



# Handelshøyskolen BI

## BTH 36201 Bacheloroppgave - Økonomi og administrasjon

Bachelor thesis 100% - W

### Predefinert informasjon

<b>Startdato:</b>	10-01-2022 09:00	<b>Termin:</b>	202210
<b>Sluttdato:</b>	03-06-2022 12:00	<b>Vurderingsform:</b>	Norsk 6-trinns skala (A-F)
<b>Eksamensform:</b>	D		
<b>Flowkode:</b>	202210  10374  IN17  W  D		
<b>Intern sensor:</b>	(Anonymisert)		

### Deltaker

Navn:

### Informasjon fra deltaker

Tittel \*:

Navn på veileder \*:

Inneholder besvarelsen  
konfidensielt  
materiale?:  Nei

Kan besvarelsen  
offentliggjøres?:  Ja

### Gruppe

Gruppenavn:

Gruppenummer:

Andre medlemmer i  
gruppen:

**Bacheloroppgave ved  
Handelshøyskolen BI**

Verdsettelse av SATS ASA

# **SATS**

Eksamenskode og navn:

**BTH 36201 – Bacheloroppgave i økonomi og administrasjon**

**Utleveringsdato:**

**10.01.2022**

**Innleveringsdato:**

**03.06.2022**

BI Oslo

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

# Innholdsfortegnelse

<b>Figuroversikt</b> .....	<b>v</b>
<b>Tabelloversikt</b> .....	<b>vii</b>
<b>Vedlegg</b> .....	<b>ix</b>
<b>Forord</b> .....	<b>xi</b>
<b>Sammendrag</b> .....	<b>xii</b>
<b>1. Innledning</b> .....	<b>1</b>
1.1 Formål .....	1
1.2 Problemstilling .....	1
1.3 Avgrensning og begrensninger.....	1
1.3.1 Kildebruk .....	1
1.3.2 Tidsbegrensning .....	2
1.4 Oppgavens oppbygning.....	2
<b>2. Om selskapet og bransjen</b> .....	<b>3</b>
2.1 SATS ASA .....	3
2.2 Historikk og utvikling.....	4
2.3 Eierskap, administrasjon og ledelse .....	7
2.4 Beskrivelse av bransjen .....	8
2.5 Utviklingen av bransjen.....	11
<b>3. Teoretisk forankring</b> .....	<b>15</b>
3.1 Årsaker til konkurransekraft .....	15
3.1.1 Porters posisjoneringsskole .....	16
3.1.2 Det ressursbaserte synet (RBV).....	17
3.2 Verdibegrepet .....	18
3.3 Kapitalverdimodellens begrensninger .....	19
3.4 Realopsjonsteori .....	20
<b>4. Utredningsmetode</b> .....	<b>22</b>
4.1 Forberedelse .....	22
4.1.1 Tilnærming .....	22
4.2 Datainnsamling .....	23
4.2.1 Forskningsstrategi .....	23
4.2.2 Datagrunnlaget .....	23

4.3	Dataanalyse .....	23
4.3.1	Analyseverktøy .....	24
4.3.2	Metodologiske kvaliteter og begrensninger .....	24
<b>5.</b>	<b>Finansiell metode .....</b>	<b>25</b>
5.1	Verdsettingsmetoder .....	25
5.1.1	Nåverdimetoder .....	25
5.1.2	Relativ verdsettelse .....	29
5.2	Totalkapitalens avkastningskrav .....	30
5.2.1	Egenkapitalens avkastningskrav .....	31
5.2.2	Beregning av totalkapitalens avkastningskrav .....	35
5.3	Konsistensbetingelser .....	37
<b>6.</b>	<b>Regnskapsanalyse .....</b>	<b>38</b>
6.1	Vurdering av regnskapskvaliteten .....	38
6.2	Presentasjon av rapporterte regnskapstall .....	39
6.3	Reorganisering av regnskapet .....	42
6.3.1	Justering for leasing .....	42
6.3.2	Reorganisering av resultatregnskapet .....	42
6.3.3	Reorganisering av balanseregnskapet .....	44
6.4	Lønnsomhetsanalyse .....	46
6.5	Vekstanalyse .....	51
6.6	Likviditetsanalyse .....	54
6.6.1	Kortsiktig likviditetsrisiko .....	54
6.6.2	Langsiktig likviditetsrisiko .....	57
6.7	Trendanalyse .....	61
6.7.1	Trendanalyse av resultatregnskapet .....	61
6.7.2	Trendanalyse av balanseregnskapet .....	62
<b>7.</b>	<b>Strategiske analyser .....</b>	<b>64</b>
7.1	Makroanalyser .....	64
7.1.1	Inflasjon .....	64
7.1.2	Valutakurser .....	65
7.1.3	Kjøpekraft .....	66
7.1.4	Rentenivå .....	69
7.1.5	Demografi .....	69

7.1.6	Teknologi.....	70
7.1.7	Utvikling i internasjonal økonomi .....	70
7.1.8	Utvikling i nasjonal økonomi .....	71
7.1.9	Utsikter for bransjen .....	71
7.2	Intern analyse.....	72
7.2.1	Verdikjedeanalyse .....	72
7.2.2	VRIO-analyse .....	74
7.3	Ekstern analyse .....	76
7.3.1	PESTEL .....	77
7.3.2	Porters fem krefter.....	81
7.4	SWOT.....	84
7.4.1	Styrker .....	84
7.4.2	Svakheter .....	84
7.4.3	Muligheter.....	85
7.4.4	Trusler .....	85
7.4.5	Oppsummering av SWOT-analysen.....	86
<b>8.</b>	<b>Fremtidsprognose .....</b>	<b>87</b>
8.1	Fremtidsprognosens lengde.....	87
8.2	Prognose av resultatregnskapet.....	87
8.2.1	Inntekter.....	88
8.2.2	Kostnader .....	88
8.3	Prognose av balanseregnskapet.....	89
8.3.1	Eiendeler .....	89
8.3.2	Finansiering .....	89
<b>9.</b>	<b>Verdivurdering .....</b>	<b>90</b>
9.1	Nåverdimetodene .....	90
9.1.1	Diskontert kontantstrømsmetoden .....	90
9.1.2	Diskontert meravkastning .....	91
9.2	Relativ verdsettelse.....	93
<b>10.</b>	<b>Usikkerhetsbetraktninger.....</b>	<b>95</b>
10.1	Sensitivitetsanalyse .....	95
10.2	Scenarioanalyse.....	96
10.3	Monte Carlo-simulering .....	100

<b>11. Drøfting av analyseresultatene.....</b>	<b>102</b>
<b>12. Kritikk av analysen .....</b>	<b>103</b>
<b>13. Konklusjon .....</b>	<b>104</b>
<b>Litteraturliste.....</b>	<b>105</b>

