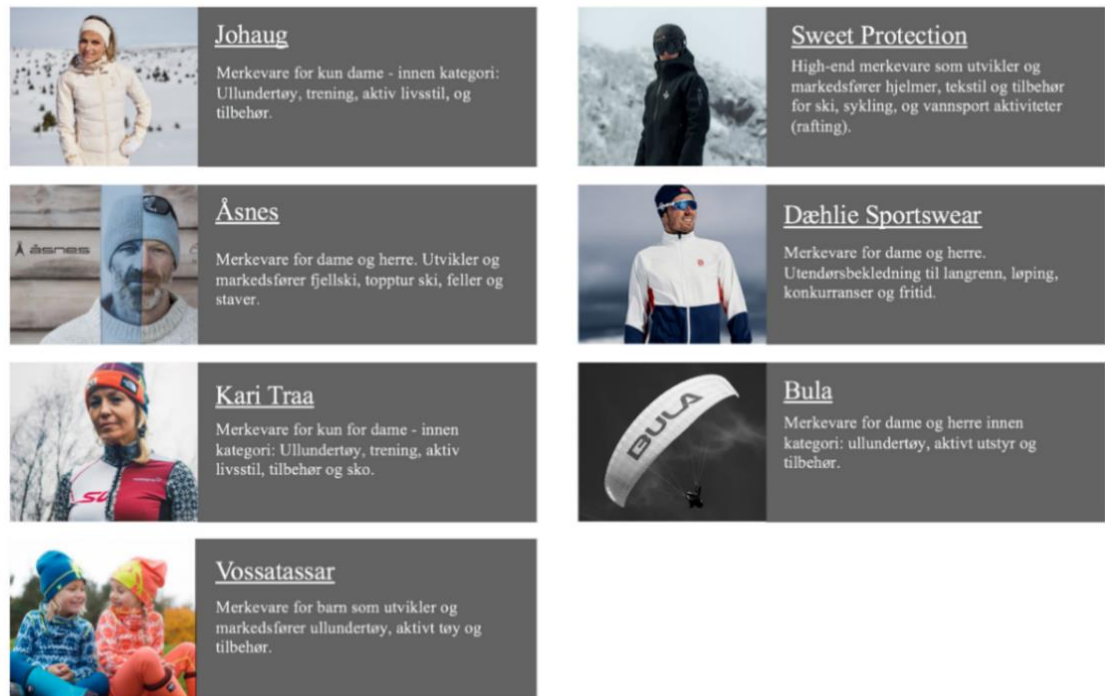
De forskjellige partene i en børsnotering skal ha betalt for arbeidet som utføres. Beløpet på disse kostnadene velger vi å se bort ifra når det skal konkluderes i oppgaven. Grunnen til dette er at kostnadene kan variere fra notering til notering, og til syvende og sist vil kostnadene bæres av aksjonærfellesskapet (Ledaal, 2009). Vi vil derfor ta utgangspunkt i bruttoprovenyet.

1.3 Om selskapet

Active Brands er en norsk produsent, markedsfører og selger av klær og hardvare til sport- og fritidsmarkedet. Selskapet ble grunnlagt i 2010 og var i den tid heleid av Holta Invest, før det ble kjøpt opp av FSN Capital i 2017. I dag har Active Brands nærmere 300 ansatte, med hovedkontor i Oslo og virksomhet i det europeiske og nord-

¹ Se kapittel 1.1.2 for ytterligere kontekst.

amerikanske sportsmarkedet. Selskapet har en unik merkevareportefølje med merker som de fleste nordmenn kjenner til, herunder:



Figur 1.1: Active Brands merkevareportefølje. Kilde: Active Brands, 2021. Illustrasjon: forfatter

Hver enkelt merkevare er ansvarlig for den daglige driften. Således kan man si at merkevarene, på underordnet nivå, driver sin egen strategi, veiledet av overordnet strategi fra Active Brands.

1.3.1 Historisk og nåværende eierstruktur

Oppstarten av selskapet skjedde ved at Active Brands Holding kjøpte 100 prosent av aksjene i både Tre60 og AB Sport. Tre60 var holdingselskapet til selskapet Skigitane, som var en betydelig aktør innen det norske sports- og fritidsmarkedet, med merkevarene Kari Traa, Bula, Åsnes og Vossatassar. AB Sport forvaltet merkevaren Beerenberg, men drift under dette merkenavnet er i dag opphørt.

I februar 2011 kjøpte Active Brands 100 prosent av aksjene i Bj Sport, en ledende leverandør av bekledning til langrennsmarkedet, hvor produktene markedsføres under varemerket Bjørn Dæhlie. Samme sommer kjøpte selskapet 100 prosent av aksjene i Nanok of Norway, leverandør av telt, soveposer og dunjakker til friluftsmarkedet. To

år senere kjøpte selskapet Nordic Cycling, og i 2014 ble Sweet Protection kjøpt. Videre ble merkevaren Johaug kjøpt opp i 2015 og merkevaren Bula ble heleid i 2016. Alle oppkjøpene har blitt fusjonert inn i Active Brands, som har skapt en mer kostnadseffektiv plattform og gjort samarbeid på tvers av merkevarene enklere. Noen av merkevarene er i dag lagt ned ettersom at Active Brands valgte å rette fokus mot enkelte merkevarer og startet med spissing av konsernets virksomhet. Følgelig er dagens merkevarer som illustrert i figur 1.1.

I 2017 overtok FSN Capital aksjemajoriteten i Active Brands, noe som utgjør 55 prosent av aksjene. Tidligere hovedeier, Holta Invest, sitter fortsatt med en 20 prosent eierandel, og øvrige aksjonærer bærer resterende andeler. Eierskiftet vises tydelig i balanseregnskapet til selskapet og i en verdivurdering av Active Brands er det derfor nødvendig å forklare oppkjøpsprosessen.

1.3.2 Oppkjøpsprosessen

Aktive eierfond oppretter vanligvis noe kalt et spesialforetak² for å gjøre en investering eller et oppkjøp. Her forplikter oppkjøpsfondet seg til å finansiere en spesifisert egenkapitalsum til spesialforetaket ved investeringstidspunktet. Den endelige oppkjøpsstrukturen som brukes av aktive eierfond i det norske markedet vil normalt avhenge av om det respektive fondet er organisert i henhold til norsk eller utenlandsk jurisdiksjon. Fond organisert i henhold til utenlandsk jurisdiksjon, som FSN Capital, vil normalt investere i et sett med holdingselskaper når det investeres i norske selskaper (Aabø-Evensen, 2020).

I oppkjøpsprosessen av Active Brands ble følgende selskaper etablert av FSN Capital: *Champion Holdco*, *Champion Bidco* og *Champion Midco*. Grunnen til at disse selskapene etableres er for å strukturere senioritet i gjelden. Ved oppkjøp tas gjelden opp i disse selskapene og dermed beskyttes datterselskapet (Active Brands) for de alvorligste risikoene. Alt regnskap i Active Brands konsolideres oppover og ender opp hos Champion Bidco. Av den grunn benyttes konsernregnskapet til Champion Bidco fra 2017 og utover i verdivurderingen av Active Brands.

² Kalt for SPV (Special Purpose Vehicle) i bransjen.

Grunnet selskapets eierstruktur finner vi det også nødvendig å forklare hvordan aktive eierfond gjennomfører sine investeringer. Strategien til et PE-fond går ofte ut på å kjøpe et selskap ved bruk av høy gjeldsfinansiering, nedbetale gjelden i løpet av eierperioden, og deretter selge selskapet videre. Oppkjøpsprosessen kalles ofte for *Leveraged Buyout* (LBO). Et annet alternativ er å holde gjelden konstant gjennom eierperioden og kun betale renter, slik at selskapet kan holde fokus på vekst og senere selges til en gitt multipl. Gjeldsstrukturen i slike oppkjøp er ofte komplekse og fordrer lånetyper som er mer utradisjonelle enn typiske banklån. Senioritet og betingelser i lån og obligasjoner gjør at risikoen i disse ofte vil ligge et sted mellom gjelds- og egenkapitalrisiko (Rosenbaum & Pearl, 2020, s. 189).

Likvidering av posisjonen kan skje gjennom en fusjon eller oppkjøp (M&A), eller gjennom en børsnotering (IPO). For å beholde oversikt starter oppgaven med å introdusere de forskjellige børsnoteringsformene og kostnadene som følger med, før vi i oppgavens avslutning kommer tilbake til valg av noteringsform. Merk at en børsnotering er en krevende prosess med flere ulike parter involvert. Derav velger vi å holde dette kapitlet kort, da hovedfokuset i oppgaven skal ligge på verdsettelsen.

1.4 Børsnoteringsformer

En «initial public offering» er samlebegrepet på det vi på norsk kaller en børsnotering. I praksis er dette førstegangs offentlige tilbud og som oftest benytter et selskap en børsintroduksjon til å innhente frisk kapital fra allmennheten eller la eksisterende aksjonærer selge seg ned.

En børsnotering kan hovedsakelig skje på fire ulike måter:

Børsintroduksjon			
1. Primæraksjer	2. Sekundæraksjer	3. Kombinasjon	4. Spinn off

Figur 1.2 Børsnoteringsintroduksjonsformer, kilde: Ledaal T (2009), illustrasjon: forfatter

Ved salg av **primæraksjer** utstedes det nye aksjer og kapital innhentes. Disse inntektene går direkte til selskapet. Ved salg av **sekundæraksjer** selges eksisterende aksjonærers andeler, altså likvideres de eksisterende aksjonærer og inntektene går følgelig til dem. **Kombinasjon** er den tredje formen, hvor ny kapital innhentes samtidig

som eksisterende aksjonærer likvideres. Siste form er **spinn off**, hvor man skiller en del av et selskap ut og gjør det til en egen børsnotert juridisk enhet.

1.5 Kostnader ved børsnotering

De direkte kostnadene er kostnader som selskapet påtar seg i direkte forbindelse med selve noteringen, og kan være kostnader knyttet til tilretteleggeren, revisorer, rådgivere, advokater og børsnoteringsgebyr. Samtidig vil det være kostnader knyttet til kontinuerlig oppfølging og løpende informasjonsplikt etter noteringen.

De indirekte kostnadene for selskapet i forbindelse med en børsnotering er kostnadene selskapet «betaler» i form av en eventuell underprising av selskapet. Underprising av selskap i forbindelse med en børsintroduksjoner er et fenomen som kjennetegnes ved at aksjene får en god kursoppgang på selve noteringsdagen. Dette fenomenet forklares godt av Yale-professor Robert Shiller (2020, 3:32), hvor han henviser til Jay Ritters forskning som viser at amerikanske aksjer hadde en gjennomsnittlig kursoppgang på 16 prosent ved noteringsdag. Lignende resultat fant Emilsen, Pedersen og Sættem (1997) i Norge, hvor den gjennomsnittlige underprising første dag var 12,5 prosent. I et verdipapirmarked som regnes å være i gjennomsnitt minst semi-sterkt effisient skal ikke slike anomalier kunne skje (Goodacre, 2008, referert i Ledaal 2009).

1.6 Verdi ved børsnotering

En verdsettelse bygges på en mengde kvantitativ data sammen med flere skjønnsmessige vurderinger. Verdsettelsen viser den teoretiske verdien av egenkapitalen til selskapet. Den teoretiske verdien vil høyst sannsynlig avvike fra den *faktiske* verdien selskapet ville blitt børsnotert for. Dette er fordi prosessen ved å ta et selskap offentlig er omfattende, hvor faktorer som etterspørsel etter aksjene og dyktigheten til investeringsbanken vil ha utslag for den endelige verdien. Alt fra lengden på *road-show*³ til *bookbuilding*⁴- og *underwriterprosess*⁵, vil være med å skape kostnader for selskapet som skal noteres.

³ En rekke prestasjoner som lages frem for ulike investorer i forkant av en IPO (Murphy, 2020).

⁴ En prosess hvor prisen søkes fastslått gjennom en budrunde med start og sluttdato (ETMarkets, 2020)

⁵ En prosess hvor investeringsbanken jobber som tilrettelegger for selskapet som skal gjøre en IPO, og forsøker å selge aksjene til allmenheten (CFI, 2021)

2.0 Forskningsprosess

I dette kapittelet vil vi fremlegge den metodiske planmessige fremgangsmåten, avhengig av målsetning og situasjon, brukt til å løse problemstillingen (Gripsrud et al., 2016). Vi fremlegger forskningsprosessen gjennom tre av fire faser; *forberedelse, datainnsamling, dataanalyse og rapportering* (Johannesen et.al., 2011), i tillegg til metode.

2.1 Forberedelse

For å finne et passende selskap til vårt formål, var viktige forutsetninger blant annet selskapets størrelse, markedsverdi og eierstruktur. Under selekteringsprosessen av selskap undersøkte vi selskapene i gråmarkedet, altså på NOTC-listen⁶. Etter samtaler med flere selskaper på NOTC-listen fant vi ut at det ikke ville være aktuelt, ettersom at noen selskaper ikke var passende (med tanke på ledelse), mens andre hverken hadde inntjening eller høy nok omsetning – noe som ville gjort prosjekteringsperioden i en verdsettelse svært ustabil. På bakgrunn av dette endret vi fremgangsmåte, og startet å se på selskaper som hadde en passende eierstruktur, samt god omsetning og inntjening. For at et selskap skal kunne børsnoteres stilles det spesifikke krav til størrelse og en rekke andre faktorer, som vist i figuren under.

Markedsverdi	NOK 300 millioner
Aksjespredning	25 prosent
Minstepris pr. aksje	NOK 10
Antall aksjeeiere som hver eier aksjer med en verdi på minst NOK 10.000	500 stk.
Historikk og virksomhet	Minst tre års historikk og virksomhet som kan dispenseres
Regnskapsrapportering	IFRS
Foretakets økonomi	Krav til likviditet og egenkapital
Introduksjonsprospekt	Ja

Tabell 2.1: Krav til børsnotering på Oslo Børs. Kilde: Deloitte, 2016, s.93

Vi startet deretter å se på selskaper eid av oppkjøpsfond. PE-fond har ofte store selskap i sin portefølje, og er kjent for å ha en definert eierperiode i selskapene på fem til syv år. Eierperioden kan også være kortere, for eksempel Nordic Capitals oppkjøp av Europris i 2012, hvor de børsnoterte selskapet tre år senere (Lorentzen, 2015).

⁶ Euronexts markeds plass for unoterte aksjer.

Da forutsetningene for valg av selskap lå til grunn, fant vi det norske aktive eierfondet FSN Capital Group. I sin portefølje av selskap var blant annet sportselskapet Active Brands. Selskapet oppfylte alle overnevnte krav for en børsnotering eller videre salg, noe som førte til at valget falt på dem.

2.2 Metode

Innenfor metode finner vi tre forskjellige design som kan benyttes i utredningen av oppgaven. Disse er *eksplorativt*, *deskriptivt* og *kausalt* design. I forbindelse med innsamling av data blir primær- og sekundærdata nevnt. *Primærdata* er data innhentet direkte fra organisasjonen, og gir konkrete fakta til å besvare vår problemstilling. *Sekundærdata* gir et stort tilfang av data om et tema og er nyttig for vår problemstilling ved at vi kan anvende analyser og fakta som tidligere har blitt utført.

2.2.1 Eksplorativt design

Eksplorativt design er metoden som brukes i oppgavens startfase. Eksplorativt betyr undersøkende, og er nødvendig når kunnskapen om et fagområde er begrenset (Gripsrud et al., 2016, s. 47). Formålet ved metoden er å tilegne seg den relevante kunnskapen som trengs for å besvare problemstillingen. Relevant litteratur om verdsettelse er innhentet gjennom bøker fra blant annet Damodaran, Koller et al., Petersen et al. og Rosenbaum & Pearl. Videre har nødvendig kvantitativ sekundærdata som årsberetninger og årsregnskap blitt innhentet gjennom Brønnøysundregisteret. Siden Active Brands er et privat selskap er de kun, etter norsk lov, pliktig til å levere årsregnskap til Brønnøysund. Dette, kombinert med selskapets eierstruktur, har gjort det vanskelig å innhente et fullspekket årsregnskap, som viser andeler fra de forskjellige merkevarene. Heller har vi ikke fått noen kvantitativ primærdata. Derimot har vi innhentet kvalitativ primærdata gjennom semistrukturerte⁷ intervjuer med nøkkelpersoner fra Active Brands og FSN Capital Group. Videre har diverse databaser blitt benyttet for innhentning av bransjedata og annen relevant informasjon ved bruk av søkemotorer som *Google Scholar* og *Oria*.

⁷ Semistrukturerte intervjuer beskrives som en samtale mellom forskeren og en respondent, der gangen i samtalen er styrt av forskeren. På forhånd har forskeren laget en intervjuguide, en plan for hvilke temaer det ønskes å snakke om. Intervjuguiden lages med utgangspunkt i problemstillingen (Andersen, 2020).

2.2.2 Deskriptivt design

Deskriptivt design brukes når analytikeren har en grunnleggende forståelse for problemområdet (Gripsrud et al., 2016, s. 50). Designet krever spesialisering på et bestemt område der sammenhenger skal forsøkes å fastslås. Fremgangsmåten er i oppgaven nødvendig for å gjennomføre en grundig screening av makroforholdene og for å kunne prosjektere en så virkelighetsnær kontantstrøm som mulig.

2.2.3 Kausalt design

Kausalt design er en metode hvor man forsøker å manipulere de uavhengige variablene for å se hvilken innvirkning det har på den avhengige variabelen (Gripsrud et.al., 2016, s.54). En svakhet ved neddiskontert kontantstrømverdsettelse er at de kan være veldig sensitive ovenfor modellens uavhengige variabler. Den avhengige variabelen vil i vårt tilfelle være egenkapitalverdien til Active Brands. For å se hvilke innvirkninger de uavhengige variablene har på den avhengige variabelen anvendes det i oppgaven analyser og simuleringer.

2.4 Datainnsamling

For å løse problemstillingen er det nødvendig med store mengder data, i kombinasjon med en kvalitativ resonnering. Vi har innhentet selskapets årsberetninger og årsregnskap, i tillegg benyttet regnskapet og markedsdata til ulike private og børsnoterte konkurrenter i utarbeidelse av beta-verdi, multipler og regnskapsanalyse. For VRIO-analysen har vi også fått tilgang til data fra Kantars Merkevarindeks 2019 og 2020. Videre er diverse markedsbasert data innhentet gjennom markedsdatatjenestene Bloomberg og S&P Global Market Intelligence. Gjennom utredningen refereres det til kilder, hvor disse hentes fra er tilgjengelig i litteraturlisten. For en gjennomgang av hvordan vi har behandlet data etter GDPR⁸ se vedlegg 2.

2.5 Dataanalyse

DCF-modeller blir kritisert for å være for tallfokuserede. Årsaken bak dette kan forklares gjennom GIGO «*Garbage in, garbage out*», som i all hovedsak betyr at dersom

⁸ General Data Protection Regulation.

kvaliteten på dataen man putter inn i modellen er dårlig, vil også resultatet bli dårlig. Dette har ført til spekulasjoner om at analytikere kan justere sine tall til fordel for modellens output, kalt for «cherry picking».

Damodaran (2018) forklarer at verdsettelse i dag ofte kan sees på som «black boxes» som «spytter» ut verdier. Med dette menes en modell det ikke er mulig å se inn i og er vanskelig å tyde. Grunnen til dette er at tilgang på data har blitt så stor, og modelleringsverktøy i nyere tid har blitt avansert. Samtidig er disse faktorene grunnleggende for verdsettelsens kvalitet.

En annen kritikk ved DCF-modellen er at den ofte ikke tar høyde for kvalitative variabler som blant annet kundelojalitet, merkevare og sterk ledelse (Damodaran, 2018). I noen tilfeller er dette sant, dersom analysen utelukkende er bygget på historiske tall uten at det er tatt høyde for kvalitative analyser. Damodaran forklarer samtidig at alle tall i en DCF bør ha et økonomisk rasjonale, og i så måte må disse også bygges på kvalitative analyser. Dette er noe vi har gjort gjennom oppgaven da prosjekteringen bygger på en grundig strategisk analyse.

I vår modell brukes modelleringsverktøyet Microsoft Excel, i tillegg til at vi har fått tilgang til @RISK fra Palisade for Monte Carlo-simuleringer. Dataen vi har benyttet har blitt valgt med omhu. Alle tall oppfattes å være representative da de antas å måle det de er ment til (validitet), og sannsynligheten for at tallene hadde gjentatt seg, ved en analyse av selskapet ved en senere anledning, er høy (reliabilitet).

3.0 Verdsettelsesteori

I de følgende underkapitlene går vi gjennom de mest sentrale teoriene som anvendes i verdsettelsen av selskapet. Ikke alle teorier anvendt i oppgaven gjennomgås, grunnet plassbesparelse.

3.1 Diskontert kontantstrøm (DCF)

En DCF-analyse er en fundamental verdsettelsesmetode som brukes av investeringsbanker, investorer, professorer og andre profesjonelle aktører. DCF-analysen blir ofte brukt innenfor M&A-aktiviteter, børsnoteringer, restruktureringer og

investeringsvalg (Rosenbaum & Pearl, 2020, s. 22). Det er derfor naturlig at dette blir en sentral del av oppgaven.

I en DCF blir selskapets frie kontantstrøm (FCF) ofte prosjektert eksplisitt over en tre- til tiårig periode frem i tid. Prosjekteringsperioden kan ofte være lengre, avhengig av selskapets sektor og utvikling (Rosenbaum & Pearl, 2020, s. 115). Ettersom det er upraktisk å prosjektere FCF eksplisitt i evig tid, tar man utgangspunkt i en terminalverdi (TV) også kjent som sluttverdien. Denne størrelsen har som formål å plukke opp den resterende – evigvarende – verdien av selskapet.

3.1.1 Terminalverdi (TV)

Det finnes to vanlige metoder for å regne ut TV. Den vanligste – særlig innenfor akademia – er evigvarende vekstmetoden⁹. Her tas det utgangspunkt i siste årets prosjekterte FCF og lar den vokse med en fast vekstrate. Som regel antar man at selskapet i slutten av prosjekteringsperioden er modent og vokser i takt med økonomien (Rosenbaum & Pearl, 2020, s. 139). Følgende formel brukes ved evigvarende vekstmetoden:

$$TV = \frac{FCF_{n+1}}{(r - g)}$$

Hvor,

r = avkastningskrav

g = veksten i NOPAT of FCF

Vi ønsker derimot i denne oppgaven å regne ut terminalverdien på en litt annen måte. Dette gjør vi ved å regne ut terminalverdien gjennom verdidriverne for selskapet – altså avkastning på investert kapital (ROIC) og vekst (g). Bøhren, et al. (2017, s. 387) legger frem følgende formel:

$$TV = \frac{NOPAT_{t+1} \times \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)}{(r - g)}$$

Hvor,

NOPAT = Driftsresultat etter skatt

⁹ På engelsk: Perpetuity Growth Method (PGM).

$$ROIC = APIK = \text{avkastning på investert kapital}$$

Selv om verdidriver- og evigvarende vekst-metoden er teknisk identisk, er evigvarende vekst-metoden mer vanskelig å implementere og det er lettere å gjøre feilen med å ignorere den gjensidige avhengigheten mellom FCF og vekst (Koller et al., 2020). Mer spesifikt, hvis veksten i terminalverdien er prosjektert til å være lavere enn den prosjekterte veksten i den eksplisitte prosjekteringsperioden (som normalt er tilfellet), vil den nødvendige reinvesteringen, med stor sannsynlighet, være lavere. Dette gir høyere fri kontantstrøm.

En annen metode, som brukes mye i praksis, er å ta utgangspunkt i en exit-multipel (Rosenbaum & Pearl, 2020, s. 117). Denne metoden brukes fordi man regner med at selskapet kommer til å bli solgt til en gitt markedsbasert multipl etter n år. Metoden tar utgangspunkt i en markedsbasert EBITDA¹⁰- eller EBIT-multipel, som multipliseres med selskapets EBITDA eller EBIT i år n .

$$TV = EBITDA_n \times \text{Exit Multiple}$$

TV er den komponenten som utgjør brorparten i en DCF, og utgjør ofte 70 til 85 prosent av selskapsverdien (Damodaran, 2016). Derfor ønsker vi å bruke begge metodene i utregning av selskapets TV i DCF-analysen. Dette vil gjøre at vi kan sammenligne de to sluttverdiene, og attpåtil rekonstruere EBITDA-multipelen vi får fra å bruke verdidrivere for å regne ut TV. På denne måten ser en om estimatene er realistiske i forhold til markedet.

3.1.2 Avkastningskrav

Faktoren som har størst påvirkning på selskapets nåverdi er investorenes avkastningskrav, eller kapitalkostnaden. Avkastningskravet kan bli sett på som hva investorer forventer i avkastning fra prosjektet, gitt risiko. Kravet brukes til å diskontere de fremtidige kontantstrømmene til dagens verdi. Den vanligste formen for avkastningskravet til totalkapitalen er et vektet gjennomsnitt av gjelds- og egenkapitalkostnaden med hensyn på kapitalstrukturen, også kjent som WACC.

¹⁰ Justert resultat før renter, skatt, av-, og nedskrivninger.

$$WACC = r_{EK} \times \frac{EK}{TK} + r_G \times \frac{G}{TK} \times (1 - s_s)$$

Hvor,

$EK = \text{Egenkapital}$

$G = \text{Gjeld}$

$TK = EK + G = \text{Totalkapital}$

$r = \text{Avkastningskrav}$

$s = \text{Selskapets skattesats}$

For unoterte foretak kan man ikke direkte observere de markedsbaserte gjeld- og egenkapitalverdiene, noe som gjør det vanskelig å fastsette selskapets kapitalstruktur. En kan benytte seg av ledelsens mål for langsiktig kapitalstruktur, men dette er informasjon som er vanskelig å få tilgang til, og svært få selskaper har et tydelig mål på kapitalstrukturen. Dette betyr at man må finne alternative metoder for å estimere selskapets kapitalstruktur. En måte er å benytte kapitalstrukturen til sammenlignbare selskaper som er notert på børs (Petersen et al., 2017, s. 341). Dette betyr derimot at man må finne selskaper som *faktisk* er sammenlignbare – noe som kan være vanskelig i et land som Norge, med et begrenset antall børsnoterte selskaper.

En annen måte som kan benyttes er en iterasjonsprosess. Basert på prosjekteringen gjøres iterasjoner helt til den estimerte verdien av egenkapitalen gjenspeiler verdien av egenkapitalen som er brukt i kapitalstrukturen i avkastningskravberegningene. Noe som er den teoretiske korrekte metoden å anvende om selskapet har endrende kapitalstruktur (Arzac, 2008).

3.1.2.1 Avkastningskrav til egenkapital

For å regne ut hva aksjonærene bør ha i avkastningskrav er den vanligste fremgangsmåten – til tross for sine svakheter (Fama & French, 1992, s. 427) – kapitalverdimodellen (CAPM). Dette er en modell som beregner hva en egenkapitaleier bør kreve i avkastning for et prosjekt med hensyn på risikoen. Der risiko uttrykkes gjennom en betaverdi.

Den grunnleggende ideen bak CAPM er at investor, gjennom å holde en diversifisert portefølje, kun vil betale for den risikoen som ikke kan bli diversifisert. Det er kun den

systematiske risikoen (β) som blir priset. I modellen er markedets risikopremie og risikofri rente universal for alle selskaper, og det er kun beta som varierer på tvers av selskap. Modellen som benyttes i oppgaven er en generell toleddsskattemodell (Bøhren et al., 2021). Denne tar hensyn til skatt på både eiers og investors hånd, noe som er tilfellet i virkeligheten. Formelen kan uttrykkes slikt:

$$r_{EK} = CAPM = r_f \times \frac{(1 - s_K)}{(1 - s_E)} + \beta_{EK} \times \left[r_m - r_f \times \frac{(1 - s_K)}{(1 - s_E)} \right]$$

Hvor,

r_f = risikofri rente

r_m = markedetsavkastningen

s_K og s_E = skattesatsen til henholdsvis kreditor og eier

3.1.2.2 Risikofri rente

Den risikofrie renten er avkastningen en investor kan forvente å oppnå på en risikofri investering. Damodoran (2018, s. 171) argumenterer for at to kriterier må oppfylles for at en investering skal kunne anses som risikofri. For det første må den faktiske avkastningen være lik den forventede avkastningen. For det andre kan ikke eiendelen bære reinvesteringsrisiko. Dette kan illustreres med en kupong fra en kortvarig statsobligasjon, som blir reinvestert til fremtidige renter, som naturligvis ikke kan vites i dag.

Den mest kjente proxyen på en risikofri rente er de lange rentene. Tiårige statsobligasjoner og andre lange renter har derimot hatt et markant fall fra finanskrisen og frem til i dag – hovedsakelig som en følge av pengepolitisk stimuli.

Et alternativ til en tiårig statsobligasjon er en syntetisk risikofri rente, eller en referanserente som er basert på forventet langsiktig nivå for en risikofri rente. En slik rente kan avledes fra historiske snitt på observerte renter, eller en vurdering av hva som er forventet normalisert rentenivå fremover (Menon Economics, 2019).

3.1.2.3 Avkastningskrav til gjeld

Gjeldskostnaden er avkastningen som kreves av selskapets kreditorer. Ettersom at vi verdsetter et unotert selskap der gjeld ikke handles på børs – i form av

selskapsobligasjoner – kan vi ikke ta utgangspunkt i en effektiv rente til en selskapsobligasjon. En mye brukt fremgangsmåte er å bruke en syntetisk kreditt-rating.

De fleste selskap med gjeld bærer en form for misligholdsrisiko, som kreditor betales for gjennom et risikopåslag. Generelt kan gjeldskostnaden etter skatt uttrykkes gjennom følgende uttrykk (Petersen et al., 2017):

$$r_G = (r_f + r_s) \times (1 - s_S)$$

Hvor,

$$r_G = \text{gjeldskostnad}$$

$$r_s = \text{risikopåslag}$$

$$s_S = \text{selskapets skattesats}$$

Av de overnevnte tre faktorene er det risikopåslaget som er vanskeligst å fastslå. Dersom et selskap har en kredittvurdering fra et vurderingsbyrå, kan man ta utgangspunkt i den for å finne risikopåslaget. For selskaper som ikke er kredittvurdert av et slikt byrå kan en syntetisk kredittvurdering beregnes, hvor lånerente finnes fra selskaper med samme risiko. Effektiv rente og gjeldskostnad er derimot ikke det samme om det foreligger risiko. Kravet til risikofylt gjeld vil ligge i intervallet mellom effektiv og risikofri rente, eksempel finnes i Bøhren et al., (2018a, s. 378). Ved lav kredittverdighet er divergensen såpass stor at det ansees nødvendig å finne gjeldens systematiske risiko, kalt gjeldsbeta.

Også betaverdi til gjeld er vanskelig å finne uten noterte obligasjoner. I praksis benyttes det derfor ofte en gjeldsbeta lik null. Dette er som regel ikke korrekt ettersom at de fleste selskaper bærer en viss *markedsrelevant* konkurrisiko. Forutsatt CAPM, finnes kravet til gjeld i en generell toleddsskattmodell slik (Bøhren et al., 2021):

$$r_G = CAPM = r_f + \beta_G \times \left[r_m - r_f \times \frac{(1 - s_K)}{(1 - s_E)} \right]$$

Hvor,

$$\beta_G = \text{Beta til gjeld}$$

3.1.2.4 Beta til egenkapitalen

Beta måler kovariansen mellom avkastningen på et selskaps aksje og det generelle markedet – altså den systematiske risikoen (Rosenbaum & Pearl, 2020, s. 136). Det betyr at beta er den systematiske risikoen som tilføres en diversifisert investor. En betaverdi på 1 tilsvarer en forventet avkastning lik det generelle markedet. En beta over 1 betyr dermed at man bør forvente avkastning høyere enn det generelle markedet og motsatt.

For et børsnotert foretak utregnes betakoeffisienten gjennom en enkel lineær regresjon, hvor aksjeavkastningen er den avhengige variabelen og markedets avkastning er den uavhengige variabelen. Betaverdien som man regner ut kalles egenkapitalbeta¹¹. Ettersom at egenkapitalbetaen avhenger av selskapets kapitalstruktur må man regne ut betaverdien uten hensyn til finansieringen – også kalt investeringsbeta¹².

Ettersom at unoterte foretak ikke har data på egenkapitalens avkastning, må man benytte egenkapitalbetaverdier for lignende selskaper, som opererer innenfor samme industri. I utregningen av regresjonsbetaen er det viktig å velge riktig indeks. Her oppstår det flere implikasjoner, for eksempel kan indeksen være særlig vektet mot en spesiell industri, eller dominert av ett, eller noen få store selskaper. Dette er støy som gjør at betaestimatene kan bli feil. I dagens globaliserte verden er også de fleste investorer diversifisert på tvers av landegrenser. Ifølge Damodaran (1999, s. 14) er derfor et mulig valg å bruke en global indeks.

Det neste steget er å regne ut investeringsbetaen. På bakgrunn av ulike forutsetninger blir det i praksis, og på tvers av akademikere, anvendt en rekke ulike formler for giring av egenkapitalbeta. Damodaran (2018) anbefaler følgende sammenheng, kalt for Hamada-ligningen:

$$\beta_I = \frac{\beta_{EK}}{\left[1 + (1 - s) \times \left(\frac{G}{E}\right)\right]}$$

Hvor,

¹¹ Kalles også levered beta.

¹² Kalles også unlevered beta.

$\beta_I = \text{investeringsbeta (unlevered beta)}$

$$\frac{G}{E} = \text{Gjeldsgrad}$$

Formelen bygger på Modigliani og Millers proposisjoner der skatteskjoldets verdi beregnes av konstant gjeldssum. Den forutsetter at det ikke er risiko i gjelden, derav at skatteskjoldet har lik risiko som gjelden, og at verdien av skatteskjoldet er proporsjonal med markedsverdien av gjelden (Pratt & Grabowski, 2008, s. 143). Dette er forutsetninger som sjeldent holder i praksis.

En alternativ fremgangsmåte som forutsetter høyere usikkerhet i skatteskjoldets verdi er Harris-Pringle-ligningen. Denne forutsetter konstant gjeldsgrad fremfor gjeldssum. Skatteskjoldets risiko er her lik egenkapitalens og gjelden bærer dermed noe risiko fra variabilitet i kontantstrømmen, dvs. gjeldsbeta tillates å være større enn null (Pratt og Grabowski, 2008, s. 147). Fra Bøhren et al. (2018, s. 374) fremkommer sammenhengen slik:

$$\beta_{EK} = \beta_I + (\beta_I - \beta_G) \times \left(\frac{G}{E}\right)$$

Fra sammenlignbare selskaper finnes det egenkapitalbetaer, som med hensyn på kapitalstruktur og gjeldsrisiko, må gjøres om til investeringsbetaer. Hvor snittet av disse anvendes som selskapets investeringsbeta. For å komme frem til selskapets egenkapitalbeta må en, med forutsetning om selskapets kapitalstruktur og gjeldsrisiko, igjen gire betaen. Det skal merkes at man i oppgaven ser bort fra justering av blant annet operasjonell giring, kontanter og kontantekvivalenter.

Til slutt bør betaverdien justeres. Empiriske studier viser at et selskaps beta over tid vil konvergere mot markedets avkastning, altså 1 (Blume, 1975, s. 785). Årsaken er nokså logisk: når selskaper blir eldre og større får de en større markedsverdi, mer diversifisert produktportefølje og mindre gjeld. Dette er faktorer som bidrar til at betaverdien går mot 1. For å korrigere for denne effekten anvendes følgende formel:

$$\beta_{\text{Blume-justert}} = \frac{2}{3} \times \beta + 1 \times \frac{1}{3}$$

3.1.3 Reformulering av regnskapet og FCF

Finansregnskapet gir tradisjonelt sett ikke god nok informasjon om hvordan selskapets operasjoner påvirker verdien. For eksempel blander resultatregnskapet ikke-operasjonelle inntekter og kostnader med operasjonelle inntekter og kostnader. Videre er det selskapets operasjoner som gjør det unikt og vanskelig å «kopiere», mens den finansielle strukturen antas enklere å gjenskape.

I en analyse av selskapets økonomiske utvikling er det derfor kritisk å reformulere regnskapet. Dette gjør at man kan regne ut selskapets frie kontantstrøm (FCF), og ikke minst avkastning på investert kapital (ROIC).

Regnskapet reformuleres ved å splitte det inn i tre deler: operasjonelle aktiviteter, ikke-operasjonelle aktiviteter og kilder til finansiering (Koller et al., 2020). Dette er en tidkrevende oppgave, som påbyr at man leser gjennom selskapets noter, og fordrer at man forstår hvorvidt de ulike regnskapspostene er en del av selskapets drift eller ikke.

3.1.3.1 Utrekning av investert kapital

Både ROIC og FCF består av driftsresultat etter skatt (NOPAT) og investert kapital (IC). ROIC og FCF kan henholdsvis uttrykkes gjennom følgende forhold (Credit Suisse, 2014, s. 3):

$$ROIC = \frac{NOPAT}{IC} = \frac{EBITA \times (1 - s)}{IC}$$

$$FCF = NOPAT - \text{investeringer i investert kapital} + \text{avskrivninger}$$

For å regne ut investert kapital vil det være nyttig å starte med å se på hva som utgjør balansens totale eiendeler (TA). Følgende sammenheng mellom balansens venstre- og høyreside er satt sammen under:

Operasjonelle anleggsmidler (ONCA)	Egenkapital (E)
Finansielle langsiktige anleggsmidler (FNCA)	Minoritetsinteresser (M) Provisjoner (P)
Finansielle kortsiktige eiendeler (FCA)	Rentebærende gjeld (IBD)
Operasjonelle kortsiktige eiendeler (OCA)	Operasjonell kortsiktig gjeld (OL)

Tabell 3.1 Ulike deler av balansen. Kilde: Petersen et al. 2017.

$$TA = ONCA + FNCA + FCA + OCA = E + M + P + IBD + OL$$

Dette forholdet kan omformuleres for å lage en balanse med investert kapital, eller netto operasjonelle eiendeler (NOA) på balansens venstreside, og egenkapital og netto rentebærende gjeld på høyresiden. På denne måten kan man regne seg frem til selskapets investerte kapital.

$$NOA = \text{investert kapital} = E + M + IBD - FNCA - FCA$$

$$NOA = E + M + NIBD$$

Merk at investert kapital her er kalkulert gjennom den finansielle fremgangsmåten (gjeld pluss egenkapital), men det kan også regnes ut ved den operasjonelle metoden (operasjonelle eiendeler minus operasjonell gjeld).

3.1.3.2 Utregning av NOPAT og FCF

Driftsresultatet etter skatt (NOPAT) er resultatet som er skapt ene og alene fra selskapets kjerneoperasjoner. Ingen finansinntekter, finanskostnader og annen ikke-operasjonell inntekt eller kostnad tas med i beregningen. Sagt med andre ord, NOPAT antar ingen finansiell belåning og at profitten er tilgjengelig for alle investorer.

For å regne ut NOPAT er det først kritisk å fjerne alle renteinntekter og rentekostnader som er ført under operasjonelle inntekter (hvis det er noen). Deretter må inntekt som er generert av eiendeler, som ikke inngår i investert kapital, ekskluderes fra NOPAT (Koller et al., 2020). Siste ledd for å regne ut NOPAT er å trekke renteskattegevinsten fra skatt slik at man sitter igjen med en operasjonell skatt. Den operasjonelle skatten er lik den hypotetiske skatten, som ville blitt betalt av et fullt egenkapitalfinansiert selskap. Prosessen kan oppsummeres gjennom følgende formel (Koller et al., 2020):

$$NOPAT = (EBITA) \times (1 - s)$$

Når man har regnet ut NOPAT må man legge til avskrivninger, trekke fra investeringer i arbeidskapital og anleggsmidler. Resultatet blir selskapets FCF, som er kontantstrømmen som er tilgjengelig for alle selskapets investorer. Den prosjekterte

FCF og TV blir følgende diskontert til nåtid ved hjelp av avkastningskravet. Resultatet blir at man regner ut selskapets egenverdi¹³. Følgende formel oppsummerer prosessen:

$$\text{Enterprise value (EV)} = \frac{FCF_1}{(1+r)^1} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+r)^n} + TV$$

3.2 Multipler

Multipler er en markedsbasert tilnærming for å verdsette et selskap. Dette er en rask og «skitten» måte for å skaffe et estimat på selskaps- og egenkapitalverdien.

3.2.1 Selskapsverdibaserte multipler

Selskapsverdibaserte multipler er nyttige for å sammenligne selskaper på tvers av landegrensler, fordi de ignorerer det individuelle landets skattepolitikk (Hayes, 2021). Ettersom at selskapsverdien (EV) representerer verdier som tilhører både aksjonærer og kreditorer, vil størrelser som gjenspeiler selskapets operasjoner være riktig å bruke. Eksempler på slike størrelser vil være EBITDA, EBITA og salgsinntekter.

En stor fordel med en selskapsverdibasert multiplere, som for eksempel EV/EBITDA, er at den er uavhengig av selskapets kapitalstruktur, skatt og faktorer som av- og nedskrivninger (Rosenbaum & Pearl, 2020, s. 48). For eksempel kan et selskap nylig ha gjort store investeringer, noe som resulterer i større avskrivninger. Det motsatte gjelder for et selskap som nylig ikke har gjort store investeringer. Følgelig vil dette være signifikante støykilder i andre markedsbaserte multipler, for eksempel EV/EBIT.

På bakgrunn av overnevnte faktorer vil vi primært forholde oss til EV/EBITDA over EV/EBIT i den relative verdsettelsen. Når en skal regne ut EV/EBITDA må man legge sammen markedsverdien av gjeld og egenkapital og trekke fra kontanter (Damodoran, 2019, s. 13). Multiplere kan oppsummeres gjennom følgende forhold:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{markedsverdi av EK} + \text{markedsverdi av gjeld} - \text{kontanter}}{EBITDA}$$

Andre multipler som vil inkluderes er EV/sales, selv om multiplere typisk er mindre relevant enn andre multipler. Salgsinntekter kan være en god indikasjon på størrelse,

¹³ Også kjent som intrinsic value eller fundamentale verdi.

men det trenger ikke nødvendigvis å bety at selskapet har profitt eller genererer en kontantstrøm, to essensielle verdidrivere (Rosenbaum & Pearl, 2020, s. 49). Som en konsekvens brukes EV/sales som en virkelighetssjekk for øvrige multipler.

3.2.2 Fordeler og ulemper med bruk av multipler

På overflaten kan multipler virke som en genial metode for å fastslå et selskaps verdi. Virkeligheten er derimot mer kompleks. Som nevnt innledningsvis er multipler en «skitten» måte å regne på. Grunnen til dette er at de ignorerer flere sentrale elementer som bør hensyntas i en verdifastsettelse.

For det første tar ikke multipler hensyn til ulike regnskapsstandarder, selv om noen gjør det mer enn andre. Hvis man benytter multipler til å sammenligne selskaper med ulik regnskapsstandard, kan dette gi svært forskjellige svar enn hvis de hadde lik regnskapsstandard. Et eksempel er hvis man henter multipler fra norske, børsnoterte selskaper (som regnskapsfører etter IFRS), og sammenlikner dem med et privat, norsk selskap som benytter seg av GRS. Konsekvensene av dette er at man til *en viss grad* sammenligner epler med pærer. Videre må man ikke glemme at bedrifter – til tross for å være svært lik – kan ha ulikt konkurransefortrinn og ofte er i ulik livssyklus, noe som multipler ikke tar høyde for. Men man vil heller aldri finne identiske selskaper innenfor en bransje. Løsningen finnes derfor ved å ha et stort nok utvalg av sammenlignbare selskaper, slik at man fjerner støy og kan regne på gjennomsnitts- og medianverdier.

Til tross for sine svakheter er multipler en rask og enkel fremgangsmåte for å regne ut selskapsverdien, og den gir en pekepinn på hva investorer er villig til å betale for en eiendel.

3.3 Monte Carlo-simulering

Monte Carlo-metoden anvendes for å tilnærme seg den virkelige og kontinuerlige verden. Resultatet er et intervall vi, med en viss sikkerhet, kan si at verdiestimatet ligger innen. Dette fremfor et deterministisk punkttestimat. For beslutningstakere vil intervallet være av relevans for å reflektere nedsiderisiko og eventuelle negative utfall som ikke kommer frem fra punkttestimatet.

Intervalllets ikke-observerbare feilmargin avhenger av de fordelingene vi finner. Det er primært tre måter å finne fordelingen av usikkerheten i variablene vi anvender i verdsettelsen. Damodaran (2012, s. 908) forklarer dem slik:

- *Historisk data:* Anvendes på variabler med historiske data langt tilbake i tid. Vil implisitt forutsette at strukturene i markedet er forblitt like slik at vi kan stole på historiske anslag.
- *Tverrsnittsdata:* Anvendes der vi ser strukturelle likheter som gjør at vi antar lik utvikling. F.eks. historisk utvikling i marginer fra andre sammenlignbare selskaper som basis for utvikling i våre marginer.
- *Statistiske fordelinger og parametere:* Velger subjektivt en fordeling på bakgrunn hva vi kan forvente variabelens fordeling i varians, kurtose, skjevhet og hvorvidt den er kontinuerlig eller diskret. Denne anvendes normalt der det ikke foreligger historisk eller sammenlignbar data, eller der denne dataen ikke gir rimelige forutsetninger for fremtidige verdier.

I en simulering er det også essensielt å passe på at korrelasjoner i modellen opprettholdes og at feilmargin reduseres gjennom antall simulasjoner. Antall simuleringer bør bestemmes ut ifra hvor mange ulike variabler som simuleres, antall ulike fordelinger variablene identifiseres med og bredden på utfallsrom (Damodaran, 2012, s. 911). Generelt bør denne settes så høyt som praktisk mulig da presisjon i anslagene øker i tråd med «store talls lov».

4.0 Strategisk teori

I de følgende kapitlene vil de strategiske teoriene legges frem, før vi senere anvender dem gjennom den strategiske analysen.

4.1 PESTEL-rammeverket

PESTEL-rammeverket er et verktøy som brukes til å analysere de viktigste makroforholdene i en gitt industri. Deretter brukes dette opp imot selskapet man analyserer. Johnson et al. (2018) kartlegger makroforholdene gjennom seks ulike faktorer/elementer.

(1) *Politiske faktorer* tar for seg rollen til staten og andre politiske faktorer på makro-nivå. (2) *Økonomiske faktorer* tar for seg endringer som skjer i økonomien på makro-nivå, som valutasvingninger, rentenivåer og fluktuerende økonomiske vekstrater rundt om i verden. (3) *Sosiale faktorer* som demografi, distribusjon, geografi og kultur kan påvirke etterspørselens natur og den økonomiske vekstraten. Det kan også påvirke nettverkskarakteren til organisasjoner. (4) *Teknologiske faktorer* kartlegges for å identifisere områder med potensiell innovativ aktivitet. Det finnes hovedsakelig fem indikatorer for innovativ aktivitet: Forskning- og utviklingsbudsjetter, patentaktiviteter, siteringsanalyse, nye produktlanseringer og mediedekning. (5) *Miljømessige faktorer* som forurensning, avfallsmengder og miljøendringer, og arbeidsforhold skaper kostnader og muligheter for organisasjoner gjennom direkte forurensning, produktforvaltning og bærekraftig utvikling. (6) *Juridiske faktorer* kan være for eksempel arbeidsrettigheter, miljø- og konsumentreguleringer, skatt, rapporteringsstandarder og regler for eierskap.

4.2 VRIO

Særegne ressurser og evner er nødvendig for bærekraftige konkurransefortrinn og overlegen økonomisk ytelse. VRIO-modellen blir brukt til å analysere ressursene selskapet besitter, som skaper og vedlikeholder konkurransefortrinn i bransjen. Ressursene blir vurdert etter fire kriterier:

(V) Verdifull - Eksisterer det ressurser og evner som verdsettes av kunder?

(R) Sjelden - Eksisterer det ressurser og evner som ingen eller få konkurrenter har?

(I) Imiterbar - Er ressurser og evner vanskelig og kostbare å skaffe seg eller etterligne?

(O) Organisert - Klarer organisasjonen å organisere og utnytte ressursene godt?

4.3 Bransjeanalyse

Porters fem krefter (også kalt bransjeanalyse) benyttes for å analysere en industri og identifisere attraktiviteten ved den. Analysen baserer seg på kartleggelse krefter fra følgende fem hold: Konkurrenter, kunder, inntrengere, substitutter og leverandører. Hovedbudskapet til Porter er at man, i områder hvor de fem kreftene er sterke, ikke finner det attraktivt å konkurrere i (Johnson et. al, 2018. s. 51). Særlig viktig er det å

avgrense bransje og identifisere tilbydere av produkter eller tjenester, som kundene oppfatter konkurrerende eller substituerbare, innenfor et relevant geografisk område (Fjeldstad & Lunnan, 2018, s.104).

4.4 SWOT

For å skape et klart bilde over et selskaps strategiske posisjon, summerer vi informasjonen fra analysene om ressurser og evner, samt bransjeindustriens karakteristikk, i en SWOT-modell. Modellen fremstiller en oppsummering av *styrker* og *svakheter* funnet i analysen av ressurser og evner (internanalysen), og *muligheter* og *trusler* funnet i analysen av karakteristikkene til bransjen (eksternanalysen). Analysen kan være nyttig som basis for å generere strategiske muligheter og adressere videre handlinger (Johnson et. al, 2018, s. 97). Målet ved analysen er å identifisere i hvilken grad styrker og svakheter er relatert til, eller i stand til å håndtere, endringene som skjer i bransjen.

5.0 Strategisk analyse

For å danne et solid grunnlag for prosjekteringen i DCF-modellen anvendes det en strategisk analyse. I de følgende kapitlene vil teoriene som er gjennomgått i kapittel 4 bli anvendt. Det vil utover egne analyser trekkes inn sekundærdata som artikler og analyser, gjort på sportsindustrien.

5.1 Strategi

Strategien til Active Brands er en vekststrategi, som skjer gjennom både oppkjøp og organisk vekst (FSN Capital, 2017). Oppkjøpene har blitt gjort kontinuerlig siden oppstart i 2010, og selskapet tar sikte på å videreføre denne strategien. Den organiske veksten kommer av at selskapet kontinuerlig utvikler nye produkter og utvider sin kundegruppe.

Fremover vil selskapet holde samme strategi, men ta i bruk lean-prinsipper. Etter eierskiftet ble *FSN Execution Framework* tatt i bruk. Rammeverket er bygget på lean-strategien og skal være intuitiv, skalerbar og effektiv for å øke kapasitet og ytelse.

5.2 PESTEL-analyse

Selskapet operer i en bransje som er svært avhengig av makroforhold (produksjon, sosiokulturelle trender m.m.). Det kartlegges følgende faktorer, som anvendes for å forstå de institusjonelle forholdene, som påvirker selskapets strategi og utvikling videre.

PESTEL	Makro- og trendfunn	Betydning for Active Brands
Politisk	<ul style="list-style-type: none"> •Mulig lavere selskapskatt i Norge •Høy grad av forutsigbarhet •Solide og stabile politiske institusjoner •Økt selskapskatt i USA •Fjerning av 350-kronersgrensen •Politiske tiltak for bærekraftig utvikling 	<ul style="list-style-type: none"> •Høyere lønnsomhet fra de norske operasjonene •Trygghet rundt operasjonene •Mulig høyere investeringskostnad og lavere lønnsomhet i USA •Høyere salg av varer til under 350 kroner i det norske markedet •Krav fra politikere om bærekraftig produksjon
Økonomisk	<ul style="list-style-type: none"> •Økonomisk ustabilitet som følge av pandemien •Økt vekst i sportsbransjen som følge av pandemien •Lave renter, men økning er ventet •Stor tilgang på kapital i førstehåndsmarkedet •Økende produksjonskostnader i Asia •Forventninger om at Asia vil stå for større del av global salg i industrien 	<ul style="list-style-type: none"> •Konkurs blant Active Brands' kunder (Gresvig) •Større bestillinger fra kunder i den nærmeste perioden •Enklere tilgang på kapital •Lavere marginer knyttet til dyrere produksjon •Markedsmuligheter i det asiatiske markedet
Sosiokulturelle	<ul style="list-style-type: none"> •Økning i deltakelse i utendørssporter •Høy andel av forbrukere som netthandler •Større andel kvinner som deltar i sport •Stor trafikk i sosiale medier 	<ul style="list-style-type: none"> •Salg gjennom nettbutikk vil være en betydelig kilde til salg •Muligens økt salg fra Active Brands' kvinnemerker •Satsing på influencers (noe selskapet allerede er svært flink til) og reklame gjennom sosiale medier
Teknologiske	<ul style="list-style-type: none"> •Betydelig økning i salg av sportsutstyr på nett i 2020 •Majoriteten av befolkningen i Norge handler på nett •CAGR på 7,1 prosent innen 2024 innenfor netthandel 	<ul style="list-style-type: none"> •Satse stort på netthandel •Fjerne mellomleddet (XXL, Intersport osv.) og selge DTC
Miljømessige	<ul style="list-style-type: none"> •Selskaper som prioriterer ESG har høyere avkastning og omsetningsvekst •Bærekraft er høyt verdsatt av konsumenter •Politiske tiltak (se politiske faktorer i PESTEL) •Økt appetitt i bærekraftige investeringer fra investorer 	<ul style="list-style-type: none"> •Viktig å markedsføre, og synliggjøre en bærekraftig profil for økt salg og enklere tilgang på kapital •Undersøke arbeidsforhold på fabrikker i Asia •Satse på bærekraftig materiale
Juridiske	<ul style="list-style-type: none"> •Brudd på menneskerettighetslover knyttet til asiatiske underleverandører •Lovverk rundt markedsføring- og arbeidsmiljøloven i Norge •Stabile juridiske rammeverk i landene hvor selskapet opererer 	<ul style="list-style-type: none"> •Active Brands følger FNs menneskerettigheter og FNs internasjonale arbeidsorganisasjonen. •Selskapet er åpen om sine underleverandører og verdikjeden som helhet

Tabell 5.1 Hovedfunn fra PESTEL-analyse.

5.2.1 Politiske faktorer

Ettersom at selskapet er internasjonalt, er det viktig å fremheve de aktuelle politiske faktorene som kan påvirke selskapets drift. Pr. 01.01.2021 har selskapet operasjoner i

det europeiske og nord-amerikanske sportsmarkedet. Mens selskapets produkter hovedsakelig produseres i Kina.

Norge har et stabilt politisk system, og ifølge Verdensbankens *Ease of doing business*-indeks (2019) ligger Norge på 9. plass over verdens mest bedriftsvennlige land. Det signaliserer at Norge har høy forutsigbarhet, noe som gjør at selskapets operasjoner i større grad kan drives uforstyrret.

Bedriftsskattesatsen i Norge ligger på 22 prosent, og det er lav sannsynlighet for at den kommer til å økes med det første. Næringslivets Hovedorganisasjon (NHO) mener blant annet at selskapsskatten bør *reduseres* ytterligere, slik Scheel-utvalget tidligere har forslått (NOU 2014: 13). Lavere selskapsskatt kan bidra til at det blir mer attraktivt å investere i Norge, noe som kan gi positive ringvirkninger for Active Brands. Dette er noe vi derimot ikke velger å spekulere rundt i vår analyse, og forutsetter en selskapsskatt på nåværende 22 prosent.

Det er derimot muligheter for at det amerikanske markedet får en økning i selskapsskatten, som ble redusert fra 35 til 21 prosent av *2017 Tax Cuts and Jobs Act* (The Tax Policy Center, 2020). Biden-administrasjonen planlegger nemlig å øke selskapsskatten fra dagens 21 til 28 prosent (Watson & McBride, 2021, s. 1). Dette vil gjøre at investeringskostnaden for å investere i det amerikanske markedet øker – altså at *Active Brands North Americas*¹⁴ kontantstrøm blir lavere.

Fra og med 2020 ble den avgiftsfrie grensen for import av varer for under 350 kroner fjernet. Implikasjonene av at 350-kronersgrensen fjernes er at kundene må betale fortolling og 25 prosent moms på varer. I en analyse gjort av Oslo Economics (2018) legges det frem at norske forbrukere importerte varer til en verdi av 2,6 milliarder kroner under 350-kronersgrensen. Fjerningen av grensen vil gjøre at den norske sportsbransjen bedre kan konkurrere med internasjonale aktører (Skjerven, 2018).

Et økende fokus på bærekraft vil ha implikasjoner for sportsbransjen på sikt. Ifølge Europaparlamentet (2020) står klesindustrien for 10 prosent av det globale karbonutslippet, og 35 prosent av vannforurensningen. En rekke politiske tiltak for å

¹⁴ Active Brands amerikanske datterselskap.

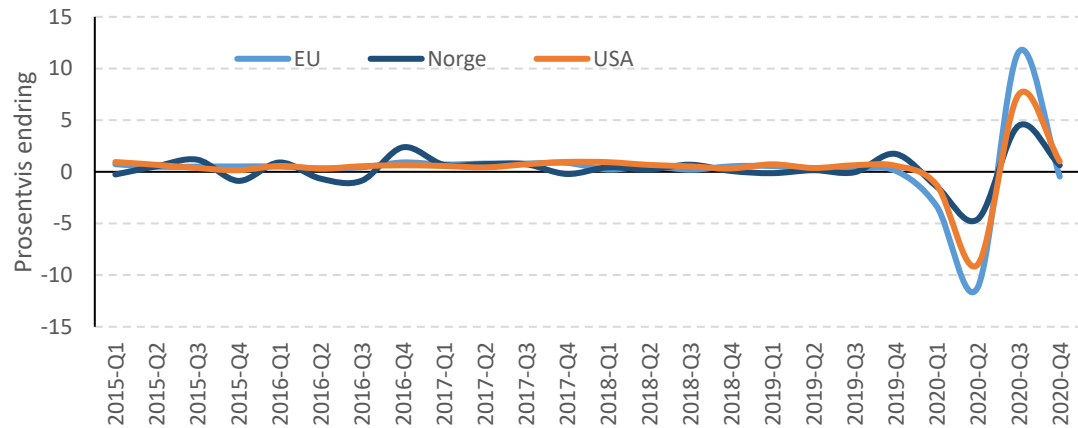
motkjempe klimaendringer har startet å prege klesindustrien, og vil fortsette å gjøre det på lengre sikt. Påvirkningene dette har på Active Brands utdypes i bransjeanalysen.

Det legges politisk til rette for høy vekst i det Kinesiske markedet for vinteridrett. De kinesiske myndigheter har i tråd med deres overordnede ambisjon om å bedre folkehelsen, valgt å satse på å tilrettelegge for vinteridretter i landet. Et av de større tiltakene er bygging av et stort innendørsanlegg for langrennsski (Etchells, 2019). Kina holder også de Olympiske Vinterlekene i 2022, noe som er forventet å øke interessen ytterligere. Sammen med Innovasjon Norge har flere norske aktører bidratt med erfaring og ekspertise, og flere norske aktører satser nå stort i Kina (Innovasjon Norge, 2020). Active Brands selger i dag omtrent utelukkende varer i det europeiske og nord-amerikanske markedet, de har heller ingen uttalt strategi om fremtidig inntreden i Kina.

5.2.2 Økonomiske faktorer

Pandemien satt dype spor i verdensøkonomien og finansmarkedene. I likhet med de fleste næringer har dette også påvirket sportsbransjen. En kritisk faktor på kort sikt er hvor raskt økonomien henter seg inn igjen. Tall fra Statistisk Sentralbyrå (2020a) tyder på at man ikke vil se den samme økonomiske aktiviteten som før pandemien, før slutten av inneværende år. Sportsnæringen i Norge har derimot ikke hatt de samme konsekvensene som de fleste andre næringer. Ifølge Norsk Sportsbransjeforening har det i 2020 vært vekst i alle kategorier (Newth, 2021). Flere av Active Brands distributører, deriblant XXL, Sport1 og Intersport (tidligere Gresvig) har opplevd tosifret salgsvekst i 2020.

I utvalget av relevante økonomier har den norske håndtert Covid-19-pandemien relativt bra. I stor grad er dette drevet av en ekspansiv penge- og finanspolitikk, for eksempel i grad av støtteordninger og rentekutt fra Norges Bank. Følgelig har dette medført at den gjennomsnittlige norske forbrukeren har kommet seg relativt bedre ut av pandemien enn andre land. Men pandemien førte til en enorm svekkelse i norske kroner. Dette er noe som kunne vært et problem, dersom Active Brands *ikke* valutasikret sine kjøp og salg i valuta.

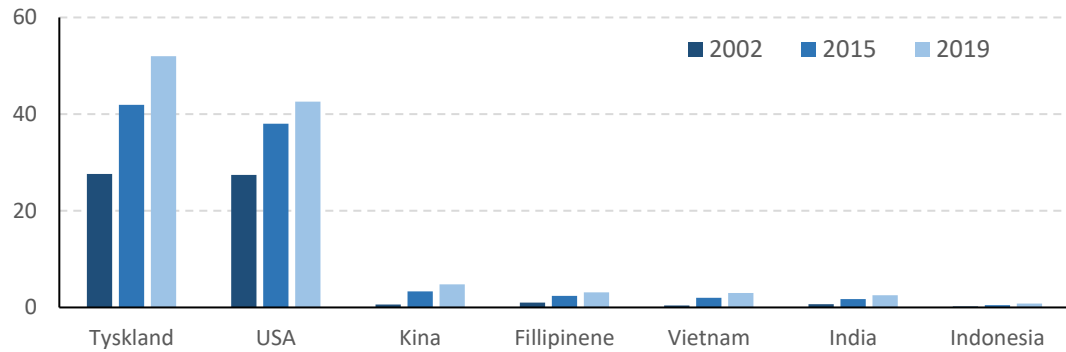


Figur 5.1: Kvartalsvis endring i BNP. Kilde: OECD (2021).

Den ekspansive pengepolitikken gjorde også at verdens sentralbanker – Norges Bank inkludert – satt ned styringsrentene til rekordlave nivåer, som pr. 2 juni 2021 ligger på 0 prosent i Norge. Den amerikanske sentralbanken har også vært aktiv med kvantitative lettelser¹⁵ for å videre stimulere finansmarkedene etter pandemien inntraff. Dette har blant annet ført til at lange renter har falt, og at aksjer (spesielt aksjer priset på høy fremtidig inntjening) har fått en markant oppgang. Det har følgelig vært enkelt å hente kapital i kapitalmarkedene, noe man også har sett her i Norge. Dette har ført til rekorder i førstehåndsmarkedet, og mye tyder på at trenden vil fortsette i inneværende år (Pedersen, A., 2020).

Produksjonskostnadene i de asiatiske landene har over de siste fem årene steget dramatisk. For eksempel har produksjonskostnadene pr. time steget med 45 prosent i Kina, fra 2015 til 2019 (Statista, 2020, s. 18). Denne trenden er forventet å fortsette i de kommende årene. Implikasjonene er økte varekostnader og mulig lavere marginer for Active Brands – som opererer i et marked med høy konkurranse. Tekstilindustrien har som følge begynt å skifte produksjonen bort fra Kina, men man ser den samme økningen i produksjonskostnadene i de øvrige asiatiske landene. Videre forventer IMF og OECD lavere økonomisk vekst i Active Brands primærmarked, nemlig industrilandene (Europa og Nord-Amerika).

¹⁵ Tilbakekjøp av statsobligasjoner i det åpne markedet av sentralbanker.



Figur 5.1: Produksjonskostnad pr. time i USD. Kilde: Statista, 2020

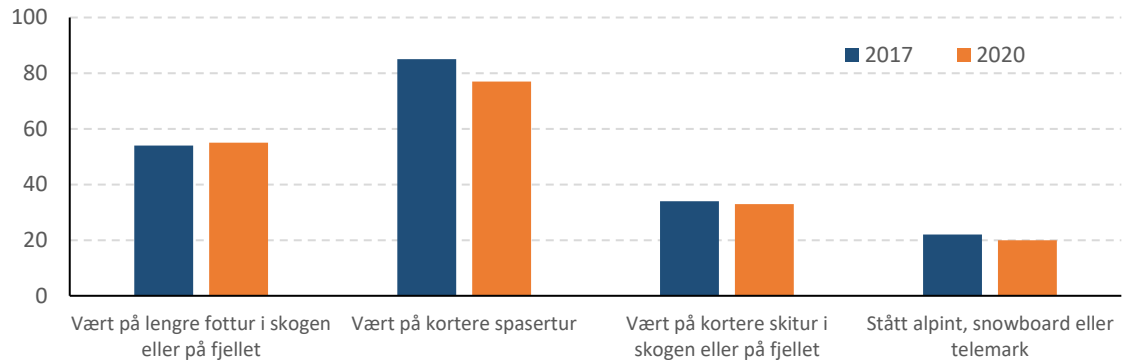
I dag utgjør Asia brorparten av kleskjøp i verden (Statista, 2020, s. 15). Innen 2025 er det ventet at de asiatiske landene vil stå for 41 prosent av verdens klesforbruk – mot dagens 38 prosent. Dette betyr nye muligheter for næringen, men også at det er viktig å være tidlig ute for å kapre markedsandeler i de voksende økonomiene. Blant undersegmentene er det utendørsklær som utgjør majoriteten av inntektene i klesbransjen.