## Figuroversikt

Figur 1. Verdien av SATS aksjer sammenlignet med OSEBX

Figur 2. Eierskap fordelt på land

Figur 3. Sammenligning av ACTIC, SATS Sverige og Fitness 24Seven

Figur 4. Sammenligning av Fitness 24Seven og SATS Finland

Figur 5. Sammenligning av Fitness World og SATS Danmark

Figur 6. Regresjonsmodell for råbeta

Figur 7. Reorganisert resultatregnskap graf

Figur 8. Reorganisert balanseregnskap graf

Figur 9. ROIC etter skatt graf

Figur 10. ROE graf

Figur 11. ROA graf

Figur 12. Sammenligning ROIC etter skatt og WACC graf

Figur 13. Vekstanalyse graf

Figur 14. Likviditetsgrad 1 graf

Figur 15. Likviditetsgrad 2 graf

Figur 16. Operasjonell kontantstrøm til kortsiktig gjeld graf

Figur 17. Egenkapitalandel graf

Figur 18. Operasjonell kontantstrøm til langsiktig gjeld graf

Figur 19. Rentedekningsgrad graf

Figur 20. Trendanalyse resultatregnskap graf

Figur 21. Trendanalyse balanseregnskap graf

Figur 22. Noterte vekslingskurser i NOK for EUR

Figur 23. Noterte vekslingskurser i NOK for USD

Figur 24. Utsikter til konsumvekst

Figur 25. Utsikter til høyere utlånsrenter

Figur 26. Porters fem krefter

Figur 27. Base case graf

Figur 28. Bull case graf

Figur 29. Bear case graf

Figur 30. Monte Carlo graf

## Tabelloversikt

Tabell 1. Nøkkeltall for SATS i 2021 fordelt på land

Tabell 2. Personer over 16 år som har deltatt på treningsaktiviteter de siste 12 måneder: Norge

Tabell 3. Personer over 16 år som har deltatt på treningsaktiviteter de siste 12 måneder: Sverige

Tabell 4. Gjennomsnittlig prisøkning i medlemskap ved treningssenter, jan 2014 - aug 2015

Tabell 5. Beregning av gjeldskostnad

Tabell 6. Beregning av WACC

Tabell 7. Regnskapskvalitet hos SATS

Tabell 8. Resultatregnskap (2016-2021)

Tabell 9. Eiendeler (2016-2021)

Tabell 10. Egenkapital og gjeld (2016-2021)

Tabell 11. Reorganisert resultatregnskap (2016-2021)

Tabell 12. Reorganisert balanseregnskap (2016-2021)

Tabell 13. ROIC etter skatt (2016-2021)

Tabell 14. ROE (2016-2021)

Tabell 15. ROA (2016-2021)

Tabell 16. Historiske verdier ROIC, ROE, ROA og WACC (2016-2021)

Tabell 17. Sammenligning ROIC etter skatt og WACC (2016-2021)

Tabell 18. Vekstanalyse (2017-2021)

Tabell 19. Likviditetsgrad 1 (2016-2021)

Tabell 20. Likviditetsgrad 2 (2016-2021)

Tabell 21. Operasjonell kontantstrøm til kortsiktig gjeld (2016-2021)

Tabell 22. Egenkapitalandel (2016-2021)

Tabell 23. Operasjonell kontantstrøm til langsiktig gjeld (2016-2021)

Tabell 24. Rentedekningsgrad (2016-2021)

Tabell 25. Altman Z-score (2019-2021)

Tabell 26. Trendanalyse resultatregnskap (2016-2021)

Tabell 27. Trendanalyse balanseregnskap (2016-2021)

Tabell 28. Harmonisert KPI, månedlige data 06/2021-12/2021, vekst (t/t-1)

Tabell 29. Harmonisert KPI, månedlige data 06/2021-12/2021, 2015=100

Tabell 30. Sammenlikning av prisnivå i Europa, 22. desember 2021



Tabell 31. Andel personer etter sosiale goder, kjønn, alder og år (prosent)

Tabell 32. Befolkningsprogresjon for Danmark, Finland, Sverige og Norge (2020-2100)

Tabell 33. Økonomiske indikatorer: USA, Kina, EU, Japan, Tyskland, UK, årsslutt 2021

Tabell 34. Økonomiske indikatorer: Danmark, Finland, Sverige, Norge, årsslutt 2021

Tabell 35. Verdikjedeanalyse

Tabell 36. VRIO-analyse

Tabell 37. PESTEL-analyse

Tabell 38. SWOT-analyse

Tabell 39. Oppsummering av resultatregnskapsprognose

Tabell 40. Oppsummering av balanseregnskapsprognose

Tabell 41. Selskapsverdimodellen

Tabell 42. Egenkapitalmodellen

Tabell 43. EVA-modellen

Tabell 44. RI-modellen

Tabell 45. Oppsummering av modellene

Tabell 46. Sammenligning på utvalgte multipler

Tabell 47. MVE basert på utvalgte multipler

Tabell 48. Sensitivitet i estimert aksjekurs basert på  $R_e$  og  $g$

Tabell 49. Sensitivitet i egenkapitalens avkastningskrav

Tabell 50. Sensitivitet i aksjekurs ved estimering av  $R_m$  og Beta

Tabell 51. Base case

Tabell 52. Bull case

Tabell 53. Bear Case

Tabell 54. Verdidrivere i ulike scenarier

## Vedlegg

1. Litteratormatrise
2. Fremdriftsplan
3. Eierstruktur
4. Historisk selskapsdata
5. Resultatregnskap
6. Balanseregnskap
7. Reorganisert resultatregnskap
8. Reorganisert balanseregnskap
9. WACC-beregning
10. Trendanalyse
11. Trendanalyse av resultatregnskap
12. Trendanalyse av balanseregnskap
13. Lønnsomhetsanalyse
14. Vekstanalyse
15. Likviditetsanalyse
16. Fri kontantstrøm
17. Fremtidsprognose av regnskapstall
18. Fremtidsprognose av resultatregnskap
19. Fremtidsprognose av balanseregnskap
20. Fremtidsprognose av fri kontantstrøm
21. Verdsettelsesmodeller
22. DCF – Selskapsverdimodellen
23. DCF – Egenkapitalmodellen
24. EVA-modellen
25. RI-modellen
26. Sammendrag av nåverdimetodene
27. Multiplikatormodellen
28. Regnskapskvalitet
29. Sensitivitetsanalyse
30. Sensitivitet i estimert aksjekurs

31. Sensitivitet i egenkapitalens avkastningskrav
32. Sensitivitet i aksjekurs ved estimering av  $R_m$  og Beta
33. Scenarioanalyse
34. Base case
35. Bear case
36. Bull case
37. Oppsummering av scenarioanalysen
38. Monte Carlo-simulering

## Forord

Denne bacheloroppgaven i økonomi og administrasjon har et omfang på 15 studiepoeng og er skrevet som den avsluttende delen av bachelorstudiet i økonomi og administrasjon ved Handelshøyskolen BI, Oslo.

Jeg har valgt å foreta en verdsettelsesanalyse av SATS ASA på grunn av forventet læringsutbytte, som en øvelse i å anvende sentrale økonomiske og administrasjonsfaglige teorier på en bedrift jeg har interesse for. Arbeidet med oppgaven er relevant for min videre karriere og har vært svært lærerikt.

Jeg vil rette en stor takk til veilederen min, Tor Tangenes, for god veiledning, rask respons, og godt samarbeid. Jeg ønsker også å takke de som har bidratt med korrekturlesning og gitt hjelpsomme tilbakemeldinger på utkast til denne oppgaven.