5.2.3 Sosiokulturelle faktorer

Pandemien har ført til store endringer i forbruksmønstre. Særlig med tanke på netthandel, som nå ligger på nivåer som ikke var forventet før i 2025 (McKinsey & Co., 2021, s. 6). Deltakelsen i idretter som krever flere deltakere har falt, og man har sett en relativ økning i individuelle utendørssporter. McKinsey & Co. (2021) har også sett en stor økning i kvinnelig deltakelse i sporter, og siden 2019 har kvinner utgjort en større andel av joggere enn menn. Det forventes at disse trendene vil vedvare også etter pandemien er over. En faktor som kan ha positive ringvirkninger for Active Brands' kvinnemerker.

Oppblomstringen av sosiale medier har medført at bruk av influensere er viktig for selskapers markedsføring. Dette er en trend som har blitt ytterligere forsterket etter pandemien, hvor sosiale medier som Instagram og YouTube har sett en økning på henholdsvis 40 og 50 prosent etter pandemien inntraff (McKinsey & Co, 2021, s. 58). Skiftet fra tradisjonell markedsføring til bruk av influensere og idrettsutøvere er ventet å vedvare. Noe som betyr at det vil være en viktig satsing for sportsmerker på sikt.

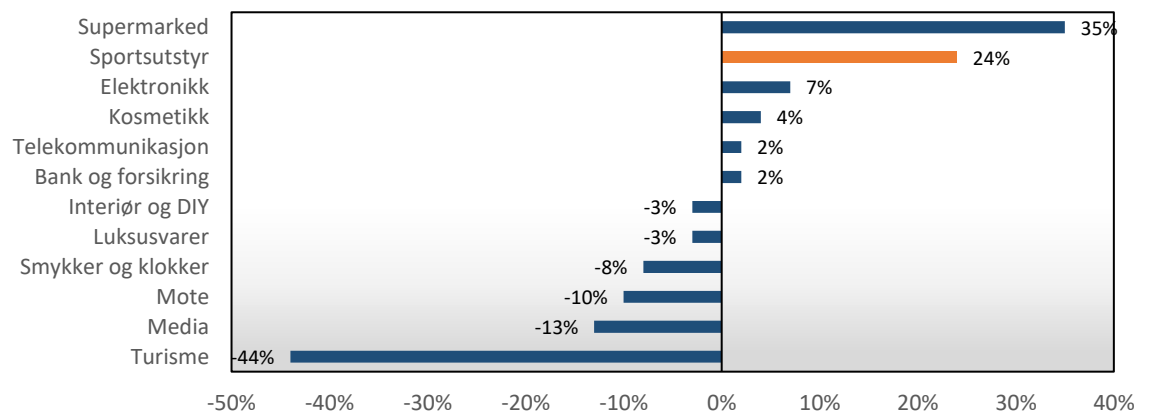
Tall fra SSBs *Levekårsundersøkelse* viser at fire av fem nordmenn trente minst én gang i uken i 2019 (Statistisk Sentralbyrå, 2020b). Livsstiltrender som trening og friluftsliv vil gi positive effekter for sportsnæringen, og øke etterspørselen etter sportsutstyr og klær. Som vist i figur 4 har det derimot vært en nedgang i deltakelse i vinteraktiviteter som ski, snowboard eller telemark.



Figur 5.2: Idrett og friluftsliv, levekårsundersøkelsen. Prosent. Kilde: SSB, 2020b.

5.2.4 Teknologiske faktorer

Som kjent har netthandel økt betraktelig de seneste årene, og det er en trend som vil fortsette de kommende årene. Netthandel ble naturligvis ytterligere forsterket som følge av pandemien, og som vist i figur 5.4 hadde handel av sportsutstyr på nett en økning på hele 24 prosent i 2020.



Figur 5.3: Global endring i netthandel fordelt på segment, fra januar 2020 til november 2020. Kilde: Statista (2021a)

I dag er det ca. 4 millioner mennesker som handler på nett i Norge – altså 81 prosent av befolkningen. Innen 2024 er det ventet at 5 millioner nordmenn vil benytte seg av

netthandel (Statista, 2021a, s. 18). Ifølge Statista (2021a) er det primært klær og sko som handles på nettet, og hele 45 prosent av de norske nettbutikkene er såkalte *pure players* (butikk som kun selger på nett). Videre er det ventet en årlig sammensatt vekstrate (CAGR) på 7,1 prosent i den globale omsetningen for netthandel innen 2024.

Som vist over, vil netthandel være den viktigste strukturelle endringen i bransjen i årene fremover. Dette betyr blant annet at man lettere kan selge produkter direkte til forbrukerne fra varelager (DTC, direct-to-consumer) – som da åpner en rekke nye muligheter for klesmerker.

Forbrukere ønsker en enkel handelsopplevelse på nett, med alt fra å finne riktige klær og størrelser til enkle betalingsløsninger. Dette betyr at det vil være kritisk for aktørene i markedet å gjøre investeringer innen netthandel for å kunne opprettholde et konkurransefortrinn. Active Brands har de siste årene satset tungt på nettbutikker og selge varer DTC.

5.2.5 Miljømessige faktorer

ESG¹⁶ har fått større betydning de siste årene, og studier viser at selskaper som prioriterer bærekraft i forretningsstrategien opplever høyere avkastning (PWC, 2019). Rapporten fra PWC viser også at selskaper som prioriterer bærekraft opplever høyere omsetningsvekst og lavere volatilitet i egenkapitalen, enn selskaper som ikke gjør det.

Bærekraft blir også høyt verdsatt av konsumenter. I McKinseys *Covid-19 Apparel Survey 2020* (2021) sier 67 prosent av forbrukere at de anser bruken av bærekraftig materiale som en viktig faktor når de kjøper klær. Klesmerker møter derfor økende press fra kunder på å sikre bærekraftige produkter, operasjoner og verdikjede. Av nevnte faktorer er det produktene forbrukere har høyest forventinger om bærekraft til.

Videre har politiske faktorer, som blant annet EUs taksonomi, konsekvenser for bransjen. Bærekraft er også blitt en høy prioritering fra investorer, som blir rangert på hvor bærekraftige investeringer de gjør. For selskaper som setter bærekraft som en høy

¹⁶ Environmental, Social og Governance. På godt norsk går det på hensyn til miljø, samfunnsansvar og eierstyring.

prioritet betyr dette lettere tilgang til finansiering, i motsetning til selskaper som ikke gjør det.

Den kraftige økningen i appetitten for bærekraftige valg, både fra forbrukere og investorer, betyr at grønne kvalifikasjoner blir avgjørende for å sikre markedsandeler. Det betyr at industrien må gjøre betraktelige investeringer innen området.

5.2.6 Juridiske faktorer

En nyhet som stadig dukker opp i nyhetsbildet er brudd på menneskerettighetslover hos underleverandører til klesprodusenter i Asia (Global Times, 2021). Slike nyheter faller under både bærekraftige faktorer, sosiokulturelle faktorer, men ikke minst juridiske faktorer, ettersom det er brudd på menneskerettigheter. Det er derfor viktig for klesprodusentene å ha kontroll på verdikjeden sin, ettersom det kan føre til boikott – eller i verste fall søksmål.

På bakgrunn av at selskapet outsourcer produksjonen til asiatiske land er det viktig at internasjonale lover og regler blir fulgt, da barnearbeid og lav lønn dessverre er et faktum i andre land. For å sikre dette følger blant annet selskapet FNs menneskerettigheter og internasjonale arbeidsorganisasjon.

Videre er det viktig å forholde seg til lovverket rundt markedsføring- og arbeidsmiljøloven, også i Norge. For eksempel opplevde XXL brudd på lovene i 2019 (Michalsen, 2019). I Norge skal det ikke være problematisk å forholde seg til de lover og regler som er satt, ettersom det juridiske rammeverket er tydelig og enkelt.

Det anses som at bransjen har et tydelig juridisk rammeverk å forholde seg til i Norge, det samme gjelder i USA og EU. Men med tanke på selskapets operasjoner i Asia, og særlig Kina, er det disse lovene oppmerksomheten må rettes mot.

5.3 VRIO-analyse

Hensikten med VRIO-analysen er å undersøke hvilke faktorer som skaper Active Brands' konkurransefortrinn. Analysen er oppsummert i tabellen under.

Ressurs	Verdifull (V)	Sjelden (R)	Vanskelig å kopiere (I)	Godt organisert (O)	Avkastning
Merkevare	Ja	Ja	Ja	Ja	Positiv
Kompetanse	Ja	Ja	Ja	Ja	Positiv
Innovasjon	Ja	Nei	Nei	-	Gjennomsnitt
Relasjoner	Ja	Ja	Ja	-	Positiv

Tabell 5.2: VRIO-analyse for Active Brands.

5.3.1 Merkevarer

Selskapet har en rekke merkevarer kjent for design og kvalitet. De ulike merkevarene er populære blant nordmenn, men har i løpet av de seneste årene også fått et fotfeste i øvrige europeiske land. Flere av selskapets merkevarer bærer navnet til kjente og elskede idrettsstjerner, dette har selskapet gjort ved å inngå avtaler med flere profilerte iderettstjerner som står som grunnleggere bak merket.

Dette er en strategi som tyder å virke godt i det norske markedet, ettersom at flere av Active Brands' mest populære merkevarer er oppkalt etter idrettsutøvere. Merkevareindeksen for 2020 (Kantar, 2021) viser at Kari Traa, Dæhlie og Johaug ligger høyt oppe på listen over de mest anerkjente merkevarene innen sports- og fritidsmarkedet. Det er ingen endringer fra Merkevareindeksen 2019 (Kantar, 2020), med unntak av at Johaug har klatret fra 16. til 15. plass. Den sterke posisjonen til selskapets merkevarer er å anse som et sterkt konkurransefortrinn, som følgelig gir høyere avkastning for selskapet.

#	Merkevare	#	Merkevare	#	Merkevare	#	Merkevare
1.	Adidas	6.	Stormberg	11.	Bjørn Dæhlie	16.	Umbro
2.	Bergans	7.	Fjellreven	12.	Puma	17.	Skogstad
3.	Nike	8.	Ulvang	13.	Swix	18.	Tufte
4.	Helly Hansen	9.	Kari Traa	14.	Pierre Robert	19.	North Face
5.	Norrøna	10.	Devold	15.	Therese Johaug	20.	Hummel

Tabell 5.3: Mest anerkjente merkevarer i sports- og fritidsmarkedet i Norge. Kilde: Kantars Merkevareindeks 2020, 2021.

Det kan også legges til at selskapet har to aktive patenter og om lag 70 aktive varemerker (Patentstyret, 2021). Patentene omhandler i stor grad rettigheter til å bruke logoene til de ulike merkevarene.

5.3.2 Kompetanse

Som følge av selskapets operasjoner kan de menneskelige, kompetansebaserte ressursene sies å være en av de viktigste ressursene for selskapet. Det er avhengig av å ha flinke designere, markedsførere, selgere og logistikk personell. Følgelig er det viktig at de ansatte i høy grad trives på arbeidsplassen.

Selskapets sykefravær lå i 2019 på 3,2 prosent (Active Brands årsrapport 2019, 2020). Til sammenligning var gjennomsnittlig nasjonalt sykefravær på 5,9 prosent i 2019 (Statistisk Sentralbyrå, 2019), noe som er en indikasjon på at de ansatte trives godt. Det kan også påpekes at selskapet har hatt en negativ trend i sykefraværet de siste tre årene.

FSN Execution Framework har så langt vist seg å fungere og har gitt selskapet en stabil og sterk vekst. På bakgrunn av drøftelensene over kan vi si at kompetansen til Active Brands er å anse som verdifulle, sjeldne, vanskelig å kopiere og ikke minst godt organisert.

5.3.3 Produktinnovasjon

På bakgrunn av at selskapet utvikler produkter som er knyttet til friluft- og trening er det avgjørende å selge innovative produkter av høy kvalitet. Tur- og treningsklær har flere produktspesifikasjoner enn vanlige hverdagsklær, og følgelig er forskning og utvikling (FoU) en sentral del av driften.

Selskapet investerer i snitt 2 til 3 millioner årlig i FoU og balansefører det. I snitt utgjør FoU rundt 0,30 prosent av selskapets totale salgsinntekter. Merkevarerne som krever mest investeringer er skimerket Åsnes og utstyrsmerket Sweet Protection, dette fordi innovative kvalitetsprodukter er essensielt for forbrukeren. Sweet Protection er det varemerket som – de siste årene – har opplevd sterkest vekst¹⁷ blant selskapets produkter, og har fått et sterkt fotfeste utenfor Norge.

Selskapets produktinnovasjon kan sies å stå sterkt og er kritisk for videre vekst i selskapets sentrale merkevarer. Det er derfor verdifullt, men det kan ikke sies å være

¹⁷ På bakgrunn av datamangel har vi ikke konkret informasjon om veksten til hver enkel merkevare. Men kun det vi har akkumulert gjennom samtaler med ledelsen og årsrapportene.

hverken sjeldent eller vanskelig å kopiere. Årsaken til det er at selskapets konkurrenter også har mulighet til å gjøre investeringer i FoU som overgår Active Brands’.

5.3.4 Relasjoner

Merkevarene til selskapet har et godt renomme i sportsbransjen og viser seg som seriøse aktører. Selskapet har en avtale med Norges Skiforbund som sponsor og hovedleverandør av bekledning til det norske langrennslandslaget. Denne indirekte markedsføringen er viktig for å holde Dæhlie som et attraktivt varemerke for langrenninteresserte kunder.

Selskapets relasjoner med sine B2B-kunder er sentral ettersom at B2B-salg utgjør brorparten av selskapets salgsinntekter. På bakgrunn av at selskapet har hatt samarbeid med de største nordiske sports- og friluftsbuikkene i nærmere 10 år, vurderes dette som en verdifull resurs. Det må her poengteres at selskapet er svært avhengig av å opprettholde gode relasjoner med detaljistene for å opprettholde salget i Norden – dette kan følgelig bli sett på som en svakhet. Videre samarbeides det med 49 fabrikker som hovedsakelig er lokalisert i Asia, og selskapet oppgir å ha tett og kontinuerlig dialog med sine underleverandører.

Det kan sies at selskapets relasjoner oppfyller alle ledd i VRIO-analysen. Selskapet har flere unike samarbeid som er vanskelig å oppnå for nye aktører.

5.4 Bransjeanalyse

Overordnet klassifiseres alle merkevarene i porteføljen under *sportsbransjen*¹⁸. Bransje- eller konkurransearena anvendes normalt innen statistiske sammenligninger og består av bedrifter med sammenlignbare produkter, det vil si kunder med lignende behov. For eksempel ses det ofte på bransjevekst selv om dette inneholder aktører som ikke er i samme strategiske gruppe. En strategisk gruppe er en innsnevring og inneholder bedriftene som er i direkte konkurranse om de samme kundesegmentene.

¹⁸ Sportsbransjen er den norske betegnelsen på sporting goods, bransjen dekker aktører som produserer, utvikler og selger utstyr og klær benyttet i sporter samt fritidsbekledning med et teknisk fokus.

Den utvidede konkurransearenaen/bransje inneholder også mulige inntrengere og substitutter (Fjeldstad & Lunnan, 2018, s. 93).

Bredden i Active Brands portefølje tolkes tilstrekkelig nok til å kunne anvende bransjetall for benchmarking og indekser. Til det formål å analysere konkurrenter identifiserer vi følgende strategiske grupper/segmenter – alle med en overvekt på ski og vintersport: sportstøy¹⁹, fritidsbekledning, hjelmer og beskyttelsesutstyr, fjellski og tilbehør til fjellski.

Konkurranseintensitet i en bransje vil øke om det er lite vekst. Høy vekst vil bety mindre kamp om markedsandeler, altså at det er «nok kunder til alle». McKinsey & Company (2021) rapporterer i samarbeid med WFSGIs²⁰ årlige estimer og trender i sportsbransjen. Forventet årlig global bransjevekst er på 6,6 prosent. Hvorav det asiatiske og særlig kinesiske markedet er forventet å utgjøre en substansiell andel. Active Brands har i dag ingen strategi rettet mot dette markedet, noe som kan indikere at de operer i markeder der det vil bli høyere konkurranse om andelene.

5.4.1 Konkurransesituasjon

Antall selskaper som kan ansees som direkte konkurrenter er stort, og vi velger derfor i analysen av konkurranse innad i den strategiske gruppen å se på de mest fremtredende og sammenlignbare selskapene. Høy grad av differensierte produkter er en fellesnevner mellom alle innenfor de strategiske gruppene.

Porteføljen til Active Brands er særlig vektet mot skisporten. Bare innen denne sporten finner vi en mengde konkurrenter som har omsetning omtrent lik eller større enn Active Brands, dette er konkurrenter som Adidas, Sportful, Craft, Rossignol, Salomon, Löfler, Brav og Odlo. De to sistnevnte peker seg særlig ut ved at også disse spiller merkevareassosiasjonene sine til det norske langrennssporet, er av lik størrelse og er eid av kapitalsterke eiere²¹. Vi ser dermed at differensieringsstrategien til Active Brands, særlig med et internasjonalt perspektiv, ikke er unik. Den overordnede

¹⁹ Sportstøy benyttes om tøy som er spesifikk for enkelte sporter og som brukes for praktiske, ytelses- eller sikkerhetsmessige årsaker.

²⁰ World Federation of the Sporting Goods Industry.

²¹ Generelt PE-fond eller family offices.

strategien om å ekspandere internasjonalt, særlig inn i det nord-amerikanske markedet kan til en rimelig grad matches av disse.

5.4.1.1 Brav

Brav er den konkurrenten som utmerker seg som mest sammenlignbar med Active Brands. Under Brav føres merkevarer som Swix, Ulvang, Helsport, Lundhags og Toko. Active Brands og Brav er ikke komplett sammenlignbare, for eksempel selger Swix en mengde skitilbehør og Active Brands selger en del beskyttelsesutstyr og ski. Swix er sammen med Dæhlie dominerende innenfor den norske langrennssporten. Ulvang produserer ullundertøy og er stor konkurrent særlig mot Kari Traa og Bula. Brav omsatte i 2019 for 1,24 milliard kroner (Brav, 2021) og er eid av Ferd. Brav forsøker også å vokse gjennom internasjonal ekspansjon, men i motsetning til Active Brands satser de i det kinesiske markedet (Innovasjon Norge, 2020). På bakgrunn av de vekstanslagene omtalt tidligere innen vinteridrett og ski i Kina, vil en suksessfull implementert strategi i dette markedet medføre at Brav øker sin konkurransekraft også i hjemmemarkedet.

5.4.1.2 Odlo

Odlo retter seg mot kunder innen samme strategiske område som Active Brands. Fra år 2001 til 2007 ble merkevaren *Bj*, nå kjent under Dæhlie, lisensiert ut til Odlo. Assosiasjonene mellom merkevarene kan dermed sees på som store. På tross av norske røtter kan det sees på som å ha mindre tilknytting til det norske skisporet enn Swix og Dæhlie (Kantar, 2020). Våren 2020 ble det kjent at Monte Rosa Sports kjøpte sportsutstysproduzenten. I forbindelse med oppkjøpet uttalte medeier i Monte Rosa og nåværende styreleder i Odlo, Hugo Maurstad, ønske om flere oppkjøp (Tangevald-Jensen, 2020). Sveitsisk eierskap gjør finansielle tall vanskelig å finne, men det oppgis at Odlo hadde en omsetning på omtrent 119 millioner sveitsiske franc i 2018 (Herkules Capital, 2021) – med en kronekurs på 9,26 tilsvarer dette omtrent 1,1 milliard NOK.

5.4.1.3 Konsolidering og prissensitivitet

Et generisk kjennetegn på et vekstmarked er konsolidering (Johnson et al., 2018). Stordrift- og samordningsfordeler bidrar til at SME²², som konsolideres, øker mobilitetsbarrierer i bransjen og styrker sin konkurransekraft. Mobilitetsbarrierer er faktorer som påvirker inngang og utgang fra bransjer, i tillegg til bevegelse innenfor bransje og verdisystem (Fjeldstad & Lunnan, 2018, s. 90). Litt enkelt kan en si at mobilitetsbarrierene er med på å påvirke hvor enkelt det er for selskapene å endre seg, og dermed skape konkurranse på kort sikt. For å kunne ta opp konkurransen mot større aktører er det i dag høy grad av konsolidering og oppkjøp i en historisk fragmentert bransje (Amer Sports, 2021). Maurstads uttalte ønske om oppkjøp under Odlo, kombinert med enorm kapitaltilgang, tenderer mot økt konsolidering i den nære konkurransearena. En sterkere konsentrasjon og flere selskaper på samme størrelse medfører at kjennskap til merkevarene blir sterkere og mulighet for differensiering reduseres. Lavere grad av differensiering øker prissensitivitet og reduserer dermed marginene.

Skiftet mot netthandel vil også påvirke konkurranseintensiteten. Mengden informasjon kundene har tilgang til vil øke og skape mer transparens. En undersøkelse gjennomført av Deloitte (2018) viser at dette sannsynligvis vil øke prissensitiviteten hos kjøpere av sportsutstyr, med følgene at det blir mer konkurranse mellom produsenter av like produkter. Samtidig ser vi at flere selskaper i bransjen posisjonerer seg slik at varelagrene bygges ned. Siden det kan føre til en fangens-dilemma-situasjon, en situasjon ingen er tjent med, forsøkes priskriger unngått. Blant annet forsøker Brav å unngå dette gjennom å offentliggjøre et ønske om mindre varelager for å unngå fremtidige «restesalg» (Norsk Sportsbransjeforening, 2021). Noe som ifølge spillteori betyr at trusselen svekkes og mottrekket ved å ytterligere sette ned prisene ikke må gjennomføres. Samlet kan dette tyde på reduserte marginer i årene som kommer, selv om vi ser at selskapene forsøker å samarbeide om å unngå priskrig.

²² Small and Medium Enterprises.

5.4.3 Kunder

Jo høyere konsentrasjon, jo høyere forhandlingsmakt hos kunden. Høy makt vil øke prispresset og redusere lønnsomheten. Rundt halvparten av salget til Active Brands forgår i Norge. Detaljisthandelen innen sport er i Norge dominert av tre aktører; Intersport, Sport1 og XXL. Disse har henholdsvis markedsandeler på 21, 26 og 34 prosent (Norsk Sportsbransjeforening, 2021, hentet fra Hopland, 2021), altså har tre aktører fire femtedeler av markedet. Følgelig medfører dette ekstrem forhandlingsmakt.

Høy forhandlingsmakt hos kundene medfører lavere marginer gjennom prispress og ugunstige kontraktbetingelser. Churn-raten²³ blant de nordiske bedriftskundene er i dag tilnærmet null (Active Brands årsrapport 2019, 2020 s. 25). Dette kan tolkes positivt og at det er gode kunderelasjoner, men man må også se på hvilke betingelser dette gjøres på. Adm. direktør i Brav, Espen Engelstad, uttrykte i 2020 at netthandelens inntog har medført en utjevning av maktbalansen i distribusjon (Jordheim, 2020). I samme artikkel fremkommer det at Active Brands tidvis anvender for eksempel ugunstige betingelser som eksklusivitet. Det vil si at den ene kjeden får enerett på enkelte kolleksjoner eller merkevarer.

I de øvrige markedene og på nett er salgskanalene mer fragmenterte, og det er ingen som peker seg særlig ut som dominerende. Særlig i det nord-amerikanske markedet benytter Active Brands stort sett utelukkende spesialistdistributører med høyere marginer (Dahl, 2017). Økt satsning på netthandel og salg i utenlandske markeder medfører salg gjennom flere ulike detaljister og e-handler, noe som betyr redusert forhandlingsmakt hos kunden. Dette medfører høyere marginer og bedre betingelser. Det skal nevnes at utover eksponering har de store varehusene stordriftsfordeler, som for de fleste merkevarene er vanskelige å konkurrere på. I den grad det foreligger handel fysisk i butikk er derfor B2B-salget enda relevant.

B2C-salget foregår gjennom egne nettbutikker og brandstores, disse fungerer som konkurrerende mot detaljistene. Vi ser at i sportsbransjen foregår det et skift mot økende grad av B2C-salg, særlig stammer dette fra nettsalg. De færreste merkevarer

²³ Kundefrafall.

har inntil nylig kunnet erstatte fordelene ved å føre sine merkevarer i store varehus. For eksempel kan salg i XXLs butikker, gjennom hylleplass og reklame, øke eksponeringen samtidig som at de slipper de direkte kostandene ved butikkdrift.

Pandemien dreide som sagt en sviktende handel i fysiske butikker enda rasker mot netthandel. Når de fysiske butikkene mistet sin relevans sto netthandlene igjen som de store vinnerne. Problemet for nettdetaljister er at «hylleplassen» de skaper på sine nettsider oppleves som erstattelig. Man ser en bransjetrend, der distribusjonsstrategi dreier seg mot en DTC-modell. De største aktørene opplever nå å kunne nå kundene uten involvering av en tredjepart. Kostnadene ved å ha et mellomledd i distribusjon og salg kommer fra avslag i marginer og redusert datainnsamling. Høyere grad av datainnsamling betyr også større individuell tilpasning av produktene. Datainnhenting spiller også en rolle operasjonelt der varelagrene og produksjon nå kan reguleres og styres gjennom metadata fra brukerne. De fysiske butikkene fungerer i dag som kontaktpunkter for kunder med individuelle tilpasningsbehov, som ikke kan dekkes over nett (Chitrakorn, 2020). Dette taler for at bedriftskundenes forhandlingsmakt vil avta.

5.4.3.1 Konsumtrend

Sluttbrukeren er, uansett nedstrøms mellomledd eller ei, de individuelle konsumentene. Selv om mellomleddene kan påvirke hva konsumentene etterspør, er det til syvende og sist sluttbrukerne som er forhandlingspartner. Som gjennomgått under PESTEL-analysen er flere sterke trender innen sportsbransjen, blant annet utendørsaktiviteter, sterk vekst i kvinnemerker, athleisure-klær og ikke minst bærekraftige klær.

En indikator på hvordan bransjen øker eksponering mot bærekraftighet er å se på antallet bærekraftige artikler det selges. Dette gjøres gjennom å identifisere antall bærekraftige varenummer. Som nevnt viser analysen vedvarende historisk vekst i produksjonsmønsteret, noe som trolig skyldes endrede konsummønster. Active Brands har i lengre tid vært proaktive og benytter resirkulerbare materialer i produksjonen. Andre eksempler på tiltak er en wastelayer-kolleksjon fra Kari Traa, som er nye klær laget av avkapp fra tidligere produserte produkter, de har også nylig offentlig utfordret sine nærmeste konkurrenter på området og oppleves som en pådriver (Kari Traa, 2021).

En ser at alle disse trendene er noe Active Brands er godt eksponerte mot. Selskapet eksponerer seg i stor grad mot individuelle utendørssporter. De har i flere år solgt klær der skillet mellom sportstøy og fritidsbekledning ikke er klart. Den drivende trenden for dette, hybrid-arbeid²⁴, er ventet å forbli (Microsoft, 2021). Skillet er altså ventet å ytterligere hvikes ut. Det er særlig bekledning til dame, gjennom Kari Traa og Johaug, det eksponeres mot i athleisure-segmentet.

Konsummønsteret drives av ytre påvirkningskrefter som pandemien og kulturelle endringer. Det slående er at konsummønsteret skyves i retning av Active Brands strategi og posisjonering, og med forutsetning om hysterese vil dette være vedvarende til de neste endringer i trend inntreffer. Aggregert, medfører mulighet for differensiering og vekst; mindre konkurranse, mer salg og høyere marginer.

5.4.4 Inntrengere

Sportsbransjen er i en spesiell situasjon internasjonalt. Som nevnt er den i dag preget av konsolidering, årsaken til dette er den enorme markedsandelen oppholdt av Nike og Adidas – som henholdsvis omsatte for 330 og 233 milliarder norske kroner i 2019 (Statista, 2021b). Merkevarene har enorm kjennskap verden rundt og scorer henholdsvis Som nr. tre og én innen sport og fritidsklær i Norge (Kantar, 2020). Til sammenligning hadde selskapene med tredje og fjerde mest omsetning i bransjen, Puma og Under Armour, en omsetning på henholdsvis 54 og 45 milliarder norske kroner i 2019 (Statista, 2021b, 2021c). Alle er sterke konkurrenter innen fritidsbekledning, Adidas er eneste nåværende utfordrer innen langrenn, det vil si sportstøy. De mindre utfordrerne konkurrerer ved å etablere seg innen nisjesporter og differensiere merkevaren ved bruk av assosiasjoner til kultur og personer. Begge disse differensieringsmetodene er kopierbare for de selskapene med allerede høy merkevarekjennskap og enorm kapitaltilgang, det er derfor ikke utenkelig med en horisontal inngang fra et av de større selskapene i bransjen. Altså at de beveger seg inn i en av nisjene Active Brands tilhører.

Produksjonskostnad er på grunn av lite vertikalintegrasjon lav og variabel. Der bransjens store kostnader for etablering ligger er i finansiell kapital og humankapital

²⁴ Miks mellom hjemmekontor og fysisk kontor.

til utvikling og distribusjon. Enkelt forklart er det enkelt å få produsert like produkter, særlig fritidsklær uten tekniske spesifikasjoner. Men det er ikke like enkelt å få kundene til å kjøpe dem. Dette betyr at inngangsbarrierene for selskaper utenforstående bransjen/konkurransarenaen i dag er høye og er forventet høyere i takt med konsolideringen, det korrelerer dermed negativt med deler av konkurranseintensiteten som stammer fra innad i bransjen.

5.4.5 Substitutter

Funksjonsmessig foreligger det lite substitutter til sportstøy, fjellski og tilbehør til fjellski, hjelm og beskyttelsesutstyr. Selvfølgelig kan det anvendes noe sportstøy på tvers av sporter, men denne trusselen stammer fra aktører dekket under analyser av konkurrenter og inntrengere. I kategorien fritidsklær er nyansene derimot mindre klare. Her er moteaspektet fremtredende og substitutter er all motebekledning uten et atletisk preg. Her er det en myriade av muligheter for substitusjon, vi går dermed ikke nærmer inn på det enn å spesifisere at utskiftningshastigheten er forventet høy men konstant og med det at den ikke endrer seg per se og dermed ikke påvirker marginer estimert på historiske tall.

5.4.6 Leverandører

Høy vekst krever råvarer, noe som krever endring i den inngående verdikjeden, særlig i tredje og andre leddet, dvs. materialprodusenter og innkjøpere. Samtidig som det er konsensus om å redusere forbruk av jomfruelige produkter. McKinsey & Co. (2021) rapporterer at dagens rPET²⁵ ligger på omtrent 6 prosent, der bransjen har som mål å anvende 25 prosent innen 2025. Altså er det konsensus i bransjen om et skift mot sirkulærøkonomi. Sirkulærøkonomi vil implisitt bety større gjensidighet mellom leddene i verdikjeden, strategiske partnerskap vil bidra til å avlaste noe av forhandlingsmakten hos nedstrøms aktører.

DTC-salg innebærer at ansvaret om ukurans i varelageret ikke lenger deles med detaljister, dermed er det større press på å samkjøre etterspørsel med produksjon. En forsøker å oppveie dette med fordelene metadata fra kundene gir i estimeringspresisjon.

²⁵ Resirkulert Polyethylene Terephthalate, kjent som «polyester» i klesindustrien.

Mindre varelager og høyere omskiftningshastighet betyr at det kreves større fleksibilitet fra produsentene. Setter man det i tillegg i sammenheng med økende produksjonskostnader i de asiatiske landene og vakkende policyer nevnt under PESTEL, forventer man forflyttelse av produksjon til lokasjoner nærmere det geografiske markedet, såkalt re-/ near-shoring.

Samlet setter det særlig leverandører i førsteleddet under press, men tredje og andre ledd, altså råvareprodusenter og innkjøpere forventes mindre påvirket. Konsolidering og tettere strategisk tilknytting til leverandørene, særlig ved å etablere near-shoring, vil bety fremtidig økte etableringsbarrierer. Det forventes følgelig maktkonsentrasjon hos de produsentene som klarer å redusere kostnader og tid-til-marked, gjennom anvendelse av data, fordelaktig geografisk beliggenhet og automatisering. Blant annet forventer 60 prosent av ledere i sportsbransjen konsolidering i leverandørleddene på kort tidshorisont (McKinsey & Co., 2021). Med andre ord kan det dreie seg om økt konkurranse om leverandører, og høyere forhandlingsmakt fra produsentenes side.

5.5 SWOT-Analyse

Styrker	Svakheter
<ul style="list-style-type: none"> • DTC gjennom nettbutikker • Sterkt fokus på bærekraft • Etablerte og kjente kvinnemerker • Samtlige av merkene er meget forent med konsumtrendene i markedet • Sterke relasjoner med samarbeidspartnere (deriblant Norges Skiforbund og detaljistforhandlere) 	<ul style="list-style-type: none"> • Høy forhandlingsmakt hos detaljister • Lite diversifisert merkevareportefølje og høy avhengighet av salg i vinterhalvåret • Salgsinntektene er svært avhengig av et fåtall detaljister
Muligheter	Trusler
<ul style="list-style-type: none"> • Det kinesiske sports- og friluftsmarkedet • Forventet høy vekst i kvinnelige sports- og fritidsmerker • Vekst i Nord-Amerika • B2C-salg gjennom DTC-løsninger • Konsolidering av bransjen og oppkjøp • Skift mot sirkulærøkonomi • God tilgang på kapital • Høy sparerate blant norske forbrukere 	<ul style="list-style-type: none"> • Konkurransen • Konsolidering av bransjen • Krise knyttet til asiatiske underleverandører • Økt skattesats i USA • Forventet høyere inflasjon og lange renter • Høyere lønnskostnader i asiatiske land

Tabell 5.4: SWOT-oppsummering.

5.5.1 Drøfting av SWOT

Den mest relevante trusselen for prosjekteringen vil være økte lønnskostnader knyttet til produksjonen i Kina, som følgelig kan føre til lavere marginer. Vi vet også at en økning i lange renter er svært sannsynlig på lengre sikt (Bala, 2021). Det er derimot vanskeligere å prosjektere en potensiell krise knyttet til produksjonen i de asiatiske landene, og om Active Brands vil kunne tape eller ta markedsandeler i et marked med mye konkurranse.

En styrke som kan påvirke Active Brands positivt på sikt er satsingen på DTC. Mer data og DTC betyr mindre varelagre og høyere gjennomstrømningstid, samt høyere presisjon i verdileveransen til kundene. Samtidig er det konsensus blant konkurrentene om å unngå billigsalg. Dette er noe som kan påvirke marginene og potensielt styrke kontantstrømmen. Selskapets sterke merkevarer er også et konkurransefortrinn som taler for at en høy ROIC kan opprettholdes på sikt (Koller et al., 2020).

Vi vil påpeke at selskapet pr. nå er avhengig av et fåtall distributører i det norske markedet og vintersesongen for å gjennomføre salg. Dette er en svakhet som kan prege marginene dersom dårlige og korte vintre forekommer. Det vil derimot være umulig å prosjektere hvordan vintersesongen de kommende årene blir – da vi er økonomer og ikke meteorologer. En mulig svekkelse i marginene vil derfor tas høyde for i sensitivitetsanalysen. Videre er det vanskelig å si hvordan selskapets relasjoner med distributører kan bli, men samarbeidene har eksistert lenge og det er liten grunn til å tro at de skal ende med det første.

Selskapet har en rekke muligheter og den største er nok en etablering i det kinesiske markedet. Det vil være vanskelig å si om selskapet vil etablere utsalgssteder eller B2B-salg, uten ytterligere informasjon fra ledelsen. Videre er det også stor usikkerhet med suksessen det ville vært i Kina – hvor mange kinesere kjenner til norske langrennsstjerner? Dette er ikke en drøfting vi vil fortsette med, men vi konkluderer med at det er altfor høy usikkerhet til å ta dette med i prosjekteringen. Det samme gjelder for potensielle oppkjøp, noe som vil være umulig å prosjektere, med mindre vi får konkret informasjon fra selskapets ledelse. Derfor er prosjekteringen ekskludert eventuelle oppkjøp. Selskapet har derimot store muligheter for vekst i Nord-Amerika

og innenfor kvinnelige sport- og friluftmerker, gitt sine sterke merkevarer. Dette er pågående initiativer, som kan oppnå høy vekst de kommende årene.

6.0 Regnskapsføring for børsnoterte virksomheter

For å opprettholde sin opplysningsplikt overfor investorer, krever en børsnotering at selskapet likebehandler alle investorer, og tilfører dem samme informasjon. Som følge av EØS-jurisdiksjonen Oslo Børs er underlagt, må norske selskap som normalt sett regnskapsfører etter norsk GAAP (også kjent som NGAAP eller GRS) konvertere til IFRS ved en børsnotering.

Fagervik og Tandberg (2020) fremstiller flere viktige momenter som må hensyntas ved konvertering fra norsk GAAP til IFRS. Selve prosessen er komplisert og vil kreve involvering av eksperter. Vi vektlegger i denne oppgaven den tekniske siden, men nevner kort andre sider av konverteringen som må hensyntas.

KPI- eller APM-er²⁶ kan måtte endres, investeringsbeslutninger som leie eller eie kan måtte revideres, økonomiansvarlige i organisasjonen kan måtte kreve ny opplæring og eksterne interessenter kan måtte opplyses. Det vil også bli krav til flere opplysninger i resultatregnskapet, for eksempel krever IFRS 8 utfyllende informasjon om risiko, drivere og annen innsikt i segmentene.

6.1 Første anvendelse av IFRS

For å opprettholde sammenlignbarheten etter innføringen av IFRS, krever IFRS 1 en omarbeidelse av forrige års regnskap. Altså krever dette at vi trenger åpningsbalansen for to perioder tilbake i tid, noe som effektivt vil si at man må omregne tre perioder. For eksempel, hvis man skal konvertere 2020 og 2019 til IFRS, må åpningsbalanse etableres basert på balansedata 31.12.2018. (Fagervik & Tandberg, 2020). Videre skal dette sammenstilles med det resultatet som er blitt rapportert under den lokale regnskapsstandard.

²⁶ Key Performance Indicators og Alternative Performance Measurement.

6.2 Finansielle instrumenter og sikringsbokføring

Active Brands valutasikrer noe av sin inntekt. IFRS 9 krever blant annet at måling av finansielle eiendeler skjer til virkelig verdi og verdiendringer føres løpende. Den største implikasjonen kommer av kravet om å gjøre avsetninger for tap på forskudd (Madsen, 2015). Dette kan føre til at avsetningene for tap vil øke. Notekravene vil også endres, dette behandles under IFRS 7. Krav er blant annet å opplyse om risikosikringens påvirkning på kontantstrøm og resultat, samt risikostyringsstrategi (EY, 2019). Dette gjøres til en viss grad allerede i notene, blant annet gjennom opplysninger angående valutasikring. På grunn av mangel på informasjon og kompleksitet vil vi ikke gå i nærmere detalj på dette.

6.3 Kapitalleie

IFRS 16 omhandler leieavtaler, og går tilbake til de regnskapsmessige definisjonene av gjeld som en forpliktelse og en eiendel som kontroll over en enhet. Under kontraktens løpetid vil en få kontroll over den leide enheten mot å forplikte oss til fremtidige betalinger. Prinsippendringen medfører en aktivering av forpliktelsens nåverdi på aktiva- og passivasiden.

Leieforpliktelser defineres under NGAAP som operasjonelle og finansielle, men det er kun de finansielle som aktiveres. IFRS fjerner i stor grad denne *definisjonen*, og med et fåtall unntak aktiveres alle leieforpliktelsene. Dermed fjerner man noe av den regnskapsmessige fordelingen ved å eie fremfor å leie, såkalt «off-balancesheet-financing».

Unntak for å aktivere leieforpliktelsen er gjort etter IFRS 16, for leieforpliktelser med løpetid mindre enn 12 måneder uten kjøpsopsjoner eller på eiendeler som har lav verdi. Disse kostnadsføres enten direkte, eller aggregeres og kostnadsføres på lineær basis. Flere av de sammenlignbare, børsnoterte selskapene benytter US GAAP som har andre regnskapsregler enn IFRS. Dette medfører en endring i de sammenlignbare regnskapstallene på tvers av Atlanteren. For eksempel aktiveres også leieforpliktelsene etter US GAAP, men man akkumulerer, normaliserer og kostnadsfører leiekostnadene lineært under driftskostnader (Koller et al., 2020). Damodaran (2012, s. 151) oppgir en

rekke inkonsistenser mellom disse to regnskapsstandardene og presiserer at dette kan medføre støy i multippelverdsettelse og andre regnskapsmessige sammenligninger, samtidig som at han påpeker at de som oftest er sammenfallende og at forskjellene er marginale. På bakgrunn av oppgavens omfang og formål konverteres derfor ikke de sammenlignbare selskapenes regnskap.

Fra intervjurunder med nøkkelpersoner i selskapet fremkommer det at de leide lokalene har en femårs forpliktet kontraktstid. På grunn av mangel på informasjon rundt leasing av bil forutsettes standard løpetid for leasingavtaler for bil på tre år (Aabakken, 2020). Andre leiekostnader forutsettes å være unntatt fra aktivering og kostnadsføres direkte. Kontraktsfestede summer har vi ikke tilgang til og vi bruker derfor gjennomsnittet av historiske betalinger. Siden vi ikke får 2020 regnskapet beholder vi forpliktelsens verdi fra 2019 i 2020 og estimerer at kontraktene har lik levetid både i 2019 og 2020, altså som om de inngås på nytt i 2020. Forpliktelsens verdi beregnes gjennom å neddiskontere de forpliktete forskuddsbetalingene med gjeldene års avkastningskrav til gjeld. I resultatregnskapet skal følgende sammenheng anvendes:

$$\text{Leiekostnad} = \text{Avskrivning} + \text{Rentekostnad}$$

Hvor venstresiden reflekterer NGAAP og høyresiden IFRS. Som følge av omstillingen vil regnskapsmessige poster endres slik:

IFRS 16 omstilling av 2019 resultat		
	operasjonell leie	Kapitalleie
Leiekostnader	21,804	1,171
EBITDA	136,964	157,597
Avskrivninger	24,711	43,170
EBIT	112,253	114,427
Tilregnede renter	0	2,174
EBIT etter tilregnede renter	112,253	112,253

Tabell 6.1: Omgjøring til IFRS 16.

EBITDA øker med hele summen av leiekostnaden som kapitaliseres. Avskrivningene øker med leiekostnad minus rentekostnad. EBIT øker dermed med rentekostnad. Finanskostnader vil øke med rentekostnaden.

6.3.1 Kapitalisering av leiekostnad i kontantstrømmen

Innføringen av IFRS 16 vil føre til en lavere NOPAT i DCF-modellen, siden rentene legges til i EBIT og endringstallet fra inngående til utgående balanse av de forpliktete leiekostnadene legges til i netto-CapEx. Resonnementet bak fremgangsmåten benyttet følger av at økt forpliktelse betyr en økning i gjeld, som vi ikke ønsker å telle dobbelt. Dobbelttelling unngår vi ved å tillegge kontantstrømmen den eksakte endringssummen av forpliktelsens nåverdi i hvert av årene. For at egenkapitalverdien skal forbli lik, må WACC vektes på ny. Summen av å vekte WACC på ny og tillegge endringssommene i kontantstrømmen vil eksakt utgjøre forpliktelsens nåverdi. Skattemessig kostnadsføres enda leiekostnaden i året. Den totale skatteletten forblir lik ved kapitalisering gjennom en større vektning av gjeld i WACC og egenkapitalbeta.

Et spørsmål som ofte dukker opp i denne sammenhengen er hva som gjøres med leiekostnadene som oppstår etter perioden vi har kapitalisert, de må jo enda leie kontorer m.m., selv om de ikke har forpliktet seg enda. Dette behandles som normalt, operasjonelle kostnader prosjekteres med margin før kapitaliseringen blir foretatt.

6.4 Behandling av avskrivning på immaterielle eiendeler

Omgjøringen fra NGAAP til IFRS krever innføring av nye regnskapsprinsipper. Det foreligger fremtredende ulikheter mellom disse, særlig i behandling av anleggsmidler. IAS 16 åpner for å kunne velge mellom *verdireguleringsmodellen* eller en *anskaffelseskostmodell* lik den anvendt, under NGAAP.

Hovedforskjellen her er at verdireguleringsmodellen baserer seg på virkelig verdi, der man kostnadsfører løpende opp- og nedskrivninger av eiendelen. Vi viderefører anskaffelseskostmodellen og derfor blir endringene i omgjøringen marginale. Unntaket er goodwill.

Ifølge IFRS 3 (virksomhetssammenslutninger) er det ikke tillatt med en planmessig avskrivning av goodwill. Det er derimot kun gjenstand for en årlig nedskrivningstest, hvilket i praksis vil si at eventuelle verdireduksjoner kostnadsføres uregelmessig og sjelden (Beisland, & Heskestad, 2016, s. 217). I henhold til Beisland og Heskestad

(2016) er den største forskjellen mellom GRS og IFRS at goodwill skal avskrives etter GRS, mens det etter IFRS kun skal testes for nedskrivning.

I utgangspunktet skal åpningsbalansen utarbeides som om IFRS alltid har vært anvendt. Men IFRS 1, appendiks C, gir en unntaksregel for beregnet verdi av goodwill. Med noen unntak skal denne beholdes lik som beregnet siste år under lokal GAAP (Deloitte, 2009).

Et annet problem ved avskrivning av immaterielle eiendeler er at det har implikasjoner for utregningen av terminalleddet, som tar utgangspunkt i *normaliserte* kontantstrømmer i terminalåret. Etersom at avskrivninger av immaterielle eiendeler (eksempelvis etter et oppkjøp) skattemessig har begrenset levetid, betyr det at man ikke får en normalisert kontantstrøm i terminalåret. Ifølge Matthews (2014, s. 11) må derfor avskrivninger av immaterielle eiendeler ekskluderes fra den prosjekterte frie kontantstrømmen.

På bakgrunn av drøftelsen over vil goodwill og øvrige immaterielle eiendeler holdes flat i balansens prosjekteringsperiode. Her er det derimot viktig å presisere at selskapet fortsatt får skattemessige avskrivninger etter oppkjøpet. Skattefradraget fra avskrivninger på immaterielle eiendeler må dermed inkluderes i selskapsverdien, sammen med terminalverdien og de prosjekterte kontantstrømmene. Dette gjøres gjennom å bestemme nåverdien av de fremtidige skattefradragene (Matthews, 2014, s. 11).

Goodwill avskrives skattemessig med 20 prosent i Norge – altså etter saldoreglene i saldogruppe b. Mens rettigheter som patenter og konsesjoner benytter lineære avskrivninger for skattemessig fradrag (KPMG, 2017). Det er disse to postene som er relevant og som benyttes for å regne ut nåverdien av det skattemessige fradraget. Nåverdiberegningene av de skattemessige avskrivningene på goodwill er illustrert under.

	Periode	Skattefradrag	WACC	Diskonteringsfaktor	Nåverdi av skattefradrag
1	2021	10 385	5,36 %	0,946	9 828
2	2022	8 308	5,36 %	0,896	7 441
3	2023	6 646	5,36 %	0,848	5 634
18	2038	234	7,26 %	0,257	60
19	2039	187	7,26 %	0,239	45
20	2040	150	7,26 %	0,221	33
Total					38 344

Tabell 6.2: Skattefordel ved avskrivning av goodwill, Kommentar: Merk at WACC endres i terminalperioden som følge av overgang til syntetisk risikofri rente. For plassbesparelse er øvrige linjer og kolonner skjult.

7.0 Regnskapsanalyse

Dette kapitlet tar for seg analysen av det historiske konsernregnskapet de siste fem årene. Vi vil følgelig drøfte selskapets lønnsomhet, vekst og likviditet for å danne et helhetlig bilde over dets historiske prestasjon. Dette vil videre hjelpe oss med å danne grunnlaget for verdsettelsen. Vi vil her påpeke at 2020-tall ikke er tatt med i regnskapsanalysene, dette er på bakgrunn av at det aktuelle årsregnskapet ikke er tilgjengelig i skrivende stund. Videre tar 2018- og 2019-tallene utgangspunkt i de konverterte regnskapstallene.

Som nevnt i den strategiske analysen er de mest sammenlignbare selskapene i Norge Brav og Odlo. På bakgrunn av at sistnevnte har sveitsisk eierskap har vi ikke tilgang på Odlos årsregnskap. For å gjøre en relativ vurdering, sammenlignes Active Brands med Brav i flere av underkapitlene. Brav rapporterer også etter forenklet IFRS, noe som gjør at vi enkelt kan sammenligne tallene.

7.1 Omgruppering av regnskapet

7.1.1 Resultatregnskapet

Årsrapportene til selskapet består primært av driftsrelaterte inntekter og kostnader. Dette gjør at EBITDA-størrelsen er relativ enkel å utregne. Videre kalkuleres det justerte resultatet før renter, skatt og avskrivning på ervervede immaterielle eiendeler (EBITA). Årsaken til at EBITA og ikke EBIT brukes er fordi, i motsetning til anleggsmidler, vil ikke goodwill og ervervede immaterielle eiendeler slites ut og er heller ikke replikerbar (Koller et al., 2020). Derfor er historisk goodwill og ervervede immaterielle eiendeler justert opp for å plukke opp den historiske avskrivningen av

goodwill og ervervede immaterielle eiendeler, noe som er i tråd med IFRS-standarden. Videre kalkuleres NOPAT direkte, med selskapets effektive skattesats.

(i TNOK)				(IFRS)	(IFRS)
	2015	2016	2017	2018	2019
Salgsinntekt	652 686	878 138	967 045	1 057 313	43 790
EBITDA	33 999	119 466	125 025	141 357	157 597
EBITA	29 740	113 489	116 619	107 845	114 427
NOPAT	21 710	85 117	88 630	83 041	89 253

Tabell 7.1: Omgruppert resultatregnskap.

7.1.2 Balansen

Hovedgrunnen til at balansen reorganiseres er for å få frem NOA, bedre kjent som investert kapital. Denne størrelsen består av arbeidskapitalen, anleggsmidler, netto andre langsiktige operasjonelle eiendeler og, når det er passelig, immaterielle eiendeler (Koller et al., 2020). Merk her at vi primært vil fokusere på investert kapital *uten* goodwill²⁷ og ervervede immaterielle eiendeler, noe vi vil komme tilbake til i neste kapittel.

(i TNOK)				(IFRS)	(IFRS)
	2015	2016	2017	2018	2019
Operasjonelle kontanter	13 054	17 563	19 341	21 146	23 460
Varelager	171 686	192 062	189 633	292 075	300 473
Kundefordringer	146 873	169 826	265 407	266 919	227 480
Sum operasjonelle omløpsmidler	331 613	379 451	474 381	580 140	551 413
Leverandørgjeld	84 461	130 552	139 933	165 992	144 497
Annen kortsiktig gjeld	60 737	48 079	55 479	64 248	58 773
Sum operasjonell kortsiktig gjeld	145 198	178 631	195 412	230 240	203 270
Netto arbeidskapital	186 415	200 820	278 969	349 900	348 143
FoU	3 154	4 186	3 358	3 897	4 419
Bruksrettseiendeler (IFRS 16)	NA	NA	NA	67 472	71 401
Anleggsmidler	11 528	15 946	27 673	45 613	48 244
Investert kapital (u/ goodwill)	201 097	220 952	310 000	466 883	472 207

Tabell 7.2: Omgruppert balanse.

Som man ser i tabell 7.2 er verdien av leasing (bruksrettseiendeler) tatt med i beregningene for både 2018 og 2019, noe som gir en høyere investert kapital i de aktuelle årene.

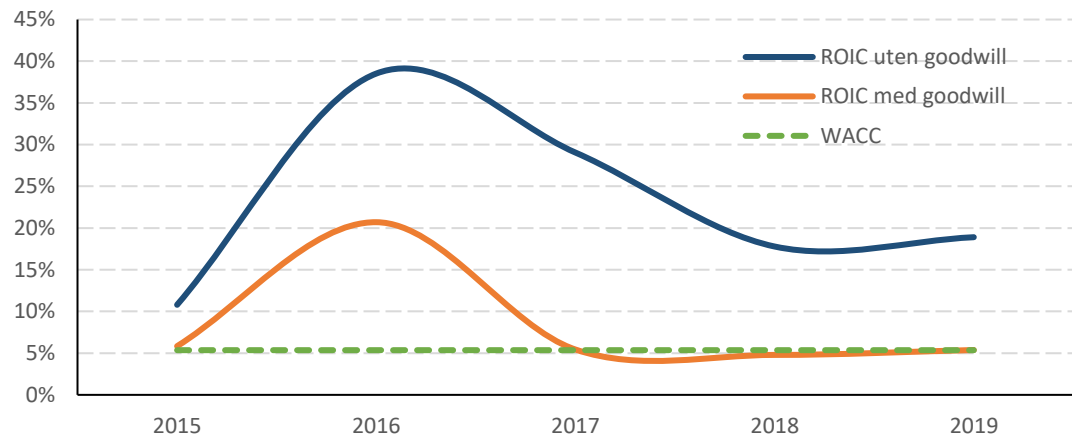
²⁷ Goodwill: Markedsverdien av oppkjøpsenhet minus bokverdi av oppkjøpsenhet. Altså verdien som ble betalt utover den oppkjøpte enhets eiendeler.

7.2 Lønnsomhetsanalyse

Kjernen i bedrifters verdiskapning er omsetningsvekst og avkastning på investert kapital (ROIC). Avkastning på investert kapital (ROIC) måler profitten fra selskapets operasjoner, og vil derfor være en av de viktigste nøkkeltallene i en lønnsomhetsanalyse. Grunnen til at ROIC er bedre enn øvrige lønnsomhetstall er fordi egenkapitalrentabilitet (ROE) blant annet blander lønnsomhet fra operasjoner med kapitalstrukturen, noe som gjør en analyse med sammenlignbare selskaper mindre holdbar (Koller et al., 2020). Koller et al. (2020) poengterer også at total kapitalrentabilitet (ROA) heller ikke er et like nøyaktig mål på lønnsomhet som ROIC, ettersom at det ignorerer det reduserte kapitalbehovet som kommer fra leverandørgjeld og annen operasjonell, langsiktig gjeld.

Et viktig moment å ta med i betraktning er da FSN Capital ervervet Active Brands i 2017, skapte det endringer i konsernregnskapet, som økte immaterielle eiendeler – hovedsakelig goodwill. I vår analyse vil vi behandle goodwill identisk med ervervede immaterielle eiendeler (Koller et al., 2020). Følgelig vil vi behandle ROIC *med og uten* goodwill, årsaken er at hvert nøkkeltall måler forskjellige ting. ROIC med goodwill måler om selskapet har skapt avkastning for aksjonærene, på bakgrunn av prisen betalt for tidligere oppkjøp. ROIC uten goodwill måler den underliggende utviklingen til selskapet, og er ikke påvirket av premierer som er betalt for eventuelle oppkjøp som er utført. ROIC uten goodwill er også mer relevant for å prosjektere fremtidig kontantstrømmer og strategi (Koller et al., 2020).

Et videre poeng for å *ikke* måle lønnsomhet med ROIC *inkludert* goodwill, er at det har oppstått situasjoner hvor selskaper har prøvd å forbedre ROIC, men har gjort det gjennom å holde goodwill konstant og vokst profitten organisk. På overflaten ser det dermed ut som at selskapet har blitt mer lønnsomt, når det i virkeligheten ikke har blitt det. Dette har ført til at ledelsen i praksis har fått bonuser basert på regnskapsføringen og ikke forbedring av den underliggende forretningsmodellen (Koller et al., 2020). På bakgrunn av overnevnte faktorer vil primærfokuset i oppgaven være på ROIC uten goodwill.



Figur 7.1: Active Brands ROIC de siste fem årene.

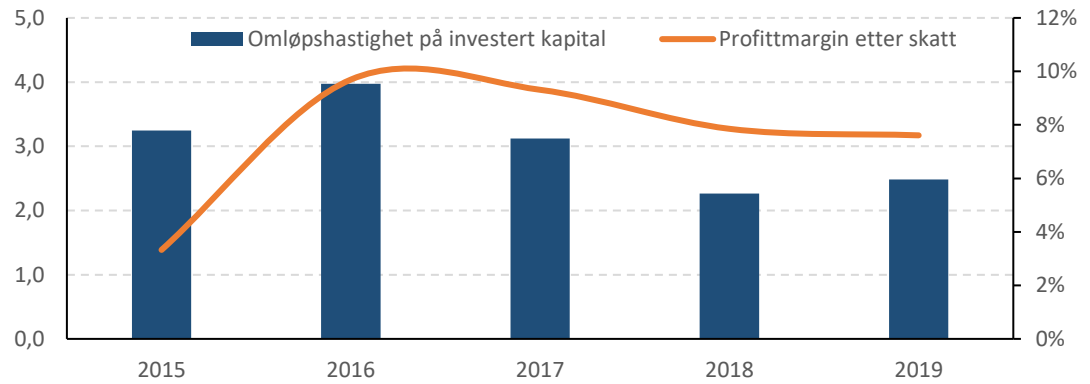
Som man ser i figur 7.1, har selskapets ROIC uten goodwill vært rundt 20 prosent de seneste årene. Ifølge McKinsey & Co. (2020), referert til i Koller et al. (2020), har bransjemedianen for ROIC (ekskludert goodwill) vært på 22 prosent mellom 2015 og 2017. Til sammenligning var Active Brands' medianverdi 29 prosent i samme periode.

Videre ser vi at ROIC med goodwill har nærmest vært lik selskapets WACC (vi vil i kapittel 8 komme tilbake til hvorfor historisk WACC ligger på ca. 5,3 prosent) de senere årene. Med andre ord har selskapet ikke hatt noe superprofitt²⁸ disse årene, når vi måler ROIC inkludert goodwill.

For å undersøke selskapets fallende ROIC fra 2016 til 2018, kan man bryte størrelsen ned i profittmargin (NOPAT dividert på salgsinntekter) og omløpshastigheten på investert kapital (Petersen et al., 2017, s. 155). Det vil si at profittmargin etter skatt multiplisert med omløpshastigheten på investert kapital gir oss ROIC.

Omløpshastigheten på investert kapital forteller oss hvor effektivt selskapet administrerer den investerte kapitalen. I 2019 har Active Brands en omløpshastighet på investert kapital (fratrasket goodwill) på ca. 2,5, noe som forteller oss at selskapet har bundet kapitalen sin i ca. 140 dager (360 dager delt på 2,5). Alternativt kan man si at for hver krone selskapet har investert i operasjonene, ble det generert en inntekt på 2,5 kroner i 2019. Som man ser har omløpshastigheten på investert kapital falt i tidsrommet 2016 til 2018 – noe som delvis forklarer den nedadgående trenden i ROIC.

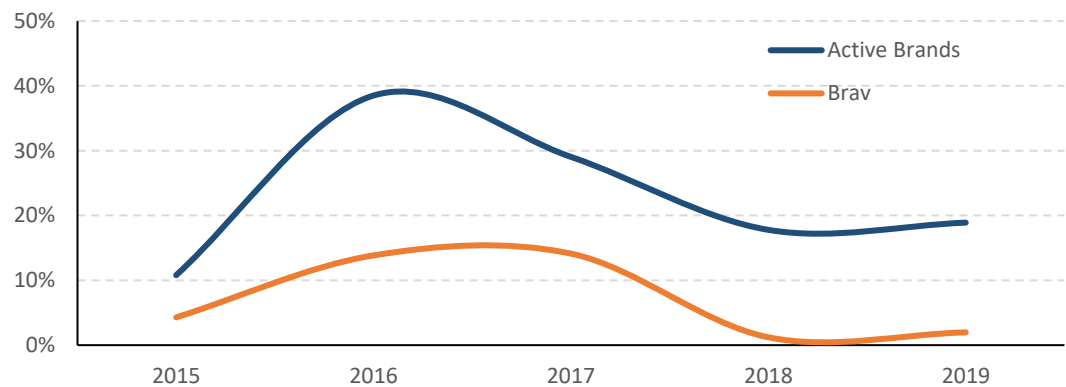
²⁸ Superprofitt eller Economic Value Added (EVA) betyr over normal profitt.
 $EVA = ROIC - WACC$ (Petersen et al., 2017, s. 102).



Figur 7.2: Omløpshastighet og profittmargin etter skatt.

Videre ser vi at profittmarginen har falt fra 10 prosent i 2016 til 8 prosent i 2019, noe som videre forklarer fallende ROIC. Det sagt er profittmarginen betraktelig sterkere enn hva den var i 2015.

Sammenligner vi selskapets ROIC med deres nærmeste konkurrent, Brav, ser vi at Active Brands har betraktelig høyere ROIC (figur 7.3). Hovedårsaken til dette er at Brav har en betraktelig større arbeidskapital, og høyere driftskostnader enn Brav. Man ser derimot at utviklingen i selskapenes lønnsomhet korrelerer høyt, men at Active Brands er betraktelig mer lønnsom.

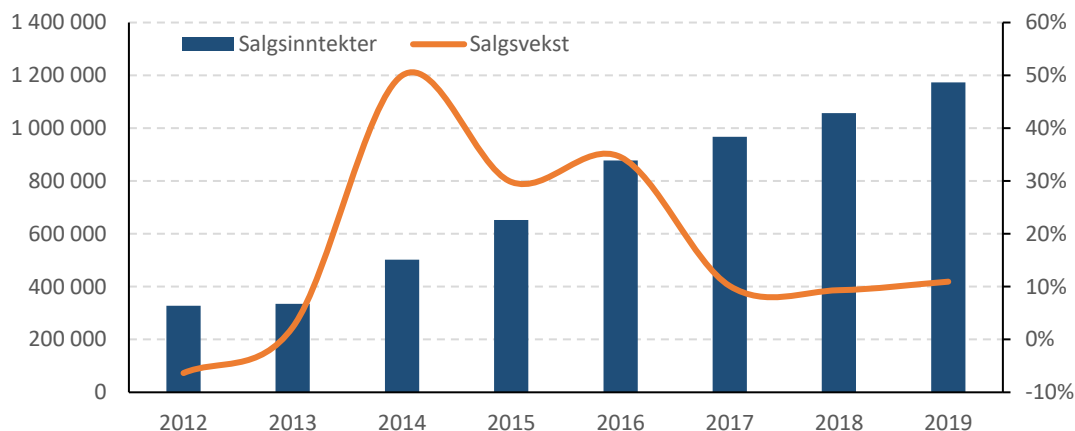


Figur 7.3: ROIC (uten goodwill) for Active Brands og Brav.

7.3 Vekstanalyse

I henhold til Petersen et al. (2017, s. 183) er salgsvekst den primære driveren bak et selskaps verdi. Som illustrert i figuren under har Active Brands de siste tre årene opplevd en stabil, gjennomsnittlig, salgsvekst på 10 prosent – i motsetning til historiske volatile vekstrater. Dette er trolig i tråd med at selskapet begynner å bli en av de største

aktørene innenfor vintersportsutstyr i det norske markedet, og forklarer de siste års nedgang i ROIC.



Figur 7.4: Historiske salgsinntekter og salgsvekst.

Som illustrert i tabellen under har Active Brands betraktelig bedre salgsvekst enn Brav. Selskapet har i løpet av de siste tre årene sett en gjennomsnittlig salgsvekst på 10 prosent kontra Brav med 7 prosent, dette til tross for at selskapene er like store.

		2015	2016	2017	2018	2019
Salgsvekst	Brav	12 %	6 %	8 %	9 %	3 %
	Active Brands	30 %	35 %	10 %	9 %	11 %
Bruttomargin	Brav	48 %	48 %	52 %	48 %	46 %
	Active Brands	43 %	45 %	47 %	46 %	45 %
EBITDA-margin	Brav	4 %	9 %	9 %	5 %	6 %
	Active Brands	5 %	13 %	12 %	10 %	10 %

Tabell 7.3: Historisk veksttall for Active Brands og Brav. Merk at selskapene har svært like salgsinntekter.

Videre ser man at Brav i gjennomsnitt har 3 prosent høyere bruttomargin enn Active Brands. Denne differansen har derimot blitt mindre de to siste årene. Når det kommer til EBITDA-margin har Active Brands hatt nesten dobbel så høy EBITDA-margin som Brav de to siste årene. Årsaken bak Active Brands forbedring i EBITDA- og bruttomarginen fra 2015 til 2016 stammer fra at selskapet klarte å gjøre betraktelige kostnadskutt i både vare- og lønnskostnader.

7.4 Likviditetsanalyse

Likviditet er kritisk for ethvert selskap. Uten likviditet, klarer ikke selskapet å nedbetale gjeld og gjøre profitable investeringer, i verstefall kan likviditetsmangel føre til konkurs. Derfor er det viktig å analysere likviditetsrisikoen, både på kort og lang sikt.