SATS ASA er Nordens største treningscenterkjede med 250 treningssentre i Norge, Sverige, Finland og Danmark, nærmere 10 000 ansatte og 70 0000 medlemmer. Hovedkontoret ligger i Oslo. SATS tilbyr gruppetrening, spinning, yoga, styrketrening og personlig trening, og omfatter merkevarene SATS, Elixia, Fresh Fitness, HiYoga og Mentra by SATS. SATS driver egen utdanning av instruktører og personlige trenere.

SATS ASA ble børsnotert på Oslo Børs i oktober 2019. Ved årsslutt 2021 var SATS verdt NOK 5,5 milliarder fordelt på en markedsverdi på NOK 3,6 milliarder og netto gjeld på NOK 1,8 milliarder eksklusive leieforpliktelser.

Virksomheten i Norge bidro med 42% av totalinntektene i 2021. Den norske porteføljen besto da av 79 SATS-sentre, 31 Fresh Fitness-sentre og 2 HiYoga-sentre. Sverige sto for 39% av inntektene mens Finland bidro med 9%, under merket Elixia. Virksomheten i Danmark bidro med 10 % av inntektene.

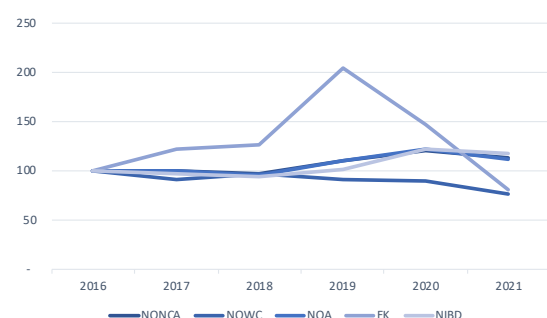
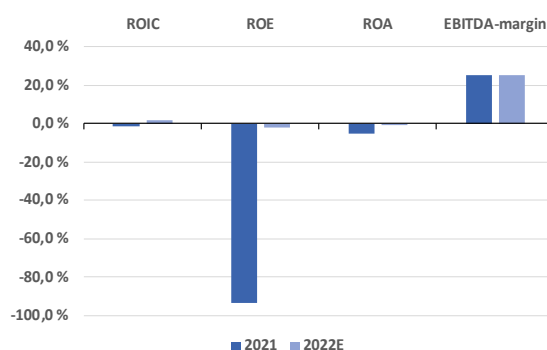
SATS er størst i fitnessbransjen i Norge og Sverige og har en solid markedsandel i Danmark og Finland. Merkevarene er sterke, og SATS er konkurransedyktig på tilgjengelighet. Prognosene indikerer en meget positiv utvikling i bransjen.

Med en sluttkurs på SATS-aksjen i 2021 på NOK 21,10 og en estimert aksjeverdi på NOK 25,67 basert på nåverdi og multiplikator-verdsettelse gis det en kjøpsanbefaling.

## Anbefaling

KJØP

Estimert pris	kr. 25,67
Pris 31.12.21	kr. 21,10
Endring (%)	17,80



OSEBX x



Kilde: Nordnet

## Nøkkeltall

Selskapsverdi (NOKM)	5,5
WACC (%)	5,82
Antall aksjer	170 851 309
Free float (%)	35
NIBD (M)	1 826

# 1. Innledning

## 1.1 Formål

Formålet med denne oppgaven er å foreta en verdivurdering basert på en fundamental analyse av det børsnoterte selskapet SATS ASA, en treningssenterkjede som har virksomhet i Norge, Sverige, Danmark og Finland. Verdiestimatene jeg vil utarbeide reflekterer underliggende økonomiske forhold for bedriften og bedriftens forventede utsikter. Det endelige verdiestimatet vil bli sammenlignet med bedriftens estimerte markedsverdi ved årsslutt 2021. Ved å gjøre disse estimatene kan jeg avgjøre om aksjene i SATS ASA er over- eller underpriset, eller riktig priset. Dette gir videre grunnlag for å gi en anbefalt handlingsstrategi for en tenkt investor med hensyn til om investoren bør kjøpe, selge eller holde på aksjer i SATS ASA.

## 1.2 Problemstilling

Oppgaven utreder en todelt problemstilling; en overordnet hovedproblemstilling og en underproblemstilling. Hovedproblemstillingen jeg ønsker å undersøke er:

***“Hva var den estimerte verdien av én aksje i SATS ASA den 31.12.2021?”***

Underproblemstillingen er:

***“Burde en tenkt investor kjøpe, holde eller selge aksjen?”***

## 1.3 Avgrensning og begrensninger

### 1.3.1 Kildebruk

Som kildemateriale for verdsettelsen har jeg kun brukt offentlig tilgjengelig informasjon om SATS ASA og andre bedrifter i samme bransje. Jeg har hentet informasjon fra flere forskjellige databaser (Proff, finske Asiakastieto, svenske Purehelp, danske Datacvr), Brønnøysundregistrene og bedriftenes nettsider (spesielt Satsgroup.com), med søkelys på årsrapporter. Jeg har også brukt allment tilgjengelig informasjon om den økonomiske

utviklingen i Norge fra Regjeringens nettsider, og statistiske data om aktivitets- og forbruksmønstre fra Norge og Sverige. Jeg har ikke hatt kontakt med interne kilder hos SATS. Jeg har med andre ord samlet informasjon som en ekstern analytiker ville ha gjort.

### 1.3.2 Tidsbegrensning

Materialene jeg har brukt for regnskapsanalysen dekker perioden fra 01.01.2016 til tidspunktet for verdsettelsen, dvs. 31. 12.2021. Dette gjelder også materialer jeg har samlet inn om konkurrentene.

Verdsettelsesdatoen er 31.12.2021. Jeg vil sammenligne den estimerte aksjeprisen mot børskursen samme dag, som var kr. 21,10 per aksje. I verdsettingen har jeg kun tatt hensyn til informasjon som var gjeldende den 31.12.2021.

For å unngå at COVID-19-pandemien får urimelig stor betydning for analysen har jeg tatt med flere år før pandemien i historikken.

## 1.4 Oppgavens oppbygning

Kapittel 1 (Innledningen) beskriver oppgavens formål, problemstilling, avgrensninger og begrensninger. Kapittel 2 gir en presentasjon av bedriften og bransjen. Kapittel 3, 4 og 5 er teoretiske kapitler som omhandler strategiske og økonomiske teorier, i tillegg til å presentere oppgavens metodikk, analyseverktøyer og verdsettelsesmetoder. Kapittel 6 inneholder regnskapsanalyser som beskriver SATS ASA og bedriftens underliggende økonomiske forhold over tid, og de økonomiske forholdene i fitness-/treningsbransjen. I kapittel 7 presenterer jeg strategisk analyser. Disse beskriver både interne og eksterne faktorer SATS er påvirket av. I kapittel 8 trekker jeg på analysene i kapittel 6 og 7 og gir en prognose for bedriftens fremtidsutsikter. I kapittel 9 presenteres resultatene fra verdivurderingen. Kapittel 10 beskriver usikkerhetsbetraktninger ved hjelp av en sensitivitetsanalyse, en scenarioanalyse, og en Monte Carlo-simulering. Kapittel 11 drøfter analyseresultatene, mens kapittel 12 gir kritiske perspektiver på analysen. Kapittel 13 svarer på problemstillingen og konkluderer med en anbefalt handlingsstrategi for en tenkt investor.