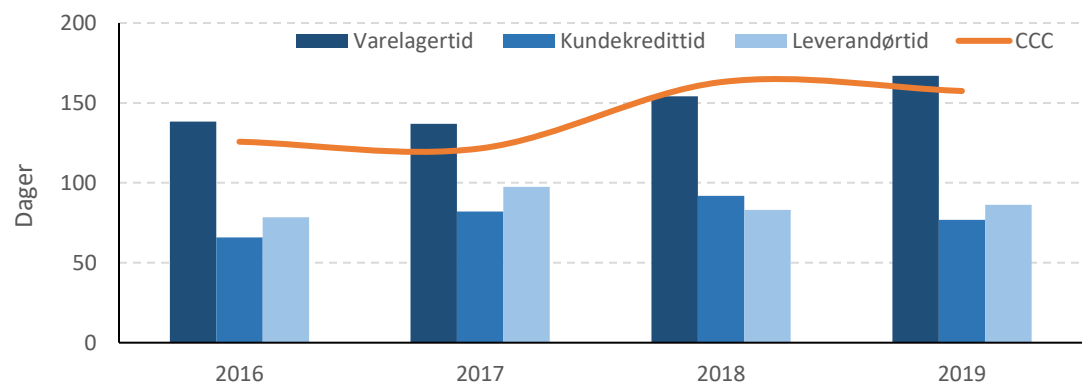
Den langsiktige likviditeten handler om et selskaps finansielle helse og mulighet til å nedbetale fremtidig, langsiktig, gjeld (Petersen et al., 2017, s. 211). Analyse av den kortsiktige likviditeten handler om å finne risikoen for mislighold på kort sikt, for eksempel evnen til å betale sine leverandører.

7.4.1 Likviditetseffektivitet

Først vil det være nyttig å analysere om selskapet håndterer likviditeten effektivt. Dette vil vi gjøre gjennom å se på selskapets likviditetssyklus eller cash conversion cycle (CCC).

$$CCC = \left(\frac{COGS}{\text{Gjennomsnittlig varelager}} \right) * 365 + \left(\frac{\text{Inntekter}}{\text{Gjennomsnittlig kundefordringer}} \right) * 365 - \left(\frac{\text{Varekjøp}}{\text{Leverandørgjeld}} \right) * 365$$

Tanken bak er at varelageret og kundefordringer konsumerer kontanter, mens leverandørgjeld generer kontanter. Jo kortere tid det tar å konvertere arbeidskapitalen til kontanter, jo større kontantstrøm vil selskapet ha (Petersen et al., 2017, 229). Det må her nevnes at CCC ikke er et perfekt nøkkeltall, for eksempel er ikke all leverandørgjeld knyttet opp mot varekjøp, og følgelig kan leverandørgjeldtiden gi oss et upresist svar. Nøkkeltallet gir oss derimot en nokså presis indikasjon på hvor effektivt selskapet håndterer likviditeten.



Figur 7.5: Historisk CCC for Active Brands.

Som illustrert over har selskapet sett en økning i CCC fra 2017 til 2019, og i 2019 var den 157 dager. Det indikerer at det tar 157 dager å konvertere arbeidskapital til kontanter, noe som gir en omløpshastighet på arbeidskapitalen på ca. 2,3 (365/157).

Gitt at Active Brands primært selger til distributører som tar bestillinger et halvt år i forveien er det logisk at selskapets varelagertid er såpass høy.

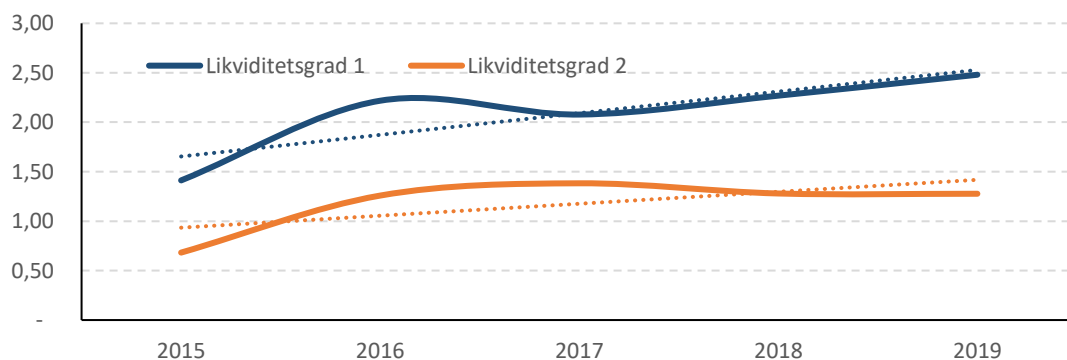
Videre vil det være interessant å sammenlikne Active Brands med Bravs CCC. Som illustrert i tabell 7.4 har selskapene nærmest identisk kunde- og leverandørkredittid. Når det gjelder varelagertid har derimot Active Brands betraktelig bedre varelagertid enn Brav – noe som kan anses som et stort konkurransefortrinn, i form av at de klarer å drive driften sin mer lean. Basert på CCC-tallene krever Active Brands mindre investeringer i arbeidskapitalen, som er et stort pluss for selskapets kontantstrøm.

		2016	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
Varelagertid	Brav	184	182	197	241	201
	Active Brands	138	137	154	167	149
Kundekredittid	Brav	71	70	74	83	75
	Active Brands	66	82	92	77	79
Leverandørkredittid	Brav	45	39	35	40	86
	Active Brands	78	97	83	86	86
CCC	Brav	210	213	237	284	236
	Active Brands	126	122	163	157	142

Tabell 7.4: Sammenligning mellom Active Brands og Bravs CCC.

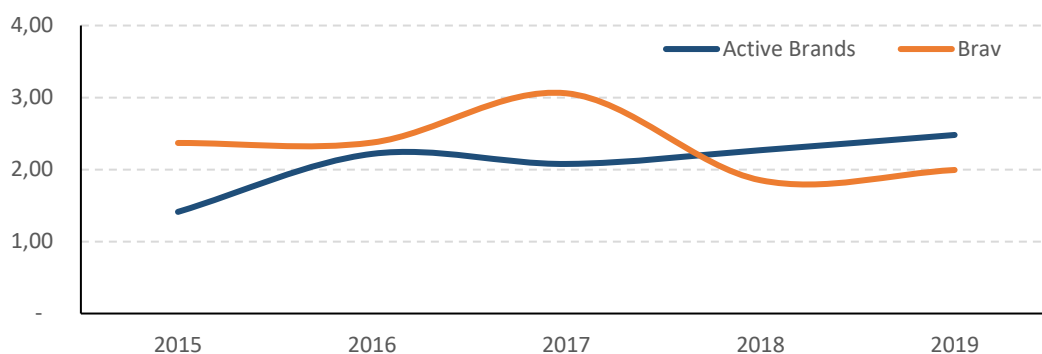
7.4.2 Kortsiktig likviditet

De mest brukte nøkkeltallene for kortsiktig likviditet er likviditetsgrad 1 og 2. Likviditetsgrad 1 er et enkelt forholdstall som viser forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Likviditetsgrad 2 måler det tilsvarende, men trekker varelageret fra omløpsmidlene. Tanken er at jo større forholdstall, jo større sannsynlighet for at provenyet fra en likvidering av omløpsmidlene dekker den kortsiktige gjelden.



Figur 7.6: Likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2 for Active Brands.

Som illustrert i figur 7.6 har selskapet hatt en stigende trend i likviditetsgraden de siste fem årene. Dette skyldes hovedsakelig selskapets økte salgsinntekter, og dermed kundefordringer. Active Brands hadde en likviditetsgrad 1 på ca. 2,5 i 2019. Flere har en tommelfingerregel om at en likviditetsgrad 1 større enn 2 er en indikasjon på lav kortsiktig likviditetsrisiko. Det er derimot vanskelig å fastslå hva som er en god likviditetsgrad på bakgrunn av denne tommelfingerregelen. Vi vil ikke nevne alle årsakene her, men en stor grunn er for eksempel at en god likviditetsgrad avhenger av hvilken industri selskapet opererer i (Petersen, et al., 2017, s. 232).



Figur 7.7: Sammenligning mellom likviditetsgrad 1 for Active Brands og Brav.

Sammenligner vi derimot med Brav (som illustrert i figur 7.7) ser vi at Active Brands har betraktelig forbedret sin likviditetsgrad de siste to årene. Gitt sin nærmeste konkurrent og tommelfingerregelen kan vi følelig si at Active Brands har en tilstrekkelig likviditetsgrad 1.

7.4.3 Langsiktig likviditet

En rekke nøkkeltall kan brukes for å måle et selskaps langsiktige likviditetsrisiko. Vi starter med å undersøke selskapets historiske gjeldsgrad, egenkapital- og gjeldsandel. Gjeldsgraden er forholdet mellom selskapets gjeld og egenkapital, og egenkapital- og gjeldsandelandelen er forholdet mellom egenkapital/gjeld og totalkapitalen.

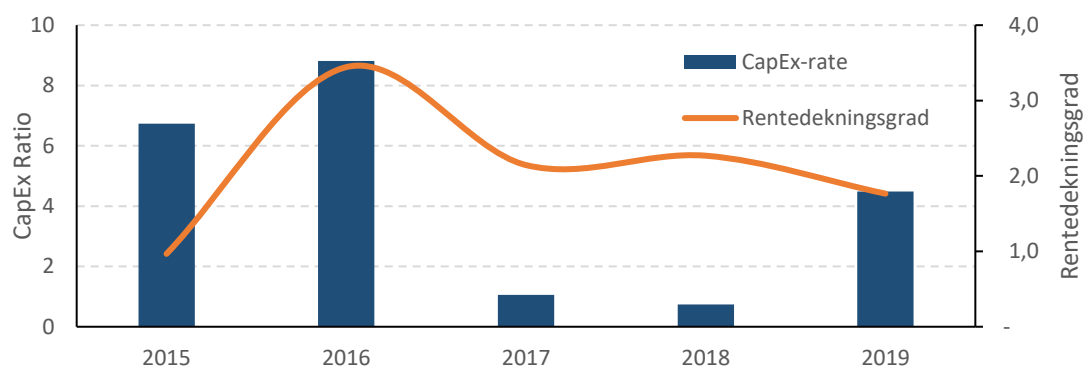
		2015	2016	2017	2018	2019	Gjennomsnitt	
							'15-'19	'18-'19
Egenkapitalandel	Brav	0,50	0,54	0,56	0,41	0,29	0,46	0,35
	Active Brands	0,38	0,41	0,42	0,39	0,40	0,40	0,39
Gjeldsandel	Brav	0,50	0,46	0,44	0,59	0,71	0,54	0,65
	Active Brands	0,62	0,59	0,58	0,61	0,60	0,60	0,61
Gjeldsgrad	Brav	0,98	0,86	0,79	1,41	2,41	1,29	1,91
	Active Brands	1,66	1,47	1,39	1,59	1,52	1,53	1,56

Tabell 7.5: Langsiktig likviditet for Active Brands og Brav.

Disse tre størrelsene gir identisk informasjon om den langsiktige likvidetsrisikoen. Merk her at 2018- og 2019-tallene er preget av IFRS-konverteringer, gjennom at gjelden har økt som følge av aktiveringen av leieforpliktelsene.

Som man ser har Active Brands historisk hatt en høyere gjeldsgrad enn Brav – dette er noe som endret seg i 2019 ved at Brav tok opp et betydelig langsiktig lån. Det kan sies at gjeldsgraden til Active Brands har holdt seg relativt stabil i de siste årene og kan ikke anses som uforsvarlig høy. Da selskapet børsnoteres, vil imidlertid selskapet ha muligheten til å øke sin egenkapital. En faktor som kan redusere selskapets gjeldsgrad – alt annet likt.

Vi vil videre se på selskapets rentedekningsgrad og kontantstrøm fra operasjoner i forhold til investeringene i anleggsmidlene (CapEx Ratio) (Petersen, et al., 2017, s. 225). Rentedeckningsgraden forteller oss hvor mange ganger driftsresultatet dekker rentekostnadene. Jo høyere forhold, desto lavere langsiktig likvidetsrisiko. CapEx raten forteller oss hvor stor grad investeringer i anleggsmidler kan bli finansiert gjennom selskapets operasjoner.



Figur 7.8: Rentedeckningsgrad og CapEx-rate for Active Brands.

Som vi ser fra grafen over har selskapet en nokså stor variasjon i CapEx-raten. Dette henger i stor grad sammen med at kontantstrømmer fra operasjoner generelt har stor variasjon. Et forhold over 1 betyr at selskapets kontantstrøm fra operasjoner er høy nok til å dekke investeringer i anleggsmidlene. Videre ser man at rentedeckningsgraden har falt de senere årene, og er generelt nokså lav. Dette betyr mest sannsynlig at selskapets kreditorer har en relativ høy kapitalkostnad. Noe vi vil komme tilbake til i neste kapittel.

8.0 Verdsettelse

I kapittel 6 ble selskapets regnskap omgjort til å følge IFRS-standarden – i den grad det er mulig. Bakgrunnen for denne konverteringen er at selskapet skal børsnoteres og det vil være mer nærliggende å ta utgangspunkt i IFRS over GRS. Det konverterte regnskapet vil brukes som grunnlag for verdsettelsen av selskapet. Vi vil her presisere at regnskapsstandard i teorien ikke har noe å si for verdien av et selskap, det er den underliggende økonomiske verdien som har noe å si. I de kommende kapitlene vil vi bruke verdsettelsesteorien som ble gjennomgått i kapittel 2 i praksis.

Vi vil primært fastsette den fundamentale verdien gjennom å diskontere selskapets frie kontantstrøm (DCF). Det blir derimot benyttet to fremgangsmetoder for å fastsette verdien av terminalleddet – bruk av verdidrivere og en exit-multippel. Videre vil vi også se på multipler for sammenlignbare selskaper for å fastslå en selskapsverdi. Dette gjøres for å se om kontantstrømanalysen har en edruelig verdi i forhold til hva lignende selskaper er verdsatt til på børs.

8.1 Avkastningskrav

Ettersom at vi i denne oppgaven velger å benytte oss av CAPM for å regne ut avkastningskravet til egenkapitalen må vi velge en fornuftig risikofri rente, risikopremie for markedet og ikke minst estimere en egenkapitalbeta. Eier forutsettes å være fritatt fra gevinstbeskatning, dermed er det kun kreditors og selskapets skattesatser som inkluderes i beregningene.

8.1.1 Risikofri rente

Vi velger å benytte oss av *to ulike* risikofrie renter i verdsettelsen. Grunnen er at de lange rentene har blitt holdt kunstig lave etter finanskrisen i 2008 – hovedsakelig som en følge av kvantitative lettelser. Noe som er blitt ytterligere forsterket av pandemien. For eksempel var den norske tiåringen på sitt laveste, 30 basispunkter, i mai 2020. Dette har ført til verdsettelse som gir lite mening, og en inkonsistens mellom de lave rentene og markedsverdien til aksjer (Koller et al., 2020).

På bakgrunn av det overnevnte velger vi å følge anbefalingene fra Koller et al. (2020) om å benytte en syntetisk risikofri rente for terminalleddet og en tiårig statsobligasjon for den eksplisitte prosjekteringsperioden. Den syntetiske risikofrie renten estimeres ved å ta utgangspunkt i den langsiktige realrenten og legge til inflasjonen. Vi velger å ta utgangspunkt i en langsiktig realrente på 1 prosent (Johnsen, 2017, s. 4), og legger dermed til Norges Banks inflasjonsmål (2020) på 2 prosent. Resultatet er en syntetisk risikofri rente for terminalleddet på 3 prosent. Legges den til markedets risikopremie, som kan antas å være 5 prosent, får man en forventet markedsavkastning på 8 prosent. Noe som stemmer med den langsiktige empirien (Kinserdal, 2017). Her er det viktig å presisere at vi også har en normalisert kontantstrøm i den prosjekterte perioden – på den måten er modellen konsistent med den syntetiske risikofrie renten.

For den risikofrie renten i den eksplisitte prosjekteringsperioden benytter vi oss av den effektive avkastningen på en statsobligasjon med lang løpetid. Damodaran (2018) argumenterer for å benytte seg av tiårige statsobligasjoner. Grunnen er at modellen krever andre inputs enn kun risikofri rente, for eksempel er det enklere å finne selskapsobligasjoner med 10 års løpetid enn 30 år. På denne måten holder man modellen konsistent.

I følge PWCs årlige undersøkelse, «*Risikopremien i det norske markedet*», benytter 42 prosent av respondentene seg av tiårige statsobligasjoner som risikofri rente, og 25 prosent benytter seg av en syntetisk rente (PWC, 2020, s. 7). Av dem som benytter seg av en syntetisk rente bruker brorparten en risikofri rente på 3 prosent.

På bakgrunn av drøftelsen over benytter vi oss derfor av den effektive renten på en norsk tiårig statsobligasjon dagen nærmest 01.01.2021 som risikofri rente i den eksplisitte prosjekteringsperioden. Og en syntetisk risikofri rente på 3 prosent for terminalleddet.

8.1.2 Markedets risikopremie

Ifølge Koller et al. (2020) er det estimert en gjennomsnittlig inflasjonsjustert markedsavkastning på 7 prosent fra 1962 til 2018. Ved å trekke fra den inflasjonsjusterte avkastningen på amerikanske statskassveksler, som er 2 prosent, får man en markedsrisikopremie på 5 prosent. Det må presiseres at dette gjelder for det

amerikanske markedet og er ikke nødvendigvis er gjeldende for det norske. I tillegg er det basert på historiske tall, noe som betyr at det ikke nødvendigvis er en god indikator for den fremtidige risikopremien.

Damodaran (2021a) legger derimot til grunn en risikopremie på 4,72 prosent for Aaa-vurderte land – noe som gjelder Norge. På den andre siden legger Fernandez (2020) til grunn en risikopremie for markedet på 5,6 prosent for Norge. Som man ser er det stor usikkerhet og uenighet knyttet om hva markedets risikopremie skal være, og den vil i stor grad variere med hensyn på hvilket risikofri rente som brukes, hvor lang sikt man ser på og hvilken markedsavkastning man tar utgangspunkt i.

Til tross for denne usikkerheten virker det å være konsensus blant forvaltere, analytikere og professorer om å bruke en risikopremie på rundt 5 prosent (Petersen et al., 2017). Dette er noe vi blant annet ser i PWCs årlige «*Risikopremien i det norske markedet*» og fra Koller et al. (2020). Ettersom at majoriteten av profesjonelle investorer i Norge bruker 5 prosent som risikopremie (PWC, 2020), vil dette også være relevant å bruke med tanke på bokbyggningsprosessen under en børsnotering. Vi legger derfor til grunn en risikopremie på 5 prosent.

8.1.3 Country risk premium

Rundt halvparten av Active Brands omsetning stammer fra utlandet. Både fra Nord-Amerika, de øvrige nordiske landene, Tyskland og Østerrike. Dette er alle land som har Aaa kredittvurdering av Moody's og en estimert country risk premium på null – med unntak av Finland, som har en risikopremie på knappe 0,02 prosent (Damodaran, 2021a).

På bakgrunn av overnevnte faktorer, og at selskapets salg skjer i stabile markeder, vil vi ikke legge til en country risk premium i egenkapitalkostnaden. Grunnen til at vi fremhever country risk premium er fordi det er en aktuell faktor å ta med i avkastningskravet til et internasjonalt selskap, men ettersom at Active Brands kun selger til land av høykredittverdighet vil det ikke være nødvendig å inkludere det.

8.1.4 Avkastningskrav til gjeld

Active brands har ikke markedsbaserte obligasjoner, for å finne avkastningskravet til gjelden må vi derfor estimere sannsynligheten for mislighold fra regnskapstallene. I

tråd med Damodaran (2020) gjør vi en forenkling og baserer oss på rentedekningsgrad som en proxy for kredittvurdering av selskapet. For å kalkulere selskapets rentekostnad må følgende komponenter legges sammen: risikopåslag (spread), risikofri rente, og landets risikopåslag (country-default-spread)²⁹.

Damodaran (2020) beregner rentedekningsgrad ved renter delt på EBIT. Vi kalkulerer rentedekningsgraden ved hjelp av EBITA ikke EBIT, som nevnt under kapittel 7.2 vil dermed ikke avskrivninger på goodwill kontaminere kredittrisikoen gjennom en kunstig lav EBIT. I mangel på informasjon anvendes det *finanskostnader*, som også inkluderer *refinansieringskostnader*. Som en ser fra tabellen under har Active Brands en treårs gjennomsnittlig rentedekningsgrad på 2,06.

Syntetisk kredittvurdering	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
EBITA	116 619	109 093	95 185	
Rentekostnader	(54 378)	(48 088)	(53 934)	
Rentedekningsgrad	2,14	2,27	1,76	2,06

Tabell 8.1: Active Brands rentedekningsgrad

Country default spread	Norge antas å ha en konkurrisiko på 0.
Risikofri rente	10-årig norsk statsobligasjon.
Risikopåslag	Benytter Damodarans (2020) tabell for rentedekningsgrad for selskaper med markedsverdi mindre enn 5 milliarder USD. Active Brands har fra denne en kredittvurdering på B til B+, noe som utgjør et risikopåslag på 4,21%.

Tabell 8.2: Komponenter i avkastningskravet til gjelden.

I samtale med forvalter hos FSN Capital, opplyses det at de vanligvis benytter et 4 prosents risikopåslag pluss en tre måneders NIBOR-rente på selskaper som har en gjeld i forhold til EBITDA i intervallet 4 til 5. Utregningen under viser at Active Brands har et treårs gjennomsnitt på 5,23.

Syntetisk kredittvurdering	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
Rentebærende gjeld	649 000	699 000	659 000	
EBITDA	125 025	122 769	136 964	
Gjeld/ EBITDA	5,19	5,69	4,81	5,23

Tabell 8.3: Active Brands gjeld over EBITDA.

Basert på dette kan vi si at vårt kalkulerte anslag på gjeldsrenten til 4,21 prosent pluss rente på 10-årig statsobligasjon er realistisk. Noe som betyr en kredittvurdering på

²⁹ Også kjent som Country Risk Premium.

B2/B også av markedet. At selskapets gjeld klassifiseres som «High-Yield»³⁰ er i tråd med hva som er forventet av et PE-eid selskap (Reiten og Sundstrøm, 2001), der balansen etter oppkjøp preges av gjeld.

Risikopåslaget som finnes overfor, impliserer en kredittverdighet på B. Lav kredittverdighet impliserer at *forventet* gjeldsinnbetaling til kreditor ikke er lik *faktisk* innbetaling om de forblir solvente. Siden det ikke foreligger informasjon angående Active Brands lånestruktur må det tas en del forutsetninger, blant annet at gjelden ikke inneholder strukturer som gir kreditor egnekapitalrisiko, f.eks. gjennom konvertible obligasjoner. Det foreslås i Bøhren et al. (2018) å sette en gjeldsbeta på 0,2 til 0,25 på selskaper med en «investment-grade»³¹ kredittverdighet, det bør derfor settes en beta over dette. Pratt og Grabowski (2008, s. 139) beregner gjennom CAPM en gjeldsbeta på 0,4 for selskaper med kredittvurdering B. Kalkulasjonen er fra noen år tilbake, men baserer seg på en markedsrisikopremie på 5 prosent etter skatt og et risikopåslag på 3,95 prosent, altså relativt likt til den som finnes overfor. Anslaget er uansett røft da det forutsetter og 50 prosent markeds spesifikk risiko, noe som må bli en noenlunde arbitrær forutsetning da det er vanskelig å finne slike korrelasjoner uten noterte obligasjoner. Det forutsettes dermed en gjeldsbeta på 0,4, som i CAPM med toleddsskatt gir et avkastningskrav til gjeld på 3,04 prosent. Dette er innenfor rimelighetens grenser da den ligger mellom risikofri rente i eksplisitt periode, på 0,96 prosent, og under syntetisk effektiv gjeldsrente, på 5,17 prosent.

På bakgrunn av vekst blir det inkonsistens mellom dagens gjeldskostnad og fremtidens forventede. Terminlengden på lån og obligasjoner i PE-eide selskap løper som oftest over 5 til 7 år (Rosenbaum & Pearl, 2020). Altså er det trolig at all gjeld som er tatt opp i oppkjøpsfasen og de risikofylte første årene, er utløpt før terminleddet inntreffer. Under kapittel 8.5 *Verdsettelse med endrende kapitalstruktur* ser en hvordan rentedekningsgraden drastisk bedrer seg ved utgangen av den eksplisitte perioden, selv om målsatt gjeldsgrad implisitt medfører opptak av gjeld. Det forutsettes dermed at avkastningskravet til gjeld holdes konstant. Gitt at syntetisk beregnet risikofri rente i

³⁰ High Yield, også referert til som «non-investment-grade» eller «junk» defineres som det vurdert under Ba1/BB+ (Fidelity, 2021).

³¹ «Investment-grade» defineres som alt vurdert over Baa3/BBB- (Fidelity, 2021).

terminalleddet øker blir da betaverdien til gjeld 0,008. Gjelden forutsettes dermed omtrent risikofri på sikt.

8.1.5 Målsatt kapitalstruktur

Koller et al. (2020) og Damodaran argumenterer for at en målsatt kapitalstruktur med utgangspunkt bransjegjennomsnittet bør brukes. Årsaken er blant annet at den nåværende kapitalstrukturen nødvendigvis ikke gjenspeiler nivået som forventes å gjelde i løpet av virksomhetens levetid.

Kapitalstrukturen til de sammenlignbare selskapene er hentet fra markedsdatatjenesten S&P Global Market Intelligence. Den målsatte kapitalstrukturen er snittet av gjeldsgraden til de sammenlignbare selskapene, som er 0,48, denne behandler vi konstant. Forutsetter vi bokført verdi på gjeld som markedsbasert og vår fundamentalverdi fra egenkapitalen (gjennom DCF-modellen) som selkapsverdi, ser vi at dagens implisitte gjeldsgrad er på 0,45. Dette betyr at målsatt gjeldsgrad er relativt lik den Active Brands implisitt har i dag, og faktisk at noe gjeld må tas opp.

8.1.6 Betaestimat til egenkapital

Betaestimatet til egenkapitalen er utregnet på grunnlag av regresjonsbetaer for seks sammenlignbare og børsnoterte selskap³², vi vil komme tilbake til de sammenlignbare selskapene i kapittel 8.4. De enkle, lineære regresjonene er gjort med verdensindeksen, MSCI World Index, som uavhengig variabel. Observasjonene som er benyttet er femårig, månedlig, avkastning for MSCI World Index og de respektive selskapene. Valg av indeks kommer som følge av drøftingene i underkapittel 2.2.1.4. Bakgrunnen for valg av tidsintervall og antall observasjoner er fordi vi trenger nok observasjoner til at regresjonene kan ansees som signifikante. Hvis man for eksempel benytter seg av data over ti år, vil regresjonene inneholde mye foreldet data, ettersom at selskaper endrer seg over tid. Det er heller ikke alle selskapene som var børsnotert ti år tilbake i tid.

³² Anta Sports (Hong Kong), Clarus Corporation (USA), Columbia Sportswear (USA), XXL (Norge), Fenix Outdoor (Sverige) og V.F. Corporation (USA).

Regresjonsbetaene varierer fra 0,62 til 3,27, og forklaringskraften ligger i intervallet 6 til 56 prosent. Med unntak av én betaverdi³³ vurderes alle som signifikante, når et signifikansnivå på 5 prosent anvendes. Betaverdien som ikke er signifikant, har en betraktelig høyere p-verdi (35 prosent) og forsvinnende lav forklaringskraft (1 prosent).

Ettersom at alle selskapene – i likhet med Active Brands – er internasjonale og børsnotert i ulike land, har vi benyttet bedriftsskattesatsene i de respektive landene (KPMG, 2021) for å regne ut total kapitalbetaene. Her er det viktig å presisere at vi tar en forutsetning om at gjeldsbetaen for de sammenlignbare selskapene er lik null, og de tas dermed ikke med i beregningen. Rasjonale bak denne forutsetningen er at sammenlignet med egenkapitalbetaen er gjeldsbeta generelt svært lav (Bøhren et al., 2018, s. 261). Dette er naturligvis en forutsetning og *kan* være feil – men ettersom vi ikke har tilstrekkelig data på gjeldsbetaene beholder vi forutsetningen. Ettersom at vi antar at gjeldsbeta for de sammenlignbare selskapene er lik null, benytter vi Hamada-formelen³⁴ for å beregne de respektive investeringsbetaene.

På bakgrunn av gjennomsnittlige investeringsbeta, den målsatte kapitalstrukturen og gjeldsbetaene, beregnes selskapets egenkapitalbeta. Dette gjøres gjennom Harris-Pringle-ligningen, med konstant gjeldsgrad³⁵. Resultatet er en Blume-justert egenkapitalbeta på 1,16 og 1,29, for den prosjekterte perioden og terminalleddet (se tabell 8.4). Til sammenlikning estimerer Damodaran (2021b) en egenkapitalbeta på 1,11 for *Apparel*-industrien i Europa som helhet.

³³ Vista Outdoor (USA).

³⁴ Se kapittel 2.1.2.4 *Beta til egenkapital*

³⁵ Se kapittel 2.1.2.4 *Beta til egenkapital*.

	Anta Sports	Clarus Corporation	Columbia Sportswear	XXL	Fenix Outdoor International	V.F. Corporation
<i>Land</i>	<i>Hong Kong</i>	<i>USA</i>	<i>USA</i>	<i>Norge</i>	<i>Sverige</i>	<i>USA</i>
5-år månedlig egenkapitalbeta (regresjon)	0,95	0,62	0,75	3,17	1,23	1,47
P-verdi til beta	0 %	5 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Forklaringskraft til regresjon	14 %	6 %	14 %	28 %	29 %	56 %
Gjeldsgrad	0,66	0,20	0,23	0,88	0,55	0,22
Skattesats (%)	17 %	26 %	26 %	22 %	21 %	26 %
Investeringsbeta (totalkapitalbeta)	0,61	0,54	0,64	1,88	0,86	1,27

Active Brands	Prosjektert periode	Terminalverdi
Gjennomsnittlig investeringsbeta	0,97	0,97
Målsatt gjeldsgrad	0,48	0,48
Gjeldsbeta	0,40	0,01
Egenkapitalbeta	1,24	1,43
Blume-justert egenkapitalbeta	1,16	1,29

Tabell 8.4: Egenkapitalbeta-beregning for Active Brands.

8.1.7 Avkastningskrav til egenkapitalen

I likhet med alle verdsettelse er det stor usikkerhet knyttet til antakelsene som er tatt ovenfor. Denne usikkerheten vil vi ta for oss senere i oppgaven gjennom Monte Carlo simuleringer. Avkastningskravet til egenkapitalen vil være 6,8 prosent i den eksplisitte perioden og 9,6 prosent i terminalleddet.

CAPM (eksplisitt prosjektering)	
Risikofri rente	1,0 %
Egenkapitalbeta	1,16
Markedets risikopremie	5,0 %
Markedets avkastning	6,0 %
Markedets risikopremie etter skatt	5,2 %
Skattesats	22,0 %
CAPM i eksplisitt periode	6,8 %

CAPM (terminalverdi)	
Syntetisk risikofri rente	3,0 %
Egenkapitalbeta	1,29
Markedets risikopremie	5,0 %
Markedets avkastning	8,0 %
Markedets risikopremie etter skatt	5,7 %
Skattesats	22,0 %
CAPM i terminalverdi	9,6 %

Tabell 8.5 og 8.5: CAPM med ulike risikofri renter.

8.1.9 Avkastningskravet til totalkapitalen

Det endelige avkastningskravet for Active Brands vil ta utgangspunkt i de overnevnte avkastningskravene, vektet i henhold til selskapets målsatte kapitalstruktur.

WACC (eksplisitt prosjektering)	
Risikofri rente	1,0 %
Egenkapitalbeta	1,16
Markedets risikopremie	5,0 %
Markedets avkastning	6,0 %
Markedets risikopremie etter skatt	5,2 %
Skattesats	22 %
CAPM i eksplisitt periode	6,8 %
Målsatt egenkapitalandel	0,67
Målsatt gjeldsandel	0,33
Målsatt gjeldsgrad	0,48
Gjeldsbeta	0,40
Gjeldskostnad (uten skatt)	3 %
Skattesats	22 %
WACC (eksplisitt prosjektering)	5,36 %

WACC (terminalverdi)	
Syntetisk risikofri rente	3,0 %
Egenkapitalbeta	1,29
Markedets risikopremie	5,0 %
Markedets avkastning	8,0 %
Markedets risikopremie etter skatt	5,7 %
Skattesats	22 %
CAPM i terminalverdi	9,6 %
Målsatt egenkapitalandel	0,67
Målsatt gjeldsandel	0,33
Målsatt gjeldsgrad	0,48
Gjeldsbeta	0,008
Gjeldskostnad (uten skatt)	3 %
Skattesats	22 %
WACC (terminalverdi)	7,26 %

Tabell 8.6 og 8.7: WACC med ulike risikofri renter.

8.2 Prosjektering

Formålet med prosjekteringen er å estimere fremtidig inntjening, investeringer og fri kontantstrøm. Fremtidige kontantstrømmer kan prosjekteres på en rekke måter, og vi tar utgangspunkt i den strategiske analysen fra kapittel 5 som grunnlag for prosjekteringen. Modellen benytter primært omsetning som basis for direkte estimeringen av resultatmessige størrelser og indirekte for eiendeler. For eksempel er prosjektert dekningsbidrag en funksjon av den prosjekterte omsetningen, og arbeidskapitalen prosjekteres med utgangspunkt i cash conversion cycle – som blant annet hviler på omsetning og varekostnad. Andre poster, som for eksempel investeringer i anleggsmidler er prosjektert med utgangspunkt i avskrivninger, og inngående og utgående balanseverdier.

(i TNOK)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
EBITA	153 152	166 093	178 252	168 963	174 536
NOPAT	119 458	118 156	128 655	138 439	131 483
Avskrivninger på anleggsmidler	28 129	32 629	35 892	38 764	41 089
Investering i arbeidskapital	(55 204)	(40 023)	(35 220)	(31 833)	(26 173)
Investering i anleggsmidler (Capex)	(34 064)	(35 922)	(38 197)	(39 830)	(40 712)
Unlevered Free Cash Flow / FCF	74 871	103 293	114 106	111 113	123 319

Tabell 8.8: Prosjektering av fremtidig kontantstrøm.

For prosjekteringen av resultatregnskapet benytter vi oss ikke *kun* av de historiske tallene for prosjekteringen. Årsaken er at det er funnet lite bevis på at historisk vekst er en god indikator for fremtidig vekst (Damodaran, 2006, s. 247). Vi har derimot brukt de historiske veksttallene som *grunnlag* for prosjekteringen, for å forsikre oss om at fremtidig vekst ikke blir urealistisk høy eller urealistisk lav i forhold til hva den har vært historisk.

8.2.1 Prosjekteringsens lengde

Prosjekteringsperioden er splittet opp i to perioder. Først en eksplisitt periode, og deretter en periode med konstant vekst. At selskapet er i konstant vekst innebærer at veksten i hvert enkelt budsjettår er konstant, og benevnes derfor som en «steady state». Fra 2014 har selskapet hatt en lavere vekstrate, og har de siste tre årene hatt en gjennomsnittlig topplinjevekst på 10 prosent. Selskapet har derimot nylig etablert seg i det nord-amerikanske markedet, hvor det har mulighet til å ta nye markedsandeler. Av den grunn finner vi at en eksplisitt prosjekteringsperiode på tre år vil være for kort periode for selskapet å nå en konstant vekst på. Vi velger å benytte oss av en prosjekteringsperiode på fem år, noe som typisk holder for minst en konjunktursyklus og gir tilstrekkelig tid til vellykket realisering av pågående initiativer. Selskapet opererer selv med en budsjetteringshorisont på fem år, noe som videre underbygger prosjekteringsens lengde. Det vil være urimelig å tro at vi kan budsjettere mer nøyaktig enn selskapets ledelse.

Det er her viktig å presisere at prosjekteringsens lengde i teorien ikke vil ha implikasjoner for selskapets fundamentale verdi (Koller et al., 2020); lengden påvirker kun fordelingen av selskapets verdi mellom den eksplisitte perioden og terminalverdien. Forskjellen vil ligge i hvor stor andel av selskapsverdien som tilhører terminalleddet og hvor mye som tilhører de prosjekterte kontantstrømmene.

8.2.2 Salgsinntekter

Selskapets salgsinntekter blir prosjektert gjennom en topp-ned (markeds-basert) tilnærming, og ikke en bunn-opp (kunde-basert) tilnærming (Koller et al., 2020). Årsaken er at selskapet ikke selger homogene varer (f.eks. laks eller olje), men har en bred produktportefølje på tvers av merkevarer, som er dynamisk. Å prosjektere hver

enkel merkevare ville krevd mer tid enn hva som er tilgjengelig, i tillegg krever det data vi ikke har tilgang til.

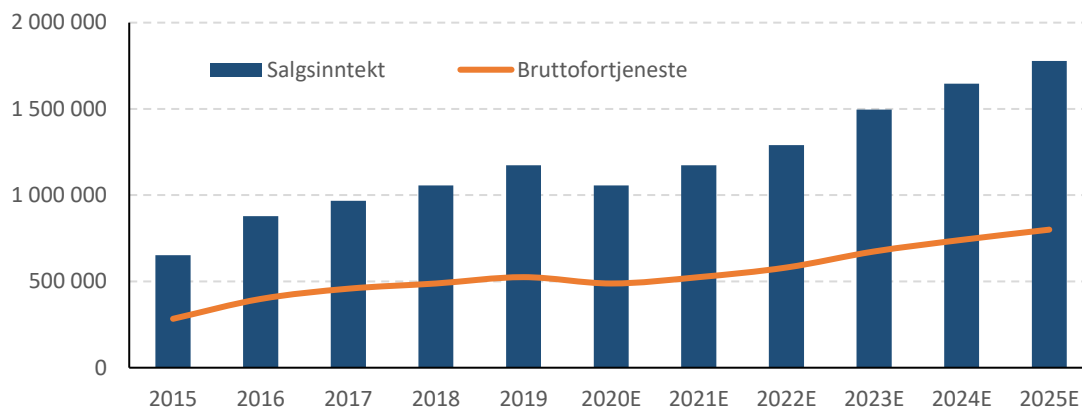
Historisk har omsetningsveksten til Active Brands vært volatil, men har de siste tre årene stabilisert seg, med en gjennomsnittlig vekst på 10 prosent i salgsinntekter og et standardavvik i salgsveksten på 0,7 prosent. For 2021 og 2022 legger vi til grunn konsensusestimater fra analytikere for de børsnoterte sammenlignbare selskapene, en fremgangsmetode som ofte brukes for verdsettelse av private selskaper (Rosenbaum & Pearl, 2021, s. 123). Vi vil komme tilbake til valg av sammenlignbare selskaper senere i oppgaven, men merk her at kun ett av dem er norsk.

Ettersom at pandemien har satt dype spor i de fleste selskaper, er det ventet en noe høyere vekst i 2021. For de sammenlignbare selskapene er analytikerkonsensus en salgsvekst på 20 prosent. Men, som nevnt under PESTEL-analysen har den norske sportsbransjen opplevd tosifret salgsvekst under pandemien. Dette er naturligvis noe som Active Brands har nytt godt av. Og det vil derfor være urealistisk å anta at selskapet vil oppnå en salgsvekst på 20 prosent for 2021, når de i snitt har hatt 10 prosent i perioden 2017 til 2019, og mest sannsynlig ikke hatt et fall i salgsveksten i 2020. På bakgrunn av selskapets inntog i det nord-amerikanske markedet, og økt popularitet rundt kvinnelige sport- og turmerker legger vi til grunn en salgsvekst på 16 prosent for 2021. I det følgende året ventes det at salgsveksten vil trekke seg tilbake. Gjennomsnittet av analytikerestimater ligger på 10 prosent i 2022, vi projeksjoner dermed med 10 prosent. Deretter venter vi at salgsveksten vil avta mot den langsiktige økonomiske veksten, som i likhet med inflasjonen, antas å ligge på 2 prosent. Valg av vekst vil drøftes videre i kapittel 8.3 *Terminalverdi*.

8.2.3 Kostnader

Historisk har selskapets bruttomargin holdt et stabilt gjennomsnitt på 45 prosent, med et standardavvik på 1 prosent. Vi ser liten grunn til at dette kommer til å endre seg, men tror noen endringer vil forekomme på sikt. Under den strategiske analysen belyste vi at produksjonskostnadene i de asiatiske landene, og spesielt Kina (hvor Active Brands leverandører ligger), har økt betraktelig de siste årene. På sikt vil dette ha konsekvenser for selskapets inntjening, og vi forutsetter at selskapet fortsetter å bruke sine

leverandører i Kina – noe som vil gi noe lavere bruttomargin enn det historiske gjennomsnittet mot slutten av prosjekteringsperioden. På bakgrunn av dette er bruttomarginen satt til 44 prosent i slutten av prosjekteringsperioden, noe som forklarer nedgangen i EBITA fra 2023 til 2024 i tabell 8.8.



Figur 8.1: Historisk og prosjektert salgsinntekter og bruttofortjeneste.

Lønnskostnadene har historisk utgjort en stabil andel av salgsinntektene, med et gjennomsnitt på 14 prosent og et standardavvik på 0,9 prosent. Fra den strategiske analysen er det lite som tilsier at lønnskostnadene vil øke eller synke fra det historiske nivået, dette er også en regnskapspost som selskapet har større kontroll over enn f.eks. varekostnadene.

Når det gjelder *andre operasjonelle kostnader* (administrasjonskostnader, leiekostnader, osv.) utgjør dette om lag 20 prosent av salgsinntektene, og et historisk standardavvik på rundt 1 prosent. Justert for leiekostnader (som er tilfellet i 2018 og 2019), utgjør *andre operasjonelle kostnader* 19 prosent av totale salgsinntekter, et forhold som er edruelig å anta for den prosjekterte perioden, med tanke på den lave, historiske, variasjonen.

8.2.4 Eiendeler

I de følgende underkapitlene vil vi gå gjennom de mest sentrale delene av balansen venstreside for prosjekteringen av fri kontantstrøm. Dette er den investerte kapitalen, som representerer det kumulative beløpet som selskapet har investert i operasjonene – herunder anleggsmidler og arbeidskapital.

8.2.4.1 Investeringer i anleggsmidler

Som presentert under den strategiske analysen har selskapet gjort betydelige investeringer i netthandel for DTC-handel, dette er blant annet i form av utvikling og varelagre. På bakgrunn av dette forventer vi at investeringer i anleggsmidler vil opprettholdes på et noenlunde høyt nivå.

Investeringer i anleggsmidler regnes ut med utgangspunkt i den utgående beholdningen (UB) og avskrivninger på anleggsmidler. I prosjekteringsperioden er UB anleggsmidler satt som en andel av de totale salgsinntektene, og årlige avskrivninger på anleggsmidler er en funksjon av inngående beholdning (IB) anleggsmidler. Basert på de nevnte faktorene kan investeringer i anleggsmidler utregnes gjennom følgende forhold:

$$\text{Investeringer} = \text{UB AM} - \text{IB AM} + \text{Avskrivninger}$$

Nedskrivninger blir naturligvis ikke tatt med i prosjekteringen, som følge av at dette er en uforutsett størrelse. Som nevnt under kapittel 5 vil vi heller ikke prosjektere for eventuelle oppkjøp eller investeringer som gjøres i nye markeder. Dette betyr at vi ikke legger til grunn en mulig emisjon eller opptak av langsiktig gjeld i den prosjekterte perioden.

8.2.4.2 Investeringer i arbeidskapital

Arbeidskapitalen kan defineres som differansen mellom driftsrelevante omløpsmidler og ikke-rentebærende kortsiktig gjeld. Endringen i arbeidskapital er følgelig hvor mye som er blitt investert eller likvidert i løpet av en periode. For Active Brands utgjør varelageret, kundefordringer og nødvendige kontanter de driftsrelevante omløpsmidlene. Den ikke-rentebærende kortsiktige gjelden består av leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld.

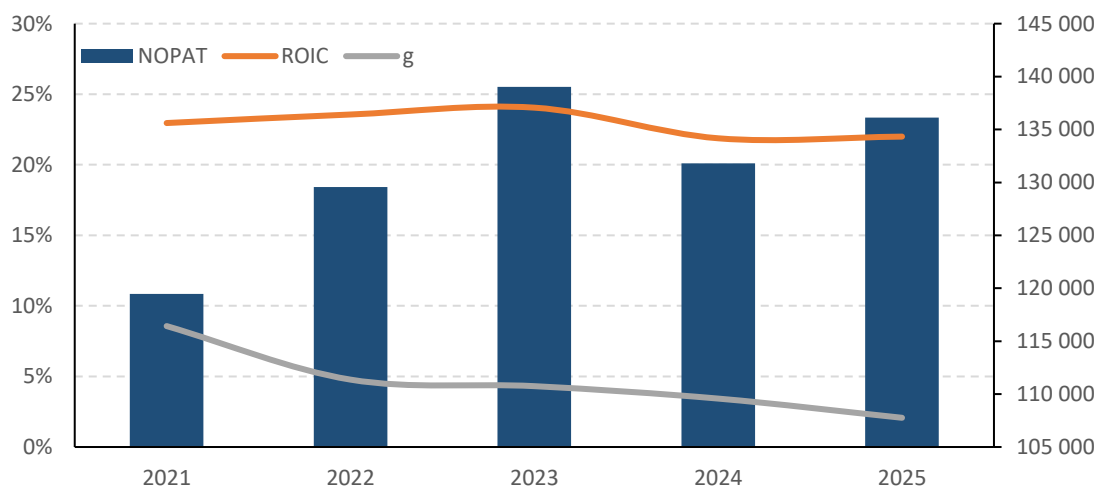
De operasjonelle kontantene for driften er vurdert til 2 prosent av salgsinntektene (Bøhren et. al, 2017, s. 384) og kontantbeholdningen som helhet har historisk utgjort 6 prosent av salgsinntektene, i snitt. Den overflødige kontantbeholdningen vurderes til å være finansiell. Og vurderes til pålydende, ettersom at vi ikke antar at kontantenes verdi reduseres under ledelsens kontroll. Prosjekteringen av de mest sentrale

arbeidskapitalpostene er gjort på bakgrunn av CCC. Dette gjøres gjennom å regne ut den historiske leverandør-, varelager- og kundekredittiden, og bruker det historiske gjennomsnittet som *grunnlag* for prosjekteringsperioden.

Som påpekt i den strategiske analysen har Active Brands gjort betraktelige investeringer i nettbutikker og selger direkte til konsumentene. Dette er noe vi tror vil kunne gi en lavere varelager- og kundekredittid enn det historiske gjennomsnittet. Annen kortsiktig gjeld vurderes å utgjøre den gjennomsnittlige historiske andelen av årlige salgsinntekter for den prosjekterte perioden.

8.3 Terminalverdi

Terminalleddet brukes for å plukke opp selskapets verdi etter den eksplisitte prosjekteringsperioden. Som nevnt i kapittel 3.1.1 benytter vi oss av verdidrivere som grunnlag for terminalleddet, altså NOPAT, ROIC og veksten i NOPAT og fri kontantstrøm (g) (Koller et al., 2020). Sammen utgjør verdidriverne kontantstrømmen i terminalleddet. For den prosjekterte perioden er disse størrelsene illustrert i figur 8.2.



Figur 8.2: Prosjektert NOPAT, ROIC og vekst.

Under lønnsomhetsanalysen belyste vi at historisk ROIC (uten goodwill) har vært på mellom 39 og 19 prosent. For den eksplisitte prosjekteringsperioden går den fra 23 til 22 prosent. Vi legger videre til grunn en ROIC, eller RONIC³⁶, på 20 prosent for terminalleddet. Dette henger sammen med VRIO-analysen, hvor det påpekes at

³⁶ Return On New Invested Capital (Avkastning på ny investert kapital).

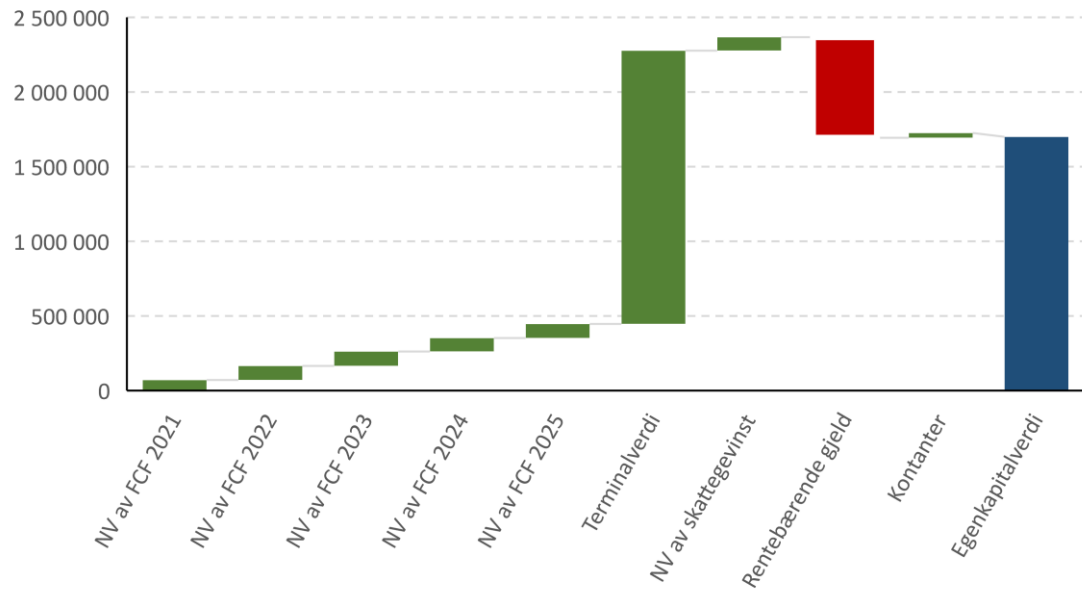
selskapet har et langsiktig konkurransefortrinn i form av merkevarene, og kan følgelig ha en RONIC som ligger svært nært den eksplisitte prosjekterte ROIC (Koller et al., 2020).

I den eksplisitte prosjekterte perioden går veksten (g) fra 9 til 2 prosent. Deretter forventes den evigvarende veksten å legge seg i tråd med økonomien for øvrig. McKinsey (2020), referert til i Koller et al. (2020), har estimert en median vekstrate på 2 prosent fra 2007 til 2017 for selskaper innenfor luksusgoder og klær. I PWCs årlige undersøkelser (2020) oppgis også en median på 2 prosent som vekstrate i terminalleddet. Begge rapportene er i tråd med Norges Bank inflasjonsforventning på 2 prosent. Vi finner det derfor edruelig å forutsette en stabil vekstrate på 2 prosent, et estimat som også samsvarer med økonomisk teori, om at et selskap ikke kan vokse raskere enn økonomien på lang sikt. Som man ser fra figur 8.2, glir både vekst og ROIC i prosjekteringsperioden mot verdiene som er fastsatt i terminalleddet.

På bakgrunn av avkastningskravet, RONIC på 20 prosent og en vekstrate på 2 prosent får vi en terminalverdi på 2,37 milliarder kroner i 2025, noe som gir en nåverdi på 1,83 milliarder kroner. Dette utgjør ca. 77 prosent av den totale selskapsverdien, og gir en implisitt EV/EBITDA-multippel på 13,7x pr. 01.01.2021. Som drøftet under kapittel 6.4 legges nåverdien av renteskattegevinsten av goodwill til i selskapsverdien. Trekkes netto rentebærende gjeld fra selskapsverdien kommer man frem til en egenkapitalverdi på 1,69 milliarder kroner. Følgelig kan egenkapitalverdien oppsummeres i tabell 8.9 og figur 8.3.

Selskaps- og egenkapitalverdi ved bruk av verdidrivere:	
Nåverdi av prosjektert FCF	446 856
<i>RONIC</i>	20 %
<i>NOPAT_{t+1}</i>	138 861
<i>Vekst (g)</i>	2 %
TV for 2025	2 374 146
+ Nåverdi av TV	1 828 824
+ PV av skattegevinst ved avskrivning av immaterielle eiendeler	89 651
= Enterprise Value	2 365 331
- Rentebærende gjeld	(703 740)
+ Kontanter	36 866
= Verdi av egenkapital	1 698 457

Tabell 8.9: Selskaps- og egenkapitalverdi ved bruk av verdidrivere i terminalleddet.



Figur 8.3: Fossediagram over de ulike komponentene av selskapets egenkapitalverdi (i TNOK).

Vi ønsker videre å regne ut en terminalverdi basert på sammenlignbare selskaper (bakgrunn for valg av selskaper kommer vi tilbake til i neste kapittel), dette er for å se om våre beregninger er edruelige i forhold markedsverdien av børsnoterte selskaper. Som nevnt gjøres dette gjennom en såkalt exit-multippel (Rosenbaum & Pearl, 2020, s. 139). Multippelen vi bruker en fremtidig, estimert selskapsverdi-multippel (The Footnotes Analyst, 2020), som tar utgangspunkt i selskapsverdien og EBITDA for de sammenlignbare selskapene – en såkalt forward EV/EBITDA-multippel. Grunnen til at forward multipler brukes er fordi empirien viser at disse er en bedre indikator på fremtidig verdi, enn historiske multipler (Koller et al., 2005).

Ettersom vi har tilgang til de sammenlignbare selskapenes prosjekterte EV/EBITDA-multiplene frem til 2022³⁷, blir disse benyttet som utgangspunkt som en exit-multippel. Vi har ikke tilgang til forward multipler for 2025, så derfor er 2022 det nærmeste valget. Dette gir oss et harmonisk gjennomsnitt for EV/EBITDA på ca. 10x. Grunnen til at vi benytter harmonisk gjennomsnitt er for å justere for mer ekstreme multipler, vi vil komme tilbake til dette i kapittel 8.4 *Relativ verdsettelse*.

³⁷ Analytikerestimater hentet fra S&P Global Market Intelligence.

Kombinert med prosjektert EBITDA for 2025 gir dette en nåverdi av terminalverdien på 1,74 milliarder kroner – som utgjør ca. 76 prosent av selskapsverdien. Følgelig gir dette en egenkapitalverdi på 1,61 milliarder kroner. Vi ønsker derimot å påpeke at dette er en rask og «skitten» fremgangsmetode for å estimere terminalleddet, og vi vil i kapittel 8.4 gå mer i detalj om implikasjoner med multippel-beregninger.

Selskaps- og egenkapitalverdi ved bruk av exit-multippel:	
Nåverdi av prosjektert FCF	446 856
<i>Terminal år EBITDA (2025)</i>	228 602
<i>Exit-multippel (EV/EBITDA)</i>	9,90x
<i>TV for 2025</i>	2 263 164
+ Nåverdi av TV	1 743 334
+ PV av skattegevinst ved avskrivning av immaterielle eiendeler	89 651
= Enterprise Value	2 279 841
- Rentebærende gjeld	(703 740)
+ Kontanter	36 866
= Verdi av egenkapital	1 612 967

Tabell 8.10: Selskaps- og egenkapitalverdi ved exit-multippel.

Avslutningsvis er det viktig å presisere at terminalleddet er svært følsomt for endringer i multippelverdien (Rosenbaum & Pearl, 2020). Det samme gjelder terminalleddet hvor vi bruker verdidrivere, som vil være følsomt for RONIC, vekst og ikke minst avkastningskravet.

8.4 Relativ verdsettelse

Vi vil i dette kapitlet legge frem den relative verdsettelsen og selskapene som inngår i den. Selskaper anvendt til risikoestimat og komparativ verdsettelse bør oppfylle et par kriterier. De bør ha en lik forretningsmodell, bør operere i samme marked og bør ha en omtrentlig lik størrelse. Dette er faktorer som påvirker vekst, risiko og avkastning. I utvalget av selskaper ser vi derfor på de som retter seg mot samme kundesegmenter og særlig de som har tilstedeværelse i det nordiske, europeiske og nord-amerikanske markedet.

Selskap	Om selskapet
XXL	Norsk sportskjede og distributør av Avtive Brands klær.
Fenix Outdoor International	Svensk konsern som eier turmerker som Fjellreven og Primus.
Anta Sports Products	Kinesisk konsern som eier turmerker som Arc'teryx, Salomon og Atomic.
V.F. Corporation	Amerikansk konsern som eier sport- og turmerker som The North Face.
Vista Outdoor	Amerikansk konsern som eier sport- og turmerker som Camelbak og Giro.
Columbia Sportswear	Amerikansk konsern som eier sport- og turmerker som Columbia og Sorel.
Clarus Corporation	Amerikansk konsern som eier turmerker som Black Diamond.

Tabell 8.11: Sammenlignbare børsnoterte selskaper.

I en optimal situasjon skulle det ha blitt anvendt omgruppert regnskapstall og markedsdata fra selskaper i den strategiske gruppen. I Active Brands tilfelle er det kun et fåtall selskaper som er strategisk helt like, samt enda færre det foreligger markedsdata på, dvs. er børsnoterte. Det anvendes derfor selskaper som konkurrerer på et eller flere av de strategiske områdene. Som nevnt under kapittel 5.3 vil det ofte statistisk anvendes bransjetall, følgelig er alle selskapene som identifiseres i sportsbransjen, noen er mer diversifiserte enn Active Brands, men de fleste er konsentrerte rundt samme vintertunge markeder.

I glidningen mellom konkurrenter og inntrenger finner vi store børsnoterte selskaper som Nike og Adidas, men størrelse og diversifisering både geografisk og på årstid gjør at disse blir lite sammenlignbare. Når utvalget ikke er stort foreslås det av Damodaran (2021c) å bruke en børsnotert kunde enn mindre sammenlignbare selskaper i samme verdikjedeledd. Årsaken til at vi tar med blant annet XXL og Svenske Fenix Outdoor er for å få et innslag av hva sportsbransjen verdsettes til i Norge og Norden. De operer i samme segment, til samme kunder og ved en børsnotering er det trolig at verdiene vil korrelere. Andre moment som fører til støy, er blant annet at flere av er selskapene notert på NYSE og NASDAQ, kun offentliggjør regnskap etter US GAAP. Dette kan, som nevnt under kapittel 6.4, medføre marginale differanser i regnskapsmessige definisjoner og verdiestimer. I tillegg vil flere av de sammenlignbare selskapene operere med andre skattesatser enn Active Brands.

På bakgrunn av all støyen påpeker vi derfor høy usikkerhet i verdiestimatene og benytter oss i størst mulig grad av multipler som er minst mulig påvirket av ulike regnskapsstandarder. Slike multipler tar utgangspunkt i regnskapsstørrelser som ligger

«lenger oppe» i resultatregnskapet. For eksempel vil EV/Sales, EV/EBITDA og EV/EBIT være mindre påvirket av skattesatser og regnskapsstandarder enn multipler som P/E og P/B.

De aktuelle multiplene for overnevnte selskaper er hentet fra *S&P Global Market Intelligence* og gjelder for slutten av 2020 – altså starten av 2021. Dette er viktig med tanke på at markedsverdiene, og dermed multiplene, endrer seg hver dag. Noe som betyr at man må ta utgangspunkt i multipler for den perioden verdsettelsen gjøres i. Resultatene kan oppsummeres i tabell 8.12.

Selskap	EV/EBTIDA	EV/EBIT	EV/Sales	EV/EBITDA (FWD)*
XXL	6,8x	20,9x	0,7x	5,8x
Fenix Outdoor International	12,5x	20,9x	2,5x	8,8x
Anta Sports Products limited	24,4x	29,9x	7,7x	21,0x
V.F. Corporation	15,7x	18,8x	2,4x	19,2x
Vista Outdoor	4,5x	11,0x	0,3x	6,4x
Columbia Sportswear	13,9x	29,1x	2,0x	11,6x
Clarus Corporation	22,1x	36,7x	2,2x	13,1x
Median	13,9x	20,9x	2,2x	11,6x
Gjennomsnitt	14,3x	23,9x	2,5x	12,3x
Harmonisk gjennomsnitt	10,4x	20,9x	1,0x	9,9x
Implisitt multiplene for Active Brands ved DCF	11,9x	15,4x	1,6x	9,5x
<small>Ekstern data er hentet fra S&P Global Market Intelligence</small>				
<small>*All data er 2020-tall. Bortsett fra EV/EBITDA (FWD) – som er basert på 2022 estimater</small>				

Tabell 8.12: EV-multipler for sammenlignbare, børsnoterte selskap og implisitte multipler for Active Brands ved DCF.

Tar vi utgangspunkt i tabellen over ser vi at median, gjennomsnitt og harmonisk gjennomsnitt ligger i området til de implisitte multiplene som er utregnet på bakgrunn av DCF-modellen. Årsaken til at harmonisk gjennomsnitt og median benyttes er for å justere for de mest ekstreme multiplene (Petersen et al., 2017, s. 327) – mer spesifikt Anta Sports og Clarus Corporation. I tabell 8.13 ser vi den implisitte selskapsverdien til Active Brands gitt ved median, gjennomsnitt og harmonisk gjennomsnitt. For referanse er den fundamentale selskapsverdien fra DCF-modellen kalkulert til 2,36 milliarder kroner.

(i TNOK)	EV/EBTIDA	EV/EBIT	EV/Sales
Median	2 190 598	2 396 361	2 592 343
Gjennomsnitt	2 248 909	2 735 815	2 984 462
Harmonisk gjennomsnitt	1 641 122	2 395 006	1 221 710

Tabell 8.13: Implisitt selskapsverdi for Active Brands ved bruk av median, gjennomsnitt og harmonisk gjennomsnitt av multipler for sammenlignbare og børsnoterte selskaper.

Som man ser, varierer selskapsverdiene fra 1,6 milliarder kroner til 2,9 milliarder kroner, avhengig av hvilken statistisk verdi som benyttes.

8.5 Verdsettelse med endrende kapitalstruktur

I beregningene av egenkapitalbeta forutsetter vi Harris-Pringel-ligningen, dette betyr implisitt at en konstant gjeldsgrad holdes. Vårt base-case-estimat³⁸ forutsetter derimot en økning i gjeldsgrad. Modellen under viser hvordan vi forutsetter at gjelden endres lineært mot målsatt kapitalstruktur fra børsnoteringsdato. Gjeldsnedbetalingen i 2020 estimeres på bakgrunn av historiske tall. UB gjeld i 2025 beregnes av terminalverdien beregnet fra verdidrivere, det forutsettes i dette kapitlet at målsatt kapitalstruktur er oppnådd innen terminalleddet begynner å løpe.

(i TNOK)	2020	1 2021	2 2022	3 2023	4 2024	5 2025
Unlevered Free Cash Flow / FCF	103 403	74 871	103 293	114 106	111 113	123 319
Netto gjeld UB	703 740	717 898	732 057	746 215	760 374	774 533
Opptak/nedbetaling av gjeld	(40 000)	14 159	14 159	14 159	14 159	14 159

Tabell 8.14: Forutsatt endring i gjeld.

Ved å utføre en iterativ prosess kan beta og WACC vektet i hvert år til faktisk kapitalstruktur, følgelig vil dette gi et annet resultat enn base-case-estimatet. Dette er en resiprok prosess, da kapitalstruktur avhenger av selskapsverdien, men selskapsverdien igjen avhenger av kapitalstruktur. Vi må derfor tillate for sirkelreferanser. Modellen er utarbeidet i tråd med det som foreslås i Arzac (2008, s. 103). Vedlegg 3 viser hvordan resultatet av at gjeldskostnad og kredittvurdering holdes konstant i perioden, men gjeldsandel tillates å endres. Dette resulterer i en differanse på under -2 millioner norske kroner ekskludert endring i skatteeffekten av immatrielle eiendeler.

Baserer vi oss utelukkende på rentedekningsgrad for kredittvurdering av selskapet og tillater for å årlig endre gjeldskravet basert på forrige års rentedekningsgrad får vi tabell 8.16. Denne baserer seg på samme tabeller anvendt i kapittel 8.1.5 avkastningskrav til gjeld. Tabellen under overdriver selskapsverdien på grunn av at lånebetingelser ofte

³⁸ Estimat fra DCF-modell.

ikke kan reforhandles på kort sikt, men en kan bemerke seg hvor raskt kredittvurderingen endres.