## 2. Om selskapet og bransjen

### 2.1 SATS ASA

SATS ASA er Nordens største treningssenterkjede med ca. 250 treningssentre i Norge, Sverige, Finland og Danmark, nærmere 10 000 ansatte og nesten 700 000 medlemmer. Hovedkontoret ligger i Nydalen i Oslo.

Navnet SATS er en forkortelse for «Sport Aerobic Trenings Senter». SATS tilbyr treningsaktiviteter i form av styrketrening, gruppetrening, sykling/spinning, yoga og personlig trening, og omfatter merkevarerne SATS, Elixia, Fresh Fitness, HiYoga og Mentra by SATS. Bedriften tilhører bransjen Kroppspleie og fysisk velvære. SATS driver egen utdanning og sertifisering av instruktører og personlige trenere.

Medlemmer av SATS har mulighet for å skreddersy treningsopplegget sitt for å møte sine individuelle treningsbehov. SATS tilbyr gode fasiliteter for individuell trening, et bredt utvalg av gruppetrening og høyt kvalifiserte personlige trenere (SATS 2022a: 5). SATS holder også søkelys på å støtte medlemmene utenfor treningssentrene, gjennom nettbasert opplæring og digitale treningsverktøy. SATS jobber kontinuerlig med trendforskning og innovasjon for å være bransjens beste og mest fremtidsrettede treningsskjede (SATS 2022a: 5).

SATS ASA ble børsnotert på Oslo Børs i oktober 2019. Aksjesymbolet er SATS. Den 31. desember 2021 var SATS verdt NOK 5,5 milliarder fordelt på en markedsverdi på NOK 3,6 milliarder og netto gjeld på NOK 1,8 milliarder eksklusive leieforpliktelser (SATS 2022a: 5).

SATS ASA eier 100% av aksjene i Fresh Fitness (Org nr 995 415 569), SATS Danmark AS (CVR nr 20370599), SATS Finland Oy (0459885-5), og SATS Norway AS (Org nr 892 625 522), mens SATS Norway AS eier 100% av aksjene i SATS Vest AS (Org nr 948 942 003).

SATS driver virksomhet i fire nordiske land: Norge, Sverige, Finland og Danmark.

Virksomheten i Norge ga SATS 42 % av de totale inntektene i 2021. Med dette var Norge det største driftssegmentet. Porteføljen i Norge besto av 79 SATS-sentre, 31 Fresh Fitness-sentre og to HiYoga-sentre ved årsslutt 2021, hvorav 64 sentre ligger i Stor-Oslo. Samlet hadde SATS 302 000 medlemmer i Norge. Med dette er SATS den største operatøren av treningssentre i Norge (SATS 2022b: 14).



Sverige er det nest største driftssegment, med 39 % av konsernets inntekter i 2021. De svenske sentrene hadde 229 000 medlemmer ved årsslutt 2021. Porteføljen i Sverige besto av 88 sentre over hele landet, med en klynge på 71 sentre i Stockholms-området. Tre nye sentre ble åpnet i 2021, hvorav ett senter ligger i Stockholm (SATS 2022b: 15).

I Finland driver SATS under merket Elixia. Virksomheten i Finland bidro med 9% av de totale inntektene i 2021. Det var 64 000 Elixia-medlemmer i Finland ved utgangen av 2021. Av de 32 sentrene i Finland ligger 24 sentre i eller i nærheten av Helsinki. To nye sentre ble åpnet i 2021 (SATS 2022b: 16).

Virksomheten i Danmark bidro med 10 % av de totale inntektene i 2021. Det var totalt 30 treningssentre med 73 000 medlemmer i Danmark ved utgangen av 2021. Alle disse sentrene lå i eller i nærheten av København. Til forskjell fra de andre landene ble det ikke åpnet noen nye SATS-sentre i Danmark i 2021 (SATS 2022b: 17).

## 2.2 Historikk og utvikling

SATS ble grunnlagt i Norge i 1995 og hadde da 8 treningssentre. Selskapet utvidet senere til Sverige (1999) og Danmark (2000). I 2001 ble Elixia etablert med 16 treningssentre i Finland og Norge. I 2003 startet også SATS aktiviteter i Finland. I 2006 kjøpte danske Tryghedsgruppen SATS. I 2010 ble treningsskjeden Fresh Fitness lansert som et lavkost alternativ (SATS 2022b: 6).

I 2011 ble Elixia kjøpt opp av Altor (Fund III). I 2013 kjøpte danske Tryghedsgruppen og svenske Altor de 'sterkeste og mest respekterte merkevarerne i den nordiske treningsbransjen' og samler dem i selskapet Health & Fitness Nordic (HFN Holding AS). Merkevarerne under Health & Fitness Nordic var SATS, Elixia, Fresh Fitness, SAFE og Metropolis. Før sammenslåingen eide Tryghedsgruppen 124 sentre med to hovedmerker – SATS og Fresh Fitness – og var dermed det ledende treningskonsernet i Norden med aktiviteter i Sverige, Norge, Danmark og Finland. Altor eide 57 Elixia treningssentre i Norge og Finland. Etter sammenslåingen eide Health & Fitness Nordic 181 treningssentre med nærmere 500 000 medlemmer og mer enn 2000 ansatte. Den samlede omsetningen var på ca. NOK 2,5 milliarder (FIH Partners 2013, Karlsson 2013).

I 2016 lanserte SATS online-trening og flere nisje-produkter, inkludert HiYoga, Build'n Burn, og kampsport. I 2018 endret HFN Holding navn til SATS. Samtidig fikk alle Elixia-sentrene i Norge og 22 Fresh Fitness-sentre navnet SATS/Elixia.

I 2019 ble SATS ASA børsnotert på Oslo Børs. SATS kjøpte også selskapet Fitness Danmark, med 39 treningsentre. Dermed var SATS tilbake i det danske markedet, etter at de forlot Danmark i 2013. I 2020 ekspanderte SATS ved å åpne 15 ny treningsentre: seks i Norge, syv i Sverige og to i Finland.

**Tabell 1. Nøkkeltall for SATS i 2021 fordelt på land**

<b>Direct economic value generated and distributed in 2021</b> (GRI indicator: 201-1, 102-12)						
	Norway	Sweden	Finland	Denmark	Group functions and other	Total
<i>MNOK</i>						
Revenue	1 366	1 256	292	333	0	3 247
Operating costs	379	329	112	150	45	925
Employee wages and benefits	589	552	136	119	3	1 399
Payments to providers of capital	103	45	21	32	97	298
Payments to government	-30	-13	-2	-2	-23	-70

*Kilde: SATS Sustainability Report 2022*

Korona-pandemien førte til at SATS måtte stenge alle sine treningsentre i mars 2020. Sentrene var stengt til juni 2020, og ble deretter gjenåpnet. I november 2020 måtte sentrene stenge igjen. Heldigvis kom myndighetene med en redningspakke i en størrelsesorden SATS var fornøyd med (Vaage 2020).

Da sentrene gjenåpnet i mai 2021 var det med midlertidige begrensninger i antall medlemmer på hver gruppetrening og hvor mange som fikk tilgang samtidig. Likevel strømmet medlemmene tilbake etter gjenåpningen (Grini 2021).

I 2021 åpnet SATS ni nye treningsentre og lanserte Mentra by SATS, et interaktivt digitalt treningstilbud med direkte sendte treningsøkter med personlige trenere og et bibliotek med videoer for styrketrening, kondisjonstrening, yoga og dans. Mentra by SATS retter seg mot nye kunder som vil trene utenfor sentrene og tilbyr individuelt tilpassede treningsopplegg av høy kvalitet (SATS 2022b: 6).

I 4. kvartal av 2021 var de samlede inntektene fra norske SATS-sentre NOK 464 millioner. Dette var en økning på 42 prosent sammenlignet med samme kvartal i 2020. Samtidig økte medlemstallet med 16 000 medlemmer til tross for at det fortsatt var antallsbegrensninger og forbud mot gruppetreninger mellom oktober og desember 2021 (Brodahl 2022). Dermed gikk norske SATS ut av året 2021 med like mange medlemmer som ved slutten av 2019.



**Figur 1. Verdien av SATS aksjer sammenlignet med OSEBX**

*Kilde: Nordnet*

Da SATS ASA ble børsnotert ble IPO-prisen satt til NOK 23,50 per aksje (Oslo Børs 2019). Den samlede nytegningen var på 63 500 000 aksjer, hvorav 57 712 432 aksjer til en samlet verdi av NOK 1,356 milliarder ble lagt ut for IPO-salg, og 5 787 568 aksjer (ca. 10%) var reservert for opsjoner. Av disse fikk SATS Group AS opsjon på 3 500 000 aksjer (ca. 60%). Etter tegningen eide SATS Group AS 61.8% av aksjene, mens SATS Management Invest AS eide 5.5% og Hansemgruppen Holding AS eide 0.8%, før en eventuell benyttelse av opsjoner. Aksjonærene i SATS Group AS; Elixia Holding IV AS og Tryghedsgruppen SMBA, fikk med dette indirekte eierskap på 31.5% (Elixia) og 30.3% (Tryghedsgruppen) forutsatt at de ikke benyttet seg av opsjoner, og 29.8% og 28.6% dersom de benyttet seg av opsjoner. Dette ga en 'free float' på 32-35% av aksjene (Oslo Børs 2019). På selskapets generalforsamling den 11. mai 2021 fikk styret mandat til å innhente ny kapital ved nyemisjon av aksjer.

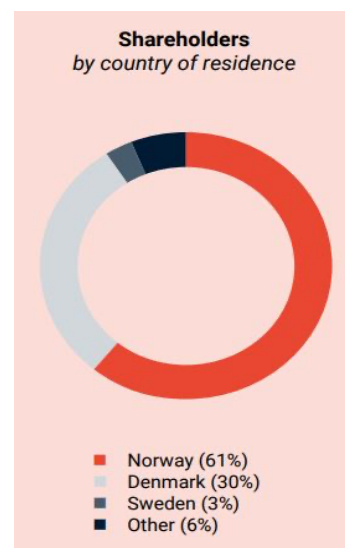
Ved årsslutt 2021 var det totalt 170 851 309 aksjer (SATS 2022b: 66) til en verdi av NOK 3,6 milliarder. Kursen for SATS-aksjen per 31.12.2021 var kr. 21,10.

Ved nyemisjonen i februar 2022 ble prisen per nye aksje satt til kr. 19,50. Nyemisjonen på 30,8 millioner aksjer ble fordelt på to transjer (SATS 2022c: 2; SATS 2022d). Den 10. mars 2022 ble det avholdt ekstraordinær generalforsamling for å fatte vedtak om allokering av aksjene i Transje 2, og registrering av kapitalforhøyelsen i Foretaksregisteret (SATS 2022e: 2). Resultatet av nyemisjonen var en kapitaløkning på NOK 600 millioner og en samlet aksjebeholdning på 203 046 142 aksjer. Merk at jeg ikke tar hensyn til nyemisjonen i verdsettelsen jeg utfører i denne oppgaven. Det er likevel interessant å sammenligne verdsettelsen av verdien per 31.12.2021 i denne oppgaven med verdsettelsen som ble gjort i forbindelse med nyemisjonen.

### 2.3 Eierskap, administrasjon og ledelse

De største aksjonærene er TG Nordic Invest ApS (eid av Tryghedsgruppen) og AF III HOLDCO (kontrollert av Altor Equity Partners), som til sammen eier over 50% av aksjene (SATS 2022b: 20). Tryghedsgruppen eide per 31.12.2021 29,9% av aksjene. AF III HOLDCO eide per 31.12.2021 24,1% av aksjene.

Administrerende direktør i SATS er Sondre Gravir. Økonomisjef er Cecilie Elde. Styrets leder er Hugo Maurstad. SATS har også landssjefer for Norge, Finland, og Sverige/Danmark.



**Figur 2. Eierskap fordelt på land**

*Kilde: SATS (2022b: 19)*

SATS er medlem av bransjeorganisasjoner i alle de nordiske landene. I Norge er SATS medlem av bransjeorganisasjonen Virke. I tillegg er SATS medlem av den internasjonale bransjeorganisasjonen IHRSA (International Health, Raquet & Sportsclub Association).

SATS jobber aktivt med antidoping og har også samarbeid med antidopingforeninger i alle de nordiske landene. I Norge samarbeider SATS med Antidoping Norge. Videre har bedriften et samarbeid med den uavhengige Antidopingstiftelsen Pure for Sure.

SATS støtter FNs veiledende prinsipper for virksomhet og menneskerettigheter (Guiding Principles on Business and Human Rights) og de ti prinsippene i FNs Global Compact, og har lovet å drive virksomhet i samsvar med disse prinsippene (SATS 2021a: 5).

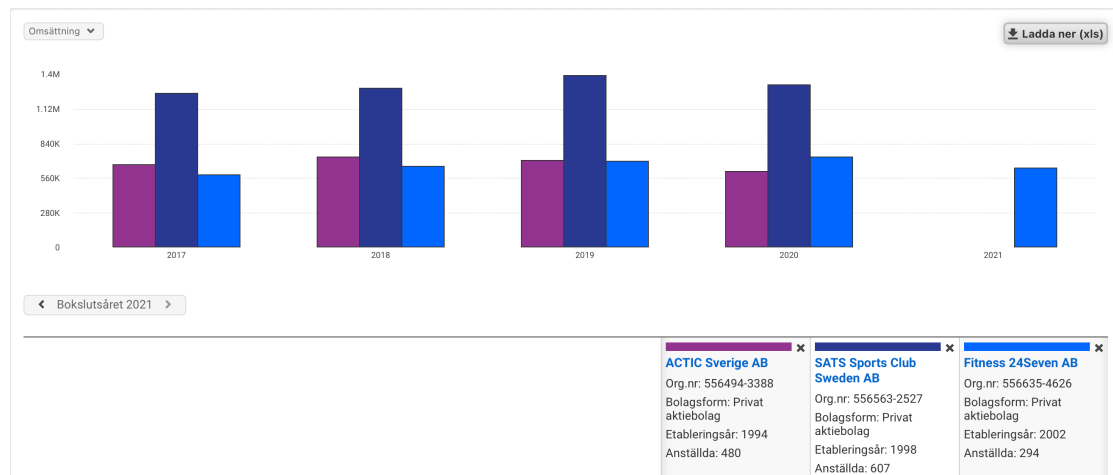
## 2.4 Beskrivelse av bransjen

SATS ASA har som formål å: 'Tilby produkter og tjenester innenfor helse-, trenings-, massasje- og solstudiovirksomhet, samt lignende virksomhet og alt som er forbundet med dette, inklusive å eie aksjer i andre selskaper som driver tilsvarende virksomhet' (Brønnøysundregistrene 2022).

Når jeg skal beskrive 'bransjen' for SATS sin virksomhet er det viktig å ta hensyn til at SATS har aktiviteter i fire nordiske land: Norge, Sverige, Finland og Danmark. De ulike bedriftene er dessuten registrert under flere forskjellige bransjekoder. SATS ASA er registrert med bransje 'Virksomhet knyttet til kroppspleie og fysisk velvære' (NACE kode 96.040), mens SATS Norway AS er i bransjen 'Treningssentre og andre sportsaktiviteter' (NACE kode 93.130), der også Norges Fotballforbund og Norges Håndballforbund er registrert (proff.no). SATS Finland Oy er i bransjene 'Andre fornøyles- og rekreasjonsindustrier' og 'Drift av idrettsanlegg' (kode 93110) (Finsk: *Urheilulaitosten toiminta*) (ostopalvelu.asiakastieto.fi). SATS Danmark A/S er i bransjen 'Sports, forlystelser og fritidsaktiviteter', med kodene 931300 'Fitnesscentre' og 563000 'Cafeér, værtshuse, diskoteker mv.' (datacvr.dk). I Sverige er bransjen for SATS Sports Club Sweden AB definert som 'Drift av gymanläggningar' (kode 93130) (purehelp.se).

SATS Norge er enerådende i den norske treningssenterbransjen. Det er ikke mulig å finne bedrifter som kan sammenlignes med SATS i det norske markedet. Det finnes en rekke norske bedrifter i segmentet massasje- og solstudio ( gjerne registrert som 'kroppspleie og fysisk velvære'), men det gir ikke mening å sammenligne disse med SATS, siden dette er små bedrifter som i liten grad konkurrerer om å levere sammenlignbare produkter og tjenester. I kategorien 'treningssentre og andre sportsaktiviteter' finnes det bare to andre bedrifter med sammenlignbare driftsinntekter: Norges Fotballforbund og Norges Håndballforbund. Det er heller ikke naturlig å sammenligne SATS med idrettsforbundene, siden de ikke leverer sammenlignbare tjenester, og heller ikke er organisert som aksjeselskap.

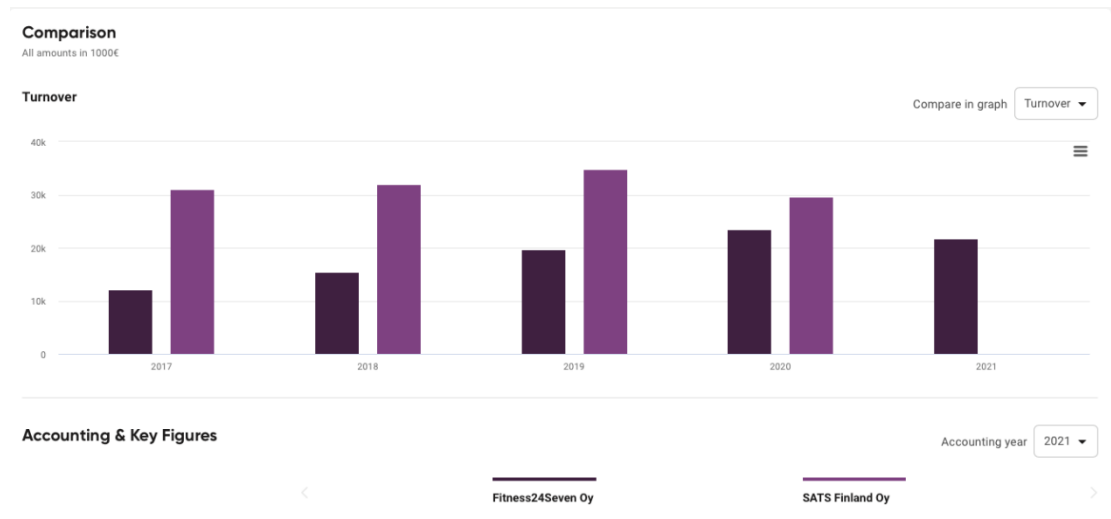
SATS Sports Club Sweden har flere konkurrenter i den svenske treningscenterbransjen, men kommer på førsteplass i rangeringen av bedrifter med samme kode, enten man sammenligner omsetning, driftsresultat eller egenkapital (purehelp.se). Friskis & Svettis er et idrettsforbund med over 150 lokale lag i Sverige, og 49 i Norge. Mange av lagene driver treningscenter, men ikke på kommersiell basis. En av SATS Sports Clubs største konkurrenter er ACTIC Sverige AB, en fitness-kjede etablert i 1994. ACTIC eier over 120 treningscentre og svømmehaller over hele Sverige, og hadde en omsetning på SEK 116 millioner i 2020. En annen konkurrent er Fitness 24Seven. Fitness 24Seven eier 167 treningscentre i Sverige, mens SATS Sports Club Sweden eier 88 sentre. I 2020 hadde Fitness 24Seven en omsetning på ca. SEK 640 millioner og 294 ansatte, mens SATS Sports Club Sweden hadde en omsetning på SEK 1,3 milliarder og 607 ansatte.



**Figur 3. Sammenligning av ACTIC, SATS Sverige og Fitness 24Seven AB 2017-2021 (Netto omsetning)**

*Kilde: Proff.se (generert av forfatteren)*

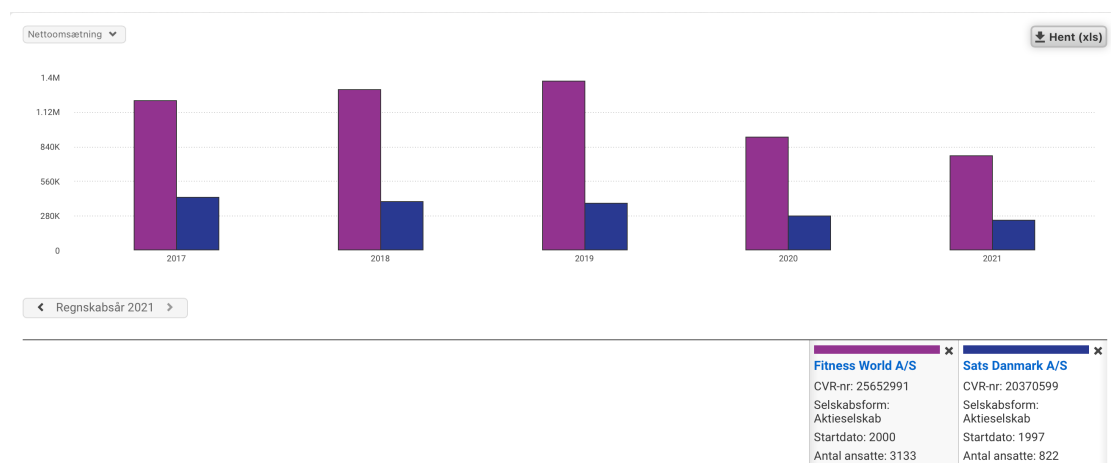
SATS Finland Oy eier 32 treningscentre og har flere konkurrenter. En av dem er Urheiluhallit Oy, en kjede med 8 senter som også driver svømmehaller. En nykommer på det finske markedet er EasyFit, som også driver flere treningscentre i Russland. I Finland har EasyFit 33 treningscentre, 14 i Helsinki-området og de øvrige sentrene fordelt på byer og tettsteder over hele Finland. Den svenske kjeden Fitness 24Seven har også ekspandert til Finland, der de har etablert 58 treningscentre. I 2020 hadde Fitness 24Seven i Finland en omsetning på EUR 22 millioner og hadde 50-99 ansatte. SATS Finland hadde en omsetning på EUR 30 millioner og hadde ca. 400 ansatte (proff.fi).



**Figur 4. Sammenligning av Fitness 24Seven og SATS Finland 2017-2021 (Netto omsetning)**

*Kilde: Proff.fi (generert av forfatteren)*

I Danmark finnes det både kjeder av treningssentre og enkeltstående sentre. Ifølge nettressursen Vainu finnes det ca. 600 bedrifter i kategorien 'Fitnesscentre' i Danmark (vainu.io). SATS Danmark har 30 sentre, og er blant de største kjedene, men selskapet er en liten aktør i forhold til Fitness World, som har over 170 sentre. I 2020 hadde SATS Danmark en omsetning på ca. DKK 280 millioner og 854 ansatte, mens Fitness World hadde en omsetning på DKK 1,3 milliarder og 3 230 ansatte (proff.dk).



**Figur 5. Sammenligning av Fitness World og SATS Danmark 2017-2021 (Netto omsetning)**

*Kilde: Proff.dk (generert av forfatteren)*

Vi ser altså at det er ulikheter mellom de forskjellige landene, både med hensyn til de forskjellige bedriftenes registrerte bransjekoder, hvor mange konkurrerende bedrifter som finnes i de ulike landene, og hvorvidt SATS er en ledende aktør i bransjen. SATS er ledende i tre av de fire landene. Unntaket er Danmark. SATS har til gjengjeld ekspandert virksomheten i Danmark kraftig i 2019 ved å kjøpe den konkurrerende kjeden Fitness dk.

Det er viktig å merke seg at Norge og Sverige står for til sammen 81% av inntektene i SATS-konsernet (se 2.1 ovenfor). Jeg vil derfor fokusere mest på Norge og Sverige, når jeg beskriver utviklingen av 'bransjen'.

## 2.5 Utviklingen av bransjen

Idrettsforbundet Friskis & Svettis ble etablert av Johan Holmsäter i Sverige i 1978. Holmsäter samlet kunnskap fra helsevesenet og idrettsbevegelsen og utviklet en form for trening tilpasset bevegelseshemmede, eldre og gravide, parallelt med treningsopplegg for friske (friskissvettis.se 2019). Etter noen år ble flere avdelinger av Friskis & Svettis etablert både i Norge og Sverige. Dette bidro til å øke interessen for trening i treningssentre i Norge og Sverige.

Da SATS ble etablert i Norge i 1995 var det 12 treningssentre i kjeden. De første årene var preget av sterk vekst. Allerede i 1996 hadde kjeden vokst til 22 sentre (Mathiesen 2008: 10). Mottoet var som for Friskis & Svettis: 'Trening for alle'. Konseptet ble godt mottatt, investorene strømmet til, og i 1998 hadde SATS 49 sentre i Norge og 4 i Sverige.

Interessen for treningssentrenes tjenester og produkter var sterkt økende i starten, og har holdt seg relativt stabil de siste 15-20 årene. Statistikk fra både Norge og Sverige viser en jevn økning i andelen av befolkningen over 16 år som har deltatt på innendørs treningsaktiviteter minst én gang i løpet av de siste 12 månedene (se Tabell 2 nedenfor). I 2007 hadde 31% av norske menn og 28% av norske kvinner drevet med styrketrening. I 2019 hadde tallene økt til 44% av menn og 47% av kvinner. Vi ser også at gruppetrening er like populært i 2019 som i 2007, og at norske kvinner er mer aktive med gruppetrening enn norske menn. Merk at det er 18-års aldersgrense på SATS-sentre i Norge, mens Fresh Fitness har 16-års aldersgrense. Statistikken lot seg heller ikke generere for aldersgruppen 'alle over 18 år'.



**Tabell 2. Personer over 16 år som har deltatt på treningsaktiviteter de siste 12 måneder, etter kjønn, trenings- og mosjonsaktivitet og år (prosent): Norge**

	Andel som har deltatt på ulike treningsaktiviteter			
	2007	2013	2016	2019
Menn				
Gått på gruppetrening, aerobic, yoga eller trim	7	9	6	8
Drevet med styrketrening	31	38	38	44
Kvinner				
Gått på gruppetrening, aerobic, yoga eller trim	27	29	26	27
Drevet med styrketrening	28	41	41	47

*Kilde: Statistisk sentralbyrå (2022a)*

Tallene fra Sverige er ikke helt sammenlignbare med de norske tallene, i og med at statistikken fra Sverige ikke skiller mellom ulike former for innendørstrening (se Tabell 3 nedenfor). De svenske tallene for 'innendørstrening' inkluderer også idrett i idrettshaller. Dessuten ble ordlyden i spørsmålet endret mellom 2015 og 2018, slik at tallene for 2018-19 dreier seg om 'innendørs' trening heller enn trening i 'innendørsanlegg'. Likevel ser vi samme trend i Sverige som i Norge. Både kvinner og menn har blitt stadig mer aktive i 'innendørs' trening, enten i treningscenter, idrettshall, eller eget hjem. Det er ikke noe som tyder på at innendørs trening har blitt mindre populært i løpet av de siste 15 årene.

**Tabell 3. Personer over 16 år som har deltatt på treningsaktiviteter de siste 12 måneder, etter kjønn og år (prosent): Sverige (Kilde: Sveriges officiella statistik)**

	2008-2009	2010-2011	2012-2013	2014-2015	2018-2019
<b>Idrottat i inomhusanläggning 2008-2015</b>					
<b>Minst 1 gång</b>					
<b>Totalt 16+ år</b>					
<b>Kvinnor</b>	45,4	47,7	50,7	54,0	..
<b>Män</b>	44,6	46,9	49,5	52,6	..
<b>Idrottat inomhus 2018-2019</b>					
<b>Minst 1 gång</b>					
<b>Totalt 16+ år</b>					
<b>Kvinnor</b>	..	..	..	..	59,5
<b>Män</b>	..	..	..	..	57,6

Den nordiske fitness-bransjen er preget av en lang rekke sammenslåinger og oppkjøp av konkurrenter, der de største aktørene har blitt stadig større. Investorene har nesten utelukkende vært nordiske, med unntak av en kort periode rundt år 2000 der et større amerikansk selskap ved navn 24 Hour Fitness var inne på eiersiden (Mathiesen 2008: 11). Det nordiske eierskapet kom raskt tilbake, og SATS befestet seg som en ledende aktør i det nordiske markedet etter at danske Tryg bidro med ny kapital i 2006. Det nordiske eierskapet har fortsatt frem til i dag. De fire nordiske landene - Norge, Sverige, Danmark og Finland - har i stadig sterkere grad fremstått som et eget marked for treningssenterkjeder. Unntakene er det finsk-russiske EasyFit, og Fitness 24Sevens filialer i Thailand og Colombia (se.fitness24seven.com).

Da SATS og Elixia ville slå seg sammen i 2013 måtte dette utredes av Konkurransetilsynet (2013). Konkurransetilsynet vedtok til slutt at sammenslåingen kunne godkjennes, på tross av faren for 'en vesentlig begrensning av konkurransen i markedet for treningssentertjenester i områdene Oslo, Bærum, Stor-Oslo Nord, Bergensområdet og Stavanger- og Sandnesområdet'.

Konkurransetilsynet krevde at SATS måtte selge 6 av sine sentre i Oslo- og Stavanger-området, mens Elixia måtte selge 4 sentre i Oslo-området. SATS måtte i tillegg selge SATS Sandsli til Aktiv 365, en Bergens-basert treningssenterkjede med 4 sentre (Konkurransetilsynet 2014a).

Konkurransetilsynet godkjente videre Studentskipnaden i Oslo og Akershus som kjøper av SATS Vulkan, ett av de 4 sentrene i Oslo-området som måtte selges som betingelse for sammenslåingen (Konkurransetilsynet 2014b).

Flere av de små aktørene i den norske bransjen var kritiske til sammenslåingen av Elixia og SATS. Kritikere påpekte at selskapene selv hadde fått lov til å velge ut de 11 sentrene som måtte selges, og at de dermed sikret seg 'indrefiléten' og kvittet seg med mindre innbringende sentre (Dyregrov 2014). Det kom også sensasjonelle nyhetsoppslag om at medlemskap ved treningssenter kunne bli opp til 77% dyrere etter sammenslåingen (Pedersen 2014).

Nyheten om prisøkningen var nok noe overdrevet. Masterstudenter ved NHH undersøkte den påståtte prisøkningen og fant ut at den gjennomsnittlige prisøkningen var 8-14% for medlemskap hos SATS, der tallene ble hentet fra Bergen og Oslo, og 10-18% for medlemskap hos Elixia, der tallene ble hentet fra Kristiansand, Bergen og Oslo (Graven & Larsen 2015: 57). Fresh Fitness, som er et lavprisalternativ eid av SATS, hadde ingen prisøkning.

**Tabell 4. Gjennomsnittlig prisøkning i medlemskap ved treningssenter, jan 2014 - aug 2015**

<b>Gjennomsnittlig prisøkning 2014-2015</b>				
		<b>Oslo</b>	<b>Bergen</b>	<b>Kristiansand</b>
<b>Fullsortiment</b>	Sats	14,1 %	7,9 %	
	Elixia	17,9 %	11,1 %	9,6 %
	Aquarama Trening			5,0 %
	Avancia Kjelsås	0,0 %		
	Condis	14,6 %		
	Nr 1 Fitness		-2,6 %	
	SiB		2,3 %	
<b>Lavpris</b>	Treningshuset	0,0 %		
	Bare Trening	0,0 %		0,0 %
	Bear Cave Treningssenter			12,1 %
	EVO	0,0 %	0,0 %	
	Fitness 24/7			0,0 %
	Fitness Xpress	0,0 %		
	Fresh Fitness	0,0 %		0,0 %
	Harald's Gym	0,0 %		
	iTrain		0,0 %	
	MUDO	0,0 %		
	Nr 1 Fitness Xpress		0,0 %	

*Kilde: Graven & Larsen (2015)*

Et viktig moment for medlemmene er at sammenslåingen gjorde det mulig å velge mellom et større utvalg av sentre, når man skulle finne et sted å trene. Medlemskapene er fleksible, og medlemmer får benytte seg av SATS/Elixia treningssentre hvor som helst i landet. For pendlere, studenter og andre som reiser mye er det derfor en fordel å være medlem av en stor kjede.

Det er viktig å merke seg at medlemmer av Fresh Fitness ikke kan trene på et SATS treningssenter. Dette skillet er opprettholdt for å kunne beholde Fresh Fitness som et lavpris-tilbud. Fresh Fitness holder prisene lave ved blant annet å holde redusert bemanning. Medlemmene lukker seg inn på senteret selv, og sikkerheten ivaretas ved hjelp av overvåkningskameraer. Medlemstallene hos Fresh Fitness har holdt seg stabile, og i dag har Fresh Fitness 31 sentre og over 70 000 medlemmer (Freshfitness.no). Dette hadde ikke vært mulig uten fornøyde kunder og et konkurransedyktig konsept. Ved å beholde Fresh Fitness-varemerket får SATS mulighet til å gi kundene valgmuligheter når det gjelder både pris og kvalitet på produkter og tjenester. I tillegg kan tilbudet av treningstjenester tilpasses et enda bredere spekter av potensielle kunder.

‘Trening for alle’ er en idé som fortsetter å vinne gjenklang i hele Norden. Etter nærmere 30 år med tilbud på treningstjenester i Norden, er det ikke lenger nødvendig å forklare hvorfor alle bør trene, eller hva et treningssenter kan tilby. Mange av dagens unge har vokst opp med foreldre og besteforeldre som trener på et treningssenter.

### 3. Teoretisk forankring

I dette kapittelet beskriver jeg de forskjellige teoretiske rammeverkene jeg har benyttet i arbeidet med denne studien. De viktigste av disse er Michael Porters posisjoneringsskole og det ressursbaserte rammeverket (RBV). Jeg diskuterer også verdibegrepet, kapitalverdimodellen (CAPM) og realopsjonsteori.

#### 3.1 Årsaker til konkurransekraft

Bedriftens strategiske valg er avgjørende for den langsiktige utviklingen. For å overleve på lang sikt og oppnå vekst, må bedriften tilpasse seg omgivelsene og håndtere eksterne utfordringer, og samtidig utnytte muligheter. Det er dette som gir bedriften konkurransefortrinn. En bedrift har konkurransekraft når den klarer å tilpasse seg de eksterne forholdene i bransjen og virksomhetsmiljøet ved å foreta de riktige strategiske valgene og utvikle seg internt basert på kunnskapen om de eksterne faktorene (Stonehouse et al. 2004).

Et av nøkkelbegrepene innen ledelsesvitenskap er konkurransefortrinn. En bedrift har et konkurransefortrinn når den bruker en verdiskapende strategi uten konkurranse fra andre bedrifter (Porter 1979a).

Når vi skal vurdere en bedrifts konkurransekraft er det naturlig at vi sammenligner bedriften med konkurrentene i bransjen. Et viktig teoretisk rammeverk for å forklare konkurransekraft er Structure, Conduct, Performance-modellen (SCP-modellen), der S står for struktur (structure), C står for conduct (strategiske valg) og P står for performance (prestasjoner).

Det var det markedsbaserte perspektivet som ble utviklet av Edward Mason (1939) og Joseph Bain (1954, 1956) som dannet grunnlaget for SCP-modellen. Mason og Bain gikk ut fra at bedrifter lykkes på grunn