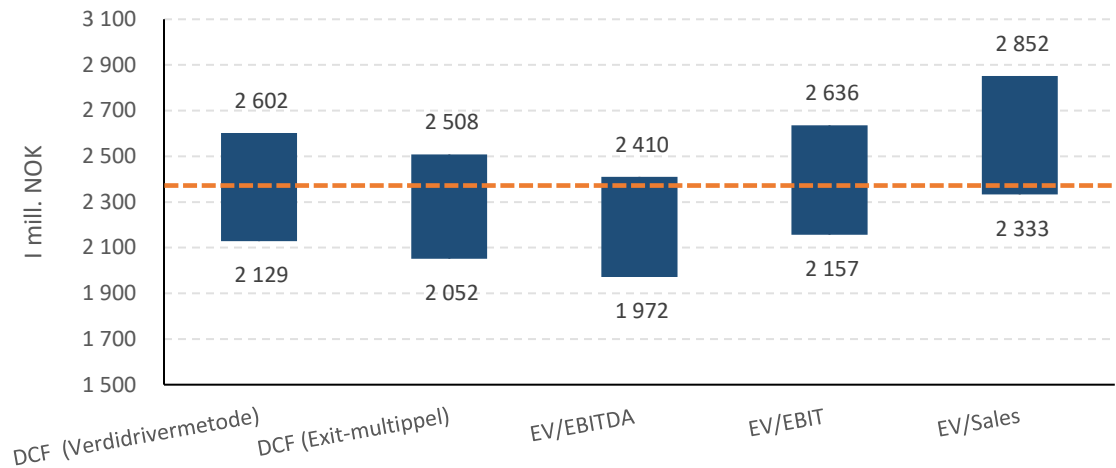
<i>Recursive WACC</i>	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Gjeldsandel UB	0.30	0.31	0.31	0.32	0.32	0.33
Gjeldsgrad UB	0.44	0.44	0.45	0.46	0.47	0.48
Relevered equity beta IB		1.14	1.14	1.15	1.15	1.16
Relevered cost of equity IB		6.71%	6.72%	6.73%	6.76%	6.78%
EBIT	128,470	148,507	165,900	172,325	162,562	168,506
Estimert rentekost f.s.	31,311	17,734	13,927	12,738	11,865	12,090
Rentedekningsgrad	4.10	8.37	11.91	13.53	13.70	13.94
Kredittrating	Baa2/BBB	A1/A+	Aa2/AA	Aaa/AAA	Aaa/AAA	Aaa/AAA
Effektiv rente f.s.	2.52%	1.94%	1.74%	1.59%	1.59%	1.59%
Gjeldsbeta	0.14	0.08	0.07	0.05	0.05	0.05
WACC IB		4.99%	4.98%	4.94%	4.93%	4.91%
Continuation value @ WACC	7.26%					2,374,146
EV @ end of year		2,316,686	2,357,503	2,371,595	2,374,697	2,380,560
Differanse fra base-case		41,005				

Tabell 8.15: Verdsettelse med endrende kapitalstruktur og kredittvurdering

Historisk har selskaper med en kredittvurdering på B hatt en langsiktig konkursrate på 5,64 prosent (S&P Global Rating Service, 2021). Arzac (2008, s. 96) argumenterer for å verdsette selskaper med høy og endrende gjeldsrisiko med forventede kontantstrømmer gjennom justerte nåverdier. Har selskapet ekstremt høy belåning anbefales det å verdsette egenkapitalen som en opsjon. Tabellen overfor danner grunnlaget for våre forutsetninger om tilnærmet ingen konkursrisiko i terminalleddet og at estimerte kontantstrømmer ikke justeres for konkursrisiko utover avkastningskravet. På grunn av at forutsetningene om gjeld er usikre i beregningene over og differansene små beholdes base-case som beste estimat.

8.6 Oppsummering av verdsettelse

Pr. 01.01.2021 har vi estimert Active Brands' selskaps- og egenkapitalverdi å være henholdsvis 2.365 og 1.698 millioner kroner ved bruk av en DCF-modell – med verdidrivere som grunnlag for terminalleddet. Dette er et estimat som stemmer godt overens med egenkapitalverdien når en multiplert anvendes i terminalleddet – som gir en egenkapitalverdi på 1.612 millioner kroner. Med multipler som supplement til DCF-modellen ser vi at dette er edruelige og høyt realistiske verdier.



Figur 8.4: Football field valuation chart over selskapsverdien ved de ulike verdsettelsesmetodene. Med +/- 10 prosent usikkerhet.

DCF (TV: Verd drivere)	DCF (TV: Exit-multippel)	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/Sales	Gjennomsnitt
2 365 331 166	2 279 840 752	2 190 598 300	2 396 360 775	2 592 343 260	2 364 894 851

Tabell 8.16: Selskapsverdi ved ulike verdsettelsesmetoder.

Overraskende nok er faktisk gjennomsnittet av de ulike verdsettelsesmetodene lik 2.365 millioner kroner – som også er den beregnede selskapsverdien i DCF-modellen. Merk at verdsettelsene er uavhengige av hverandre (med unntak av DCF-modellene). Dette er nok i høy grad en tilfeldighet, men underbygger at den endelige selskapsverdien bør settes til 2.365 millioner kroner, noe som gir egenkapitalverdi på 1.698 millioner. Til tross for dette er det fortsatt en rekke usikkerhetsmomenter som må testes, særlig i DCF-modellen. Dette vil gjøres i neste kapittel.

9.0 Usikkerhet

Usikkerhet behandles gjennomgående i oppgaven og tas hensyn til i kontantstrømmens verdier og avkastningskrav, men punkttestimater reflekterer dårlig eventuell nedside og oppside, særlig når verdiestimatet ikke er normalfordelt. Fra den strategiske analysen fremkommer det i tillegg flere momenter som på sikt vil endre markedsforholdene og skape muligheter samt trusler ad. *kapittel 5.5 SWOT-analyse*. På bakgrunn av at disse er vanskelige å estimere anses det derfor som mer hensiktsmessig å modellere usikkerheten og endringen som vil oppstå om strategiske skift og strukturelle endringer skulle inntreffe.

9.1 Definisjon og begrensning av variabler

I en simulering er muligheten for å se på usikkerhet i flere variabler stor, men de aller fleste av disse vil gi små utslag og være av lite relevans. I tråd med anbefalinger fra Damodaran (2012, s. 908) retter vi dermed fokuset mot de mest signifikante driverne:

Usikkerhet i kontantstrømmen: Verdivurderingsmodellen er bygd slik at det er inntekter som driver kontantstrømmene, følgelig er det denne søkelyset rettes mot først. Fra den strategiske utredningen ser vi flere skift i handelsmønster, produksjon og distribusjon. Det anses derfor som rimelig å forutsette divergens i den implisitte korrelasjonen mellom inntekts- og kostnadssiden, og det legges derfor inn usikkerhet i kostnadenes andel av inntekter. Selv om mer DTC-handel impliserer mindre varelager og kundefordringer, beholdes investeringer i arbeidskapital konstant da slike anslag blir både vanskelige å estimere og marginale. CapEx og avskrivninger forutsettes å gi små utslag på usikkerhet i verdivurderinger og holdes også konstante ettersom at forretningsmodellen oppleves skalerbar og høyere inntekter i stor grad slår ut i produksjonskostnader som dekkes under drift.

Feilmarginen i inntekt legges til base-case-estimer for vekst og for å øke usikkerheten over tid blir inntekten beregnet med årets vekstestimat inkludert usikkerhet ganget med fjorårets simulerte inntekt. Analysen baserer seg på kalkulasjon av terminalverdien ved bruk av verdidrivere. Denne avhenger av siste års NOPAT. Dermed vil feilmargin på inntekter og kostnader i den eksplisitte perioden gi utslag også for verdien i den implisitte prosjekteringen.

Fra SWOT-analysen fremkommer det få usikkerhetsmoment rundt svekket vekst, og på bakgrunn av store markedsmuligheter anvendes det derfor en Gumbel-fordeling³⁹ med positiv skjevhet («Skew»). Dermed økes subjektivt sannsynligheten for at feilmarginen undervurderer veksten. Usikkerheten i vekst settes med et standardavvik på 3,16 prosent som er standardavviket for historisk og prosjektert vekst. Endring i korrelasjon med kostnader forutsettes normalfordelte da analysen ikke gir noen

³⁹ Gumbel 1, også kalt for Gumbel maximum, er en mye brukt fordeling i modellering av finansiell risiko og er en av de mest brukte fordelingene for å modellere med ekstremalverdier (NIST/SEMATECH, 2013). Spesielt interesserte kan lese mer ved å gå inn på link i litteraturlisten.

forutsetninger på hvilken retning marginene tar. Standardavvikene settes relativt lave da marginene historisk er ekstremt stabile.

Markedets risikopremie: Vi forutsetter en normalfordelt markedets risikopremie. Fra undersøkelse av Fernandez, Apellaniz og Acin (2020) fremkommer det at det i Norge anvendes risikopremier som gir et standardavvik på 1,1 prosent og en øvre og nedre grense på henholdsvis 3,8 og 8,9 prosent. Vi forutsetter på sikt at premien vil konvergere mot historiske data, dermed begrenses fordelingen til øvre og nedre verdi i terminalleddet. På kort sikt forutsetter vi derimot større mulighet for fluktusjon. Forventningsverdien holdes lik den vi kommer frem til i kapittel 8.1.2 *Markedets risikopremie*.

Risikofri rente: Her forutsettes det forventningsverdier fra kapittel 8.1.1 med standardavvik kalkulert med hensyn på dagskurser på tiårig statsobligasjon fra 01.01.2016 til 01.01.2021. Data hentes fra Norges Bank (2021). Anvendelse av slike historiske data betyr at vi forutsetter lite strukturelle skift. I den prosjekterte perioden forutsettes det normalfordeling, men på sikt forutsettes det en log-normalfordeling og risikofri rente kan dermed ikke bli negativ i terminalleddet.

Investeringsbeta: Forutsetter denne normalfordelt med standardavvik fra utvalget av sammenlignbare selskaper. Begrenser den til øvre og nedre beta-verdi fra sammenlignbare selskaper på henholdsvis 0,54 og 1,88, da det særlig på sikt i terminalleddet, anses rimelig å forutsettes at korrelasjon konvergerer mot markedet ad. Blume-justering i kapittel 8.1.7.

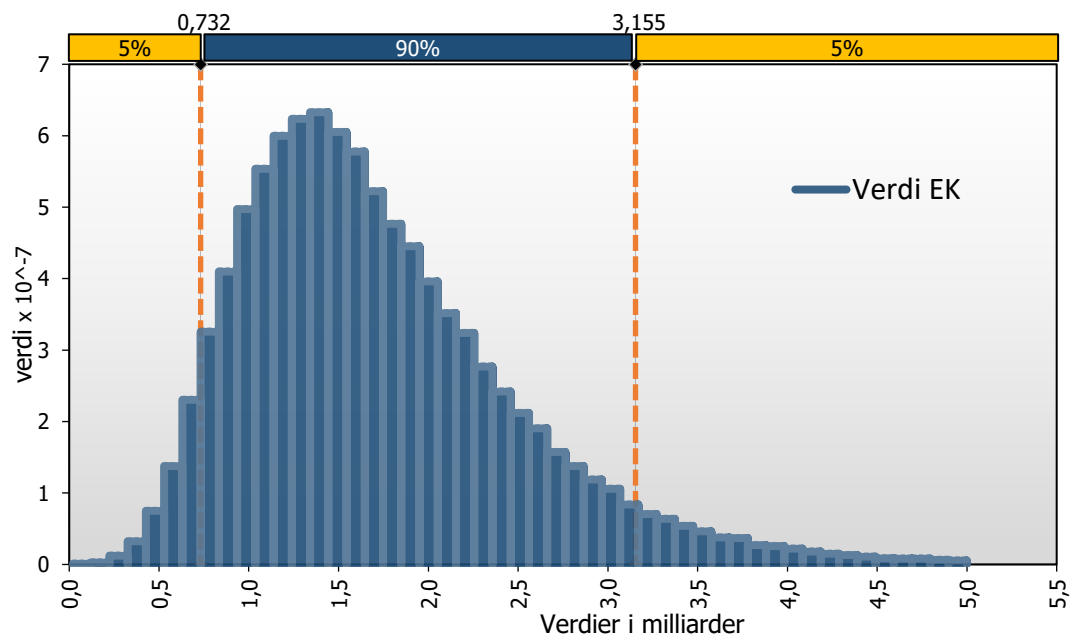
Uendelig vekstrate: Som argumentert under kapittel 8.3 *Terminalverdi* er det rimelig å forvente en vekst på 2 prosent på lang sikt. Det er dog et visst usikkerhetsmoment rundt hvorvidt Active Brands forretningsmodell vil kunne bestå i terminalleddet. En undersøkelse utført av Olson, van Bever og Verry (2008) viser at mellom 1955-2006 opplevde 87 prosent av alle Fortune 100 og Global 100 selskaper stagnasjon i vekst. Av disse 87 prosent ble 54 prosent voksende sent eller negativt de ti neste årene etter stagnasjonen. Og av disse 54 prosentene, ville 67 prosent gå konkurs eller bli kjøpt opp etter tiårsperioden. En ser altså at forretningsmodeller får en stadig kortere halveringstid og at det er lite sannsynlig med uendelig høy og stabil vekst. 2 prosent

ansees som et allerede edruelig anslag, men for å reflektere usikkerhet legger vi i simuleringen inn muligheten for sviktende vekst. Det forutsettes derfor en fordeling med negativ skjevhet (Gumbel 2)⁴⁰, dvs. venstrehalen er større enn høyre. Standardavvik settes til 1 prosent.

Variabel	Fordeling	Forventningsverdi	Standardavvik	Begrensning [N/Ø]
Usikkerhet i vekst	Gumbel 1	0 %	3,16 %	
Usikkerhet i varekostnader	Normal	0 %	1 %	
Usikkerhet i lønnskostnad	Normal	0 %	0,50 %	
Usikkerhet i andre driftskostnader	Normal	0 %	0,50 %	
Risikofri rente eksplisitt periode	Normal	0,96 %	0,41 %	
Risikofri rente implisitt periode	Log-Normal	3 %	0,41 %	
MRP f.s. eksplisitt periode	Normal	5 %	1,1%	
MRP f.s. implisitt periode	Normal (begrenset)	5 %	1,1%	[3.8%, 8.3%]
Investeringsbeta	Normal (begrenset)	0,97	0,47	[0.54, 1.88]
Vekst i terminalleddet	Gumbel 2	2 %	1 %	

Tabell 9.1: Oversikt over forutsetninger i Monte Carlo simulasjon.

9.2 Resultat av simulering



Figur 9.1: Estimert nåverdi av egenkapital med usikkerhetsfordeling. Simulert i @RISK. Tall i milliarder.

Vi filtrerer ut alle verdier under null og alle verdier over 5 milliarder da eierne har begrenset ansvar og høye anslag anses urealistiske. Begrensningene gjør at 434 av 100.000 verdier filtreres ut. Fra figur 9.2 ser en at verdiestimatets fordeling har en relativt høy kurtose på 4,24. Dette kalles for eksess kurtose, altså at fordelingen har

⁴⁰ Gumbel 2, også kalt for Gumbel minimum er omvendt av den tidligere omtalte Gumbel 1 fordelingen og modellerer med negative ekstremalverdier.

tykkere haler enn en normalfordeling, som har kurtose på 3 (UCLA, 2021). I motsetning til en normalfordeling har fordelingen en positiv skjevhet, altså at det er det modellert med høyere risiko for ekstremtilfeller til oppsiden enn det en normalfordeling vil ha. Fordelingens ulikhet fra en standard normalfordeling skyldes de definerte variablenes asymmetriske og begrensede fordelinger. Konsekvensen er at gjennomsnittet i simuleringen ikke bli likt vår base-case, selv om en ser at ulikheten er liten. Antall trekninger settes relativt høyt til 100.000, i tråd med «de store talls lov» økes dermed gjennomsnittets presisjon. For undertegner er det nedsiden som ønskes minimert, med forutsetninger kan vi med 95 prosent sikkerhet si at verdien vil ligge over 731,7 millioner kroner. Derimot vil det for selger ved notering ønskes å reflektere også den mulige oppsiden, intervallet er med 95 prosent sikkerhet under 3,15 milliarder kroner. En ser at standardavviket er på 753,6 millioner kroner, relativt høyt, men kanskje ikke urimelig gitt høy usikkerhet i markeds- og konkurranseforhold.

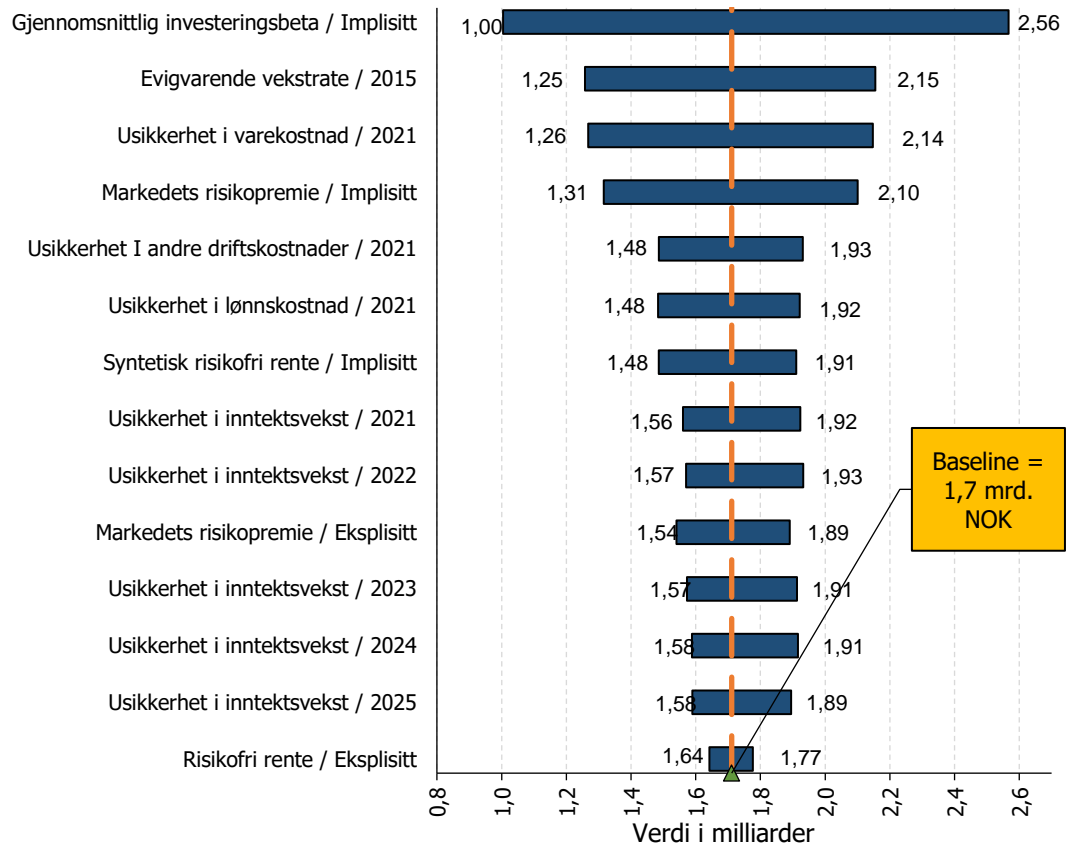
Resultat av simulering							
Mean	1 711 233	Skewness	1,01	Left X	731 742	Dif. X	2 423 049
Mode	1 355 547	Kurtosis	4,24	Left P	0,05	Dif. P	0,90
Median	1 574 778	Values	99 566	Right X	3 154 791	Filtered	434
Std Dev	753 624	Errors	0	Right P	0,95		

Tabell 9.2: Resultat fra simulering med hensyn på verdi av egenkapital

9.3 Sensitivitet i variablene

For å synliggjøre sensitiviteten i verdiestimatet fra hver variabel og illustrere hvilke drivere som medfører størst usikkerhet i anslaget bruker vi en tornadograf.

Fra grafen (figur 9.2) fremkommer det følgelig at det er drivere som påvirker terminalleddet som gir størst påvirkning, der gjennomsnittlig investeringsbeta gir alt fra en verdi på 1 milliard kroner til 2,56 milliarder kroner. Usikkerhet i varekostnad, lønnskostnad og andre driftskostnad vises å påvirke mer enn inntektsvekst, dette skyldes korrelasjonen implisitt i modellen.



Figur 9.2: Tornado graf over drivere som påvirker verdien av egenkapitalen. (Inputs rangert etter effekten på output-gjennomsnittet). Simulert med @RISK. Tall i milliarder

9.4 Sensitivitetsanalyse i terminalleddet

Som en ser fra tornadoanalysen er det variablene i terminalleddet som gir størst utslag i verdien. For å illustrere implikasjoner ved endring i disse variablene utføres det en sensitivitetsanalyse. I motsetning til Monte Carlo-simulasjonene, som kun ser på terminalverdi gjennom bruk av verdidrivere ser vi her også på multiplmetoden. Base-case-kontantstrøm anvendes og eksplisitt prosjektert periode anses derfor som «sikker».

Vekst (B)	RONIC					
	0 %	5 %	10 %	20 %	25 %	30 %
0 %	1 313 306	1 313 306	1 313 306	1 313 306	1 313 306	1 313 306
1 %	1 222 343	1 391 431	1 475 976	1 492 884	1 504 157	
2 %	1 088 849	1 495 255	1 698 457	1 739 098	1 766 192	
3 %	882 904	1 642 857	2 022 834	2 098 829	2 149 493	
4 %	537 915	1 874 478	2 542 759	2 676 415	2 765 520	

Tabell 9.3: Sensitivitetsmatrise over egenkapitalverdi ved endringer i RONIC og vekst i terminalleddet (ved verdidrivermetoden) Tall i TNOK.

Som en ser fra tabell 9.3 er terminalleddet svært følsom for veksten. Merk her at risikofri rente antas som konstant og tas ikke med i beregningen. En interessant observasjon er at egenkapitalverdien er svært lite følsom ovenfor RONIC og at et fokus på vekst vil øke verdien mer enn å bedre ROIC.

		Exit-multippel (EV/EBITDA)				
		5x	8x	10x	15x	20x
EBITDA i terminalår	100 000	254 787	447 365	632 239	1 025 096	1 410 250
	175 000	543 653	880 663	1 204 192	1 891 693	2 565 712
	228 602	750 105	1 190 341	1 612 967	2 511 048	3 391 520
	300 000	1 025 096	1 602 827	2 157 449	3 336 020	4 491 483
	375 000	1 313 961	2 036 125	2 729 403	4 202 617	5 646 945

Tabell 9.4: Sensitivitetsmatrise over egenkapitalverdi ved endringer i EV/EBITDA og EBITDA i sluttåret (ved exit-multippel) Tall i TNOK.

Fra tabell 9.4 ser vi at ved terminalverdien ved exit-multippelen er spesielt følsom for multippelen som er blitt benyttet, mer enn den prosjekterte EBITDA-størrelsen. Med tanke på at vi bruker 2022-multipler for 2025, er det høy usikkerhet knyttet til denne multippelen.

10.0 Avslutning

10.1 Noteringsform av Active Brands

I vår utredning har formålet vært å finne Active Brands egenkapitalverdi ved børsnotering, sett i lys av en utgang eller exit-strategi for FSN Capital. Som nevnt under kapittel 8.2.4 *Eiendeler* er det ikke prosjektert med oppkjøp i perioden. Valget av noteringsform blir da form 2. *Sekundæraksjer* som vist i kapittel 1.2.1 *børsnoteringsformer*, da formålet kun er å likvidere *en andel* av FSN Capitals eierposisjon. Med andre ord skal det ikke gjøres en aksjeemisjon ved primæraksjer.

10.1.2 Salg av sekundæraksjer

Merk at vi overfor uthever *en andel*, da det foreligger noen komplikasjoner ved salg av kun sekundæraksjer gjennom en børsnotering. Disse komplikasjonene kan forklares gjennom signalthypotesen. Aksjespredningen ved en notering på Oslo Børs skal være minst 25 prosent, som i praksis betyr at 25 prosent av aksjene skal være spredt blant

allmenheten (Børsforskriften, 2007, §4-4). Med allmennheten menes folk som ikke har spesiell tilknytning til selskapet (småaksjonærer eller institusjoner).

10.1.2.1 Signalthypoteseteorien

Signalthypoteseteorien legger til grunn at eneste måten informasjonen kan flyte på er gjennom eiernes observerbare handlinger (Ledaal, 2009). En slik handling kan være eiernes villighet til å delta i en børsintroduksjon. Videre kan man da spørre seg; Hva signaliserer FSN Capital til markedet dersom de ønsker å likvidere hele sin eierposisjon? Chahine (2008), referert til i Ledaal (2009), mener at villigheten til å investere vil fungere som et signal til markedet om den sanne verdien til selskapet. Antall sekundæraksjer solgt relativt til antall aksjer utestående under børsintroduksjonen frigir informasjon om opportuniste hos ledelsen. Teorien forutsetter at selskapet som går på børs har privat informasjon eller en formening om de har en høy eller lav verdi.

«A higher percentage of secondary or primary shares sold may have a negative signaling effect» (Chahine, 2008, s. 181).

En god børsintroduksjon, med fulltegning og god gevinst for de som tegner seg, vil gi investorene en følelse av å ha gjort et godt kjøp, noe som leder til at selskapet som blir notert og tilrettelegger får goodwill, og kan komme selskapet og tilrettelegger til gode ved senere emisjoner (Ledaal, 2009).

Forklaringen på hvorfor noen børsintroduksjoner er mer underpriset enn andre, er ifølge Habib og Ljungquist (2001) referert til i Ledaal (2009), at eksisterende aksjonærer har mer å tape på underprising hvis de selger mange aksjer enn om de selger få. Dess flere aksjer eksisterende aksjonærer selger, jo mer vil de lide av underprisingen.

Basert på overnevnt argumentasjon må vi forsøke å fastsette en måteholden andel sekundæraksjer som FSN Capital kan selge ved børsnotering. Dette vil selvfølgelig avhenge av hva selskapet selv ønsker, og vil således være vanskelig å fastsette uten ytterligere informasjon fra selskapet. Derfor baserer vi oss på lignende exit-er som har blitt gjort av PE-selskaper i Norden.

Hvilken utsalgsstrategi som maksimerer ROI er vanskelig å si. Ved å selge hele sin posisjon i selskapet ved børsnotering vil selskapet skjerme seg for eventuelle kursfall etter noteringen. Samtidig er det umulig å si hvordan kursutviklingen etter noteringen vil være, noe som implisitt forteller at salg av hele eierandelen vil være negativt dersom kursen stiger etter notering – noe som også bygger på Habib og Ljungquists (2001) argumentasjon.

En annen faktor ved å selge hele andelen er signaleffekten dette sender til markedet. Hvem vil kjøpe aksjene til et selskap dersom hovedeieren vil selge seg helt ut? Er grunnen bak denne handlingen kun likvidering, eller en bakenforliggende årsak om selskapets forventede utvikling? Dette bygger igjen på at eierne har privat informasjon som signaliseres til markedet gjennom observerbare handlinger.

I dette tilfellet må man se på hvem som skal selge. Er det en grunder eller aktiv forvalter som skal likvidere sin eierposisjon? Signaleffekten vil trolig være større ved salg fra en grunder enn aktiv forvalter, men vil også her påvirke prisen. De mulige kjøperne av aksjene må også hensyntas. Er det institusjonelle investorer som Folketrygdfondet og familieinstitusjoner som Ferd, som planlegger å ha en langsiktig eierandel? Eller er det opportunistiske investorer som planlegger en kortsiktig eierposisjon? Hvorav sistnevnte kan skape volatilitet i aksjekursen.

10.1.2.2 Hvor stor andel sekundæraksjer skal selges?

Fra lignende eksempler finner vi Nordic Capitals notering av Europris i juni 2015, hvor andelen av sekundæraksjer som ble solgt til allmenheten var mellom 24,3 og 39,3 prosent av selskapets aksjer (TDN Finans, 2018). Samtidig var Nordic Capitals lock-up periode på resterende aksjer 180 dager. Lock-up perioden skal fungere som en sikkerhet for andre investorer, ved at store investorer ikke uten videre kan selge hele sine resterende andeler dersom aksjen er volatil og opplever haussing⁴¹.

Basert på den overnevnte drøftelsen ser vi det fornuftig å ikke selge mer enn 30 prosent av selskapets aksjer, da vi vil forholde oss til rimelighetens grenser. Selskapet kunne dog solgt hele sin eierandel, men dette vil motstride med signalhypotesen og risikoen

⁴¹ Kursstigning, og brukes særlig om sterk kurs- eller prisstigning på verdipapir. Det motsatte er baisse. (Sirnes, 2021).

for underprising vil være større. Førøvrig ser vi kun på salg av FSNs posisjon da det er det underproblemstillingen spør etter, med andre ord tas det ikke høyde for øvrige eksisterende aksjonærer som også måtte ønske å selge aksjene sine.

10.2 Konklusjon

I denne oppgaven er problemstillingen å finne ut av den fundamentale verdien av egenkapitalen til Active Brands dersom det skulle børsnotertes. På bakgrunn av den strategiske og regnskapsmessige analysen, verdsettelsesmodellene og sensitivitetsvurderingen mener vi at den riktige fundamentale verdien av egenkapitalen til Active Brands, ved en børsnotering pr. 01.01.2021, er 1.698 millioner kroner.

Dette leder oss til selve likvideringen av selskapets aksjer – altså underproblemstillingen. Hadde FSN likvidert hele sin eierandel på 55 prosent ville bruttoprovenyet ved salg vært 934 millioner. Men grunnet signalhypotesen ser vi det fornuftig at FSN kun selger 30 prosent til et bruttoproveny på 509 millioner og beholder en resterende total eierandel på 25 prosent.

10.3 Kritikk av oppgaven

Det blir ikke gjort en aksjeemisjon av primæraksjer ved noteringen. Dette er gjerne oppgavens største kritikkpunkt da formålet bak en børsnotering som regel er å innhente fersk kapital til videre vekst. Vi har også påpekt dette gjennom oppgaven – ved at det ikke prosjekteres med oppkjøp. Dette er også kritikk til oss selv da dette har vært integrert i selskapets strategi i en årrekke. Da kan man stille seg spørsmålet: Hva er da hensikten med å gå på børs?

Bakgrunnen for måten vi har valgt å løse dette på ligger i:

1. Selskapet har nådd en viss størrelse og har foreløpig en av Norges sterkeste merkevareportefølje innen sportsbekledning. Det er umulig å vite noe om eventuelle oppkjøp som vil forekomme i prosjekteringsperioden, og hvor høyt beløp disse oppkjøpene ville medført. Dersom vi skulle gjort forutsetninger burde det suppleres med forslag til oppkjøp.
2. Antar man at det ikke finnes mulige kjøpere i markedet for selskapet vil en børsnotering være den eneste måten å likvidere eierne på. Med forutsetning om at eksisterende aksjonærer ikke ønsker å overta eierposisjonen.

Innledningsvis i oppgaven nevnte vi M&A som en mulig exit. Salg av selskapet gjennom fusjon eller oppkjøp kan være bedre sett i lys av profittmaksimering for eierne. Grunnet dette faktum og vårt valg av IPO, vil vi drøfte implikasjonene rundt salg gjennom oppkjøp i lys av både eierne og selskapet i seg selv.

Det mest tiltalende ved oppkjøp er at eierne kan likvidere hele posisjonen uten en like sterk signaleffekt. Samtidig er omfanget av mulige kjøpere enormt stort og flere av disse mulige kjøperne vil kunne nytte godt av synergieffekter ved oppkjøp av et selskap som Active Brands.

For eksempel kan det tenkes at Anta Sports vil være en mulig kjøper som kan nytte godt av synergieffekter ved oppkjøp av Active Brands. Anta Sports vil følgelig være villige til å betale en høyere premie for selskapet. Dette vil fra eierens perspektiv utelukkende være det beste valget, da ROI maksimeres.

Slike oppkjøp kan kunne skape konflikter mellom ny eier, minoritetseiere og ansatte i selskapet. Det kan tenkes konflikter omkring strukturelle endringer som påvirker f.eks. arbeidsvilkår og strategi. Dette må forbli med spekulasjon. Øvrige punkter taler for en børsnøtering. Eierne vil da kunne likvidere posisjonene, samtidig som selskapet har mulighet til å utstede primæraksjer for innhentning av kapital til videre vekst og oppkjøp i fremtiden.

Tornadografen fra kapittel 9.3 viser at det er betaestimatet som har størst påvirkning på egenkapitalverdien til Active Brands. De sammenlignbare, børsnøterte selskapene har langt større omsetning og markedsverdi enn Active Brands. Noe som tilsier at en størrelsespremie *kunne* blitt lagt til i avkastningskravet.

En endelig kritikk av oppgaven er at selskapets prosjekterte kontantstrøm er svært avhengig av den prosjekterte topplinjeveksten. Dette gjør at faste kostnader delvis blir prosjektert som variable kostnader. Noe som pr. definisjon er motstridende til faste kostnaders natur. Årsaken til at dette er gjort er på grunn av manglende informasjon knyttet til størrelsene på de fastekostnadene.

Litteraturliste

- Aabakken, J. (2020). Forbrukerrådets store privatleasing-guide. <https://www.forbrukerradet.no/guide/no-guidekategori/forbrukerradets-storeprivatleasing-guide/>
- Aabø-Evensen, O., K. (2020) Norway: Private Equity Laws and Regulations 2020. https://iclg.com/practice-areas/private-equity-laws-andregulations/norway?fbclid=IwAR3PaVkgxtSv0x_cZQbrZOgiIZ92FgcN9o2PV7qsO0y6uuxrKzmZBE6Dvg
- Active Brands. (2021). BRANDS. <https://www.activebrands.com/>
- AksjeNorge (2021, 22. januar). Børsnoteringer i 2021. https://aksjenorge.no/aktuelt/2021/01/22/ipo_plan/
- Amer sports. (2021). Industry Trends. <https://www.amersports.com/about-us/ourbusiness/industry-trends/>
- Andersen, G. (2020), Kvalitative intervjuundersøkelser. Distributør Holbergprisen I skolen. <https://holbergprisen.no/nb/holbergprisen-i-skolen/kvalitative-intervjuunders-kelser>
- Arzac, E. R. (2008). Valuation for mergers, buyouts and restructuring. Wiley
- Bala, S. (2021, 19. mars). Morgan Stanley says rising 10-year Treasury yields is reasonable as confidence in U.S. economy grows. CNBC. <https://www.cnbc.com/2021/03/19/morgan-stanley-rise-in-us-10-year>
- Beisland, L. A. & Heskestad, T. Regnskapsføring av goodwill. En sammenligning av GRS og IFRS. Praktisk økonomi & Finans (vol. 32 2/2016). DOI: 10.18261/issn.1504-2871-2016-02-10
- Blume, M. (1975). Betas and Their Regression Tendencies. The Journal of Finance, Vol. 30, No. 3 (Jun., 1975), pp. 785-795. <http://www.jstor.org/stable/2326858?origin=JSTOR-pdf>
- Brav. (2021). Om Brav. <https://www.brav.com/no/om-oss/>

- Brunborg, I. & Stave, T. (2020, 30. desember). Oslo Børs endte året i pluss: – Et helt sinnssykt år. E24.no. <https://e24.no/boers-og-finans/i/pAddkw>
- Brønnøysundregisteret (2021). Active Brand: Årsregnskap for regnskapsåret 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019. <https://w2.brreg.no/eHandelPortal/ecomsys/>
- Brønnøysundregisteret (2021). Brav: Årsregnskap for regnskapsåret 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019. <https://w2.brreg.no/eHandelPortal/ecomsys/>
- Brønnøysundregisteret (2021). Champion Bidco: Årsregnskap for regnskapsåret 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019). <https://w2.brreg.no/eHandelPortal/ecomsys/>
- Bøhren, Ø., Michalsen, D. & Norli, Ø. (2017). Finans: teori og praksis. Fagbokforlaget.
- Bøhren, Ø., Michalsen, D. & Norli, Ø. (2021). Finansering, skatt og verdi: En detaljert gjennomgang. <https://finans2.portfolio.no/read/972b3306-13a4-49a6-aa1f-13ec8c748627>
- Børsforskriften. (2007). Forskrift om regulerte markeder (FOR-2007-06-29-875). Lovdata. <https://lovdata.no/dokument/LTI/forskrift/2007-06-29-875>
- CFI. (2021). What is the IPO Process? <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/ipo-process/>
- Chahine, S. (2008). Underpricing versus gross spread: New evidence on the effect of sold share at the time of the IPO. *Journal of multinational financial management*, 18, 180-196.
- Chitrakorn, K. (2020, 29 juli). Inside Nike's latest bet to understand its customers. *Vogue Business*. <https://www.voguebusiness.com/consumers/nike-retailstrategy-direct>

- Credit Suisse (2014). Calculating Return on Invested Capital. How to Determine ROIC and Address Common Issues.
<https://plus.creditsuisse.com/r/NLcQE2AF-WEIY95>
- Dahl, M. (2017, 30. mars). Active Brands etablerer seg internasjonalt. Norsk Sportsbransjeforening. <https://sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/active-brands-etablerer-seg>
- Damodaran, A. (2021a), Risk Premiums for Other Markets [Datsett].
<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xlsx>
- Damodaran, A. (2021b), Levered and Unlevered Betas by Industry in Europe [Datsett]. <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaEurope.xls>
- Damodaran, A. (2021c). Ten Questions about Bottom-up Betas.
http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/TenQs/TenQsBottomupBetas.m
- Damodaran, A. (2020). Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread [Datsett].
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm
- Damodaran, A. (2019). It is all relative... Multiples, Comparables and Value!
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/country/relvalAIMR.pdf>
- Damodaran, A. (2018). *The Dark Side of Valuations: valuing young, distressed, and complex businesses*. Pearson.
- Damodaran, A. (2016). Myth 5.5: The Terminal Value ate my DCF!
<http://aswathdamodaran.blogspot.com/2016/11/myth-55-terminal-value-ate-my-dcf.html>
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. (Third edition.; University edition). Wiley.
- Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. (2 utg.). Wiley.
- Damodaran, A. (1999). *Estimating Risk Paramaters*.
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/beta.pdf>
- Deloitte. (2018). Sport Retail Study 2018.
<https://www2.deloitte.com/de/de/pages/consumerbusiness/articles/sportmarkts-tudie-2018.html>

Deloitte. (2016). Børsnotering eller ikke?

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/no/Documents/audit/borsnotering-eller-ikke.pdf>

Deloitte. (2009). First-time adoption of International Financial Reporting Standards.

<https://www.iasplus.com/de/binary/dttdpubs/0911ifrs1guide.pdf>

Echells, D. (2019, 7. mai). China opens indoor cross-country skiing tunnel as push for 300 million new snow sports participants prior to Beijing 2022 continues.

<https://www.insidethegames.biz/articles/1078873/china-opens-indoor-cross-country-skiing-tunnel-as-push-for-300-million-new-snow-sports-participants-prior-to-beijing-2022-continues>

Emilsen, N. H., Pedersen, K., & Sættem, F. (1997). Børsintroduksjoner. *Beta-Tidskrift for bedriftsøkonomi*, ss. 1-13.

ETMarkets. (2020). What is IPO book building process? The Economic Times.

<https://economictimes.indiatimes.com/markets/ipos/fpos/what-is-ipo-book-building-process/articleshow/75004763.cms>

Europaparlamentet, (2020). The impact of textile production and waste on the environment.

<https://www.europarl.europa.eu/news/da/headlines/society/20201208STO9327>

EY. (2019). Regnskapsnyheter Januar 2019. [https://assets.ey.com/content/dam/ey-](https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/eycom/no_no/topics/assurance/pdfs/ey_regnskapsnyheter-januar-2019.pdf)

[sites/eycom/no_no/topics/assurance/pdfs/ey_regnskapsnyheter-januar-2019.pdf](https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/eycom/no_no/topics/assurance/pdfs/ey_regnskapsnyheter-januar-2019.pdf)

Fama, E. F. & French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns.

<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x>

Fagerberg, R. & Tandberg, Å. K. (2020) Prosjektledelse av børsnoteringer. *Magma* 20(7), 99-106.

https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/no/pdf/2020/12/02.12.2020_Magma_0721_fag_fagervik_og_tandberg.pdf

Fernandez, P., Apellániz, E. & Acín, J. F. (2020). Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 81 countries in 2020.

<https://ssrn.com/abstract=3560869>

Fidelity. (2021). Bond ratings. <https://www.fidelity.com/learning-center/investment-products/fixed-income-bonds/bond-ratings>

- Fjeldstad, Ø. & Lunnan, R. (Red). (2018). Strategi (2. utg.). Bergen: Fagbokforlaget.
- FSN Capital (2017). Active Brands.
<https://fsncapital.com/en/investments/investments-divestments/active-brands/>
- Global Times. (2021, 25. mars). Western companies suspected of violating human rights in Xinjiang in the name of 'supply chain compliance. Global Times.
<https://www.globaltimes.cn/page/202103/1219491.shtml>
- Goodacre, A. (2008, 04.01). Market Efficiency and Financial Statement Information. *PPT presentasjon i kurset Financial Statement Analysis ved University of Stirling*. Stirling, Storbritania: Upublisert.
- Gripsrud, G., Olsson, U. H., & Silkoset, R. (2016). Metode og dataanalyse: beslutningsstøtte for bedrifter ved bruk av JMP, Excel og SPSS (3. utg., s. 428). Cappelen Damm akademisk.
- Habib, M. A. & Ljungqvist, A. P. (2001). Underpricing and Entrepreneurial Wealth Losses in IPOs: Theory and Evidence.
https://www.researchgate.net/publication/5216861_Underpricing_and_Entrepreneurial_Wealth_Losses_in_IPOs_Theory_and_Evidence
- Hayes, A. (2021). Enterprise Multiple. Investopedia.
<https://www.investopedia.com/terms/e/ev-ebitda.asp>
- Herkules Capital. (2021). Odlo. <https://www.herkulescapital.no/company/odlo/>
- Hopland, S. (2021). Gresvig-konkurs og pandemi ga Sport 1 vekst på 840 mill. E24.
<https://e24.no/naeringsliv/i/9O6gl5/>
- Hovland, M. K. (2021). Aktive eierfond satset på teknologi i fjor: Tror 2021 blir et godt «exit-år». <https://e24.no/boers-og-finans/i/56K2rW/aktive-eierfond-satset-paa-teknologi-i-fjor-tror-2021-blir-et-godt-exit-aar?fbclid=IwAR2456u0okQhHD3yyRfjb9hRLy7smilpbt8rYGXe-ka2bjR5VPqV7502ZVk>
- Innovasjon Norge. (2020). Kina er nysgjerrige på norsk vintersport.
<https://www.innovasjon norge.no/no/om/nyheter/2020/kina-er-nysgjerrige-panorsk-vintersport/>
- Johannessen, A., Christoffersen, L., & Tufte, P. A. (2020). Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag (4. utgave.). Abstrakt forlag.

- Johnsen, T. (2017): Risikotillegget i kapitaliseringsrenten i eiendomsskatten for vannkraftverk. Regjeringen.
https://www.regjeringen.no/contentassets/eee491aa42f6465e87969ec892936898/johnsen_kapitalkostnad_kraftverk.pdf
- Johnson, G., Whittington, R., Scholes, K., Angwin, D & Regner, P. (2018). Fundamentals of strategy. I R. Whittington. (Red.). (4. Utg.). Pearson Education Limited.
- Jordheim, M. H. (2020, 26. juli). Norske sportsleverandører: – Vi gir ikke storkjedene eksklusivitet. E24. <https://e24.no/naeringsliv/i/0nMvKJ/>
- Kantar. (2020). Merkevareindeks 2019.
<https://kantar.no/rapporter/merkevareindeksen-2019--norges-sterkeste-merkevarer/>
- Kantar. (2021). Merkevareindeks 2020.
- Kari Traa. (2021). Bærekraft. <https://www.karitraa.com/no-no/baerekraft/>
- Kinserdal, F., (2017). Hva blir avkastningskrav og vekstforventninger når renten er lav? Magma. <https://www.magma.no/hva-blir-avkastningskrav-og-vekstforventninger-nar-renten>
- Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. & McKinsey & Company. (2020). *Valuation: measuring and managing the value of companies* (Seventh edition; University edition.). Wiley Blackwell.
- Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. & McKinsey & Company. (2005). The right role for multiples in valuation. <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate>
- KPMG. (2021). Corporate Tax Rates Table.
[Datsett].<https://home.kpmg/xx/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-ratesonline/corporate-tax-rates-table.html>
- KPMG. (2017). Immaterielle eiendeler. <https://verdtavite.kpmg.no/immaterielle-eiendeler/>
- Ledaal, T. (2009). *Analyse av kostnader ved børsintroduksjoner på Oslo børs, 1998-2008*. [Masteroppgave] Norges Handelshøyskole. <https://uia.brage.unit.no/uia-xmlui/bitstream/handle/11250/135456/Torjus%20Ledaal.pdf?sequence=1&isAllowed=y&fbclid=IwAR3fCA0Lh9fG1Emp-VJ1DZK3zSaTy2gREECVLGKJiBPQISHkaF3q9sIs3FI>

- Lorentzen, M. (2015, 26. mai). Europris skal på børser. E24.no <https://e24.no/boers-og-finans/i/wEoGAP/europris-skal-paa-boers>
- Madsen, R. (2015). Ny IFRS for finansielle instrumenter. <https://www.magma.no/ny-ifrs-for-finansielle-instrumenter>
- Matthews, G. E. (2014) Amortization should be Excluded from Terminal Value Calculations. FVLE 47 (11-12).
https://www.researchgate.net/publication/340364416_Amortization_Should_be_Excluded_from_Terminal_Value_Calculations
- Menon Economics. (2019). Risikofri rente - rentepinsipper ved alternative grunnrenteskattmodeller.
<https://www.energinorge.no/contentassets/df58a4cfbd504988bf46bc8d88bcf86c/190206-notat-risikofri-rente.pdf>
- McKinsey & Company. (2021). Sporting Goods 2021. The next normal for an industry in flux. <https://wfsgi.org/wpcontent/uploads/2021/01/Sporting-Goods-2021.pdf>
- Michalsen, G. (2019, 28. juni). XXL-kulturen trenger en ekstrem oppussing. E24.no. <https://e24.no/naeringsliv/i/70x4VK/xxl-kulturen-trenger-en-ekstrem>
- Microsoft. (2021). The Work Trend Index. <https://www.microsoft.com/en-us/worklab/work-trend-index>
- Murphy, C. B. (2020, 5. november). Roadshow. Investopedia.com. <https://www.investopedia.com/terms/r/roadshow.asp>
- Newth, M. (2021, 26. februar), Kraftig vekst for sportskjedene i 2020: – Det er så mye folk der ute at det er helt enormt. Dagens Næringsliv. <https://www.dn.no/handel/norskisportsbransjeforening/sportholding/sportsbutikker/kraftig-vekst-for-sportskjedene-i-2020-det-er-sa-mye-folk-der-ute-at-det-er-helt-enormt/2-1-970725>
- NIST/SEMATECH. (2013). Extreme Value Type I Distribution. <https://www.itl.nist.gov/div898/handbook/eda/section3/eda366g.htm>
- Norges Bank. (2020, 7. mai) Mål og virkemidler i pengepolitikken. <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Mandat-oppgaverpengepolitikk/>
- Norges Bank. (2021). Statsobligasjoner daglige noteringer. [Datasett] <https://www.norges->

bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/StatsobligasjonerRente-Daglige-noteringer/

Norsk senter for forskningsdata. (2021). Personvernulempe.

<https://www.nsd.no/personverntjenester/oppslagsverk-for-personvern-iforskning/personvernulempe/>

Norsk Sportsbransjeforening. (2021). Godt innsalg for tekstilleverandørene.

<https://sportsbransjen.no/nyhetsarkiv/godt-innsalg-for-tekstilleverandorene>

NOU 2014: 13 (2014). Kapitalbeskatning i en internasjonal økonomi.
Finansdepartementet.

OECD (2021). GDP, volume – annual growth rates in percentage. [Datasett]

<https://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=60703>

Olson, S. M., van Bever, D. & Verry, S. (2008). When Growth Stalls. Harvard Business Review 08(3). <https://hbr.org/2008/03/when-growth-stalls>

Oslo Economics (2018). Effekter av å avvikle 350-kronersgrensen på netthandel fra utlandet. <https://osloeconomics.no/publication/effekter-av-a-avvikle-350>

Patentstyret. (2021). Søk Finn varemerker, patenter og design i Norge: Active Brands.

<https://search.patentstyret.no/advanced/#/trademark?cs=active%20brands&size=50>

Pedersen A. (2020, 28. desember). Venter et rush av børsnoteringer til neste år

<https://finansavisen.no/nyheter/finans/2020/12/28/7601253>

Petersen, C. V., Kinserdal, F. & Plenborg, T. (2017). Financial statement analysis: valuation - credit analysis - performance evaluation (Second edition.). Fagbokforlaget.

Pratt, P. S., Grabowski, R. J. (2008). Cost of Capital Applications and Examples. (3. utg.). Wiley.

PWC (2020) Risikopremien i det norske markedet.

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2020.pdf>

PWC. (2019). *Bærekraftsrapport 2019*.

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/baerekraftsrapport-2019-havnasjonennorge-glemmer-havet.htm>

- Reiten, N. & Sundstrøm, E. (2001). En praktisk tilnærming til lånefinansierte oppkjøp. <https://www.magma.no/en-praktisk-tilnaerming-til-laanefinansierte-oppkjoep>
- Rosenbaum, J. & Pearl, J. (2020). Investment Banking : Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions (3rd ed.). Wiley.
- Shiller, R. (2020, 9. juli) Financial Markets; *IPOs undervist av Robert Shiller*. Yale University. [Video] Coursera. https://www.coursera.org/lecture/financial-markets-global/ipos-PNDdZ?fbclid=IwAR3UoS5Az4v_lyd9zsUzRrbHv-xT5VPH7B-ob-ztjNjhWxj_kxvjeR35fxo
- Sirnes, E. (2021, 4. mai). Hausse. Store Norske Leksikon. <https://snl.no/hausse>
- Skjerven, B. (2018, 21. november). 350-kronersgrensen fjernes fra 2020. Sportsbransjen. <https://sportsbransjen.no/no/nyhetsarkiv/350-kronersgrensenfjernes-fra-2020>
- Gårseth-Nesbakk, L. (2021). Proveny. <https://snl.no/proveny>
- Standard & Poor`s Global Ratings Service. (2021). Default, Transition, and Recovery: 2020 Annual U.S. Corporate Default And Rating Transition Study. <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/210506-default-transition-and-recovery-2020-annual-u-s-corporate-default-and-rating-transition-study-11937151>
- Statista (2020). Apparel Report 2020. <https://www.statista.com/study/55501/apparel-report/>
- Statista. (2021a). eCommerce in Norway 2020. <https://www.statista.com/study/70169/ecommerce-in-norway/>
- Statista. (2021b). Global revenue of Adidas, Nike and Puma from 2006 to 2020. <https://www.statista.com/statistics/269599/net-sales-of-adidas-and-puma-worldwide/>
- Statista. (2021c). Under Armour's net sales worldwide from 2015 to 2020. <https://www.statista.com/statistics/544013/international-net-sales-of-under-armour/>
- Statistisk sentralbyrå. (2020a). *Konjunkturtendensene med nasjonalregnskap for 2. kvartal og juli 2020*. <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/attachment/431293?ts=17477eaaaf0>

Statistisk Sentralbyrå. (2020b). *Idrett og friluftsliv, levekårsundersøkelsen.*

<https://www.ssb.no/kultur-og-fritid/statistikker/fritid>

Statistisk sentralbyrå. (2019). Sykefravær. [https://www.ssb.no/arbeid-og-](https://www.ssb.no/arbeid-og-lonn/arbeidsmiljo-sykefravaer-og-arbeidskonflikter/statistikk/sykefravaer)

[lonn/arbeidsmiljo-sykefravaer-og-arbeidskonflikter/statistikk/sykefravaer](https://www.ssb.no/arbeid-og-lonn/arbeidsmiljo-sykefravaer-og-arbeidskonflikter/statistikk/sykefravaer)

Fagervik, R. & Tandberg, K. Å. (2020). Prosjektledelse av børsnoteringer.

<https://www.magma.no/prosjektledelse-av-borsnoteringer>

Tangevald-Jensen, T. (2020, 30. juni). Min tid: Hugo Maurstad. Kapital.

<https://kapital.no/reportasjer/livsstil/2020/06/30/7539136/tidligere-mckinsey-og-altor-topp-om-tid>

TDN Finans. (2015). Europris vil hente inn 850 millioner før børsnotering.

<https://www.dn.no/nordic-capital/asia/goldman-sachs/abg-sundal-collier/europris-vil-hente-inn-850-millioner-for-borsnotering/1-1-5392837>

The Footnotes Analyst (2020). Why you should ‘forward price’ valuation multiples.

<https://www.footnotesanalyst.com/why-you-should-forward-price-valuation>

The Tax Policy Center (2020) Briefing Book.

https://www.taxpolicycenter.org/sites/default/files/briefingbook/tpc_briefing_book_2020.pdf

UCLA. (2021). FAQ: What’s with the different formulas for kurtosis?

<https://stats.idre.ucla.edu/other/mult-pkg/faq/general/faq-whats-with-the-different-formulas-for-kurtosis/>

Verdensbanken (2019). Ease of Doing Business rankings.

<https://www.doingbusiness.org/en/rankings>

Watson, G. & McBride, W. (2021) Evaluating Proposals to Increase the Corporate Tax Rate and Levy a Minimum Tax on Corporate Book Income, Tax foundation.

<https://files.taxfoundation.org/20210224151522/EvaluatingProposals-to-Increase-the-Corporate-Tax-Rate-and-Levy-a-Minimum-Tax-on-Corporate-Book-Income1.pdf>

Tabelloversikt

Tabell 2.1: Krav til børsnotering på Oslo Børs. Kilde: Oslo Børs	14
Tabell 5.1 Hovedfunn fra PESTEL-analyse.	32
Tabell 5.2: VRIO-analyse for Active Brands.	40
Tabell 5.3: Mest anerkjente merkevarer i spots- og fritidsmarkedet i Norge. Kilde: Kantars Merkevareindeks 2020, 2021.	40
Tabell 5.4: SWOT-oppsummering.	51
Tabell 6.1: Omgjøring til IFRS 16.	55
Tabell 6.2: Skattefordel ved avskrivning av goodwill, Kommentar: Merk at WACC endres i terminalperioden som følge av overgang til syntetisk risikofri rente. For plassbesparelse er øvrige linjer og kolonner skjult.	58
Tabell 7.1: Omgruppert resultatregnskap.	59
Tabell 7.2: Omgruppert balanse.	59
Tabell 7.3: Historisk veksttall for Active Brands og Brav.	63
Tabell 7.4: Sammenligning mellom Active Brands og Bravs CCC.	65
Tabell 7.5: Langsiktig likviditet for Active Brands og Brav.	66
Tabell 8.1: Active Brands rentedekningsgrad	71
Tabell 8.2: Komponenter i avkastningskravet til gjelden.	73
Tabell 8.3: Active Brands gjeld over EBITDA.	73
Tabell 8.4: Egenkapitalbeta-beregning for Active Brands.	76
Tabell 8.5 og 8.5: CAPM med ulike risikofri renter.	76
Tabell 8.6 og 8.7: WACC med ulike risikofri renter.	77
Tabell 8.8: Prosjektering av fremtidig kontantstrøm.	77
Tabell 8.9: Selskaps- og egenkapitalverdi ved bruk av verdidrivere i terminalleddet.	83
Tabell 8.10: Selskaps- og egenkapitalverdi ved exit-multippel.	85
Tabell 8.11: Sammenlignbare børsnoterte selskaper.	86

Tabell 8.12: EV-multipler for sammenlignbare, børsnoterte selskap og implisitte multipler for Active Brands ved DCF.	87
Tabell 8.13: Implisitt selskapsverdi for Active Brands ved bruk av median, gjennomsnitt og harmonisk gjennomsnitt av multipler for sammenlignbare og børsnoterte selskaper.	88
Tabell 8.14: Forutsatt endring i gjeld.	88
Tabell 8.15: Verdsettelse med endrende kapitalstruktur og kredittvurdering	89
Tabell 8.16: Selskapsverdi ved ulike verdsettelsesmetoder.	90
Tabell 9.1: Oversikt over forutsetninger i Monte Carlo simulasjon.	93
Tabell 9.2: Resultat fra simulering med hensyn på verdi av egenkapital	95
Tabell 9.3: Sensitivitetsmatrise over egenkapitalverdi ved endringer i RONIC og vekst i terminalleddet (ved verdidrivermetoden) Tall i TNOK.	96
Tabell 9.4: Sensitivitetsmatrise over egenkapitalverdi ved endringer i EV/EBITDA og EBITDA i sluttåret (ved exit-multippel) Tall i TNOK.	96

Figuroversikt

Figur 1.1: Active Brands merkevareportefølje. Kilde: Active Brands, 2021. Illustrasjon: forfatter	10
Figur 1.2 Børsnoteringsintroduksjonsformer, kilde: Ledaal T (2009), illustrasjon: forfatter	12
Figur 5.3: Kvartalsvis endring i BNP. Kilde: OECD (2021).	35
Figur 5.2: Produksjonskostnad pr. time i USD. Kilde: Statista, 2020	36
Figur 5.3: Idrett og friluftsliv, levekårsundersøkelsen. Prosent. Kilde: SSB, 2020b.	37
Figur 5.4: Global endring i netthandel fordelt på segment, fra januar 2020 til november 2020. Kilde: Statista (2021)	37
Figur 7.1: Active Brands ROIC de siste fem årene.	61
Figur 7.2: Omløpshastighet og profittmargin etter skatt.	62
Figur 7.3: ROIC (uten goodwill) for Active Brands og Brav.	62
Figur 7.4: Historiske salgsinntekter og salgsvekst.	63
Figur 7.5: Historisk CCC for Active Brands.	64
Figur 7.6: Likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2 for Active Brands.	65
Figur 7.7: Sammenligning mellom likviditetsgrad 1 for Active Brands og Brav.	66
Figur 7.8: Rentedeckningsgrad og CapEx-rate for Active Brands.	67
Figur 8.1: Historisk og prosjektert salgsinntekter og bruttofortjeneste.	79
Figur 8.2: Prosjektert NOPAT, ROIC og vekst.	81
Figur 8.3: Fossediagram over de ulike komponentene av selskapets egenkapitalverdi (i TNOK).	83
Figur 8.4: Football field valuation chart over selskapsverdien ved de ulike verdsettelsesmetodene. Med +/- 10 prosent usikkerhet.	89
Figur 9.1: Estimert nåverdi av egenkapital med usikkerhetsfordeling. Simulert i @RISK. Tall i milliarder.	92

Figur 9.2: Tornadograf over drivere som påvirker verdien av egenkapitalen. (Inputs rangert etter effekten på output-gjennomsnittet). Simulert med @RISK. Tall i milliarder

Vedlegg

Vedlegg 1

Intervjuguide ved semistrukturerte intervjuer med ledelse i Active Brands 17.02.2021 og kontaktperson i FSN Capital 01.03.2021:

Vi takker for at du har tid til å stille på dette intervjuet med oss. Til info så vil vi ta skriftlige notater i løpet av intervjuet og forholder oss til det regelrammeverket Handelshøyskolen legger frem for GDPR og personvernsopplysninger.

Intervjuguide til semistrukturert intervju med FSN og Active Brands	
Spørsmål	Formål ved spørsmål
Kan du fortelle generelt rundt selskapet og verdikjeden? - Hvor produseres produktene? - Har dere egne fabrikker? - Transporteres produktene til et varelager eller direkte til kunden? - Transporterer dere med båt eller fly? - Hvordan er businessmodellen? - Hva er selskapets visjon og strategi? - Hvilke av merkevarene har hatt størst vekst?	Generell informasjon for å forstå selskapet. Generell informasjon for å forstå selskapet. Generell informasjon for å forstå selskapet. Generell informasjon for å forstå selskapet. Generell informasjon for å forstå selskapet. Generell informasjon for å forstå selskapet. Generell informasjon for å forstå selskapet. Generell informasjon for å forstå selskapet.
Når regner dere med å ha positiv kontantstrøm?	Cash flow
Hva regner dere med å ha i omsetning om 5 år?	Forecasting for base case
Regner dere med å gjøre store investeringer i de kommende årene? - Oppkjøp av konkurrenter (merkevare), oppdartere produktporteføljen?	Forecasting PP&E schedule.
Vi ser at kontantkonverteringssyklusen har vært litt varierende de siste 5 årene. Hvordan fungerer avtalene dere har med kunder og leverandører med tanke på kundens kredittid og leverandørenes kredittid - Er det noe mislighold av kundefordringer, i såfall hvor store er disse i % av salgsinntekter. - Vil du si dere er bedre/ dårligere på å få inn penger raskt enn deres konkurrenter. - Med tanke på at retailbransjen ofte har lenger lagringstid av varer enn andre bransjer.	Forcast Arbeidskapital, OM-KG.
Hvem er deres største konkurrenter? - Både private og børsnoterte selskapet.	Multipelverdsettelse.
I hvilken grad vil du si en børsnotering er en aktuell exit-mulighet?	Problemstilling og oppgavens avgrensning.
Kan dere fortelle om oppkjøpsprosessen og holdingselskapene som har blitt opprettet?	Generell informasjon
Grunnet selskapets eierstruktur, hvilke regnskap vil være hensiktsmessig å bruke når formålet med oppgaven er å gjøre en børsnotering?	Valg av regnskap i historisk periode (2014-2019)
Hva er grunnen til at Active Brands har så mye Goodwill?	IFRS og multipelverdsettelse
Har du et tall/estimat på hvor store leiekontrakter (kostnad/forpliktelser) dere har? - Leiekonstnader må føres som langssiktig gjeld i balansen etter IFRS 16.	IFRS 16

Vedlegg 2

GDPR

All primærdatabehandling må behandles etter *General Data Protection Regulation* (GDPR). Dataen vi innhenter fra kildene i ledelsen er gjort over muntlige telefon- og videokorrespondanser. Dataen oppleves som lav grad av økonomisk interesse, ingen utilgjengelig informasjon er oppgitt utover presiseringer og forutsetningers rimelighet. Det spørres ikke etter sensitive informasjon slik som personvernsopplysninger eller særlige opplysninger som strafferettsdommer. Det er med andre ord en svært lav personvernulempe i dataen vi innhenter (Norsk Senter for forskningsdata, 2021). Formål med data er godt formulert, og samtykke er etablert på forhånd i tillegg til frivillig deltakelse. I tråd med retningslinjer er respondentene anonymisert, og det er ikke gjort opptak av samtalene. Dataen klassifiseres i ytterste grad som gul data, dette betyr at skriftlige og anonymiserte notater er blitt lagret på intern kryptert one-drive i tråd med BIs retningslinjer. Lagring gjøres for å kunne gjennomføre etterprøvbarehet.

Vedlegg 3

Iterativ diskontert kontantstrøm til total kapital med konstant gjeldsrisiko/krav:

<i>Recursive WACC</i>	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Gjeldsandel UB	0.31	0.31	0.31	0.32	0.32	0.33
Gjeldsgrad UB	0.45	0.45	0.46	0.47	0.47	0.48
Relevered equity beta IB		1.15	1.15	1.15	1.15	1.16
Relevered cost of equity IB		6.74%	6.73%	6.75%	6.77%	6.78%
EBIT	128,470	148,507	165,900	172,325	162,562	168,506
Estimert rentekost f.s.	31,311	36,383	37,115	37,847	38,579	39,311
Rentedeckningsgrad	2.14	2.14	2.14	2.14	2.14	2.14
Kredittrating	B2/B	B2/B	B2/B	B2/B	B2/B	B2/B
Effektiv rente f.s.	5.17%	5.17%	5.17%	5.17%	5.17%	5.17%
Gjeldsbeta	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
WACC IB		5.38%	5.38%	5.38%	5.37%	5.36%
Continuation value @ WACC	7.26%					2,374,146
EV @ end of year		2,273,922	2,321,423	2,343,066	2,354,950	2,370,308
Differanse fra base-case		- 1,759				

Vedlegg 4 – begrepsliste

BS – Balance sheet

DCF – Discounted Cash Flow

EBIT – Earnings before interest and taxes

EBITA - Earnings before interest, taxes and amortization

EBITDA – Earnings before interest, taxes, depreciations and amortization

EV – Enterprise Value

FCF – Free Cash Flow

IPO – Initial Public Offering

M&A – Mergers and Acquisitions

PE – Private Equity

PV – Present Value

P&L – Profit & Loss Statement

ROIC – Return on Invested Capital

RONIC – Return on New Invested Capital

TV – Terminal Value

Eksternt vedlegg - Skjermbilder av Excel filer.

På grunn av DigiExs størrelsesbegrensninger på vedlagte dokumenter, får vi dessverre ikke lagt ved hele Excel-modellen samt beta-utregninger.

Filen var for stor (32MB>6MB som var tillatt). Det er heller ikke mulig å komprimere en Excel-fil. Vi kontaktet eksamenskontoret i søk etter en alternativ løsning på dette problemet. Løsningen vi kom frem til var at utklipp fra Excel-modellen legges ved i ekstern pdf-fil.

Videre ble vi anbefalt å sende Excel-filen til info@bi.no for å få denne videresendt til eksamenskontoret som kan igjen videresende denne til sensor ved retting av oppgaven. Vi vil kun legge ved ID-nummer. Forhåpentligvis følges dette opp av BI. Dersom dette ikke er tilfelle, anbefaler vi å kontakte Eksamenskontoret for filen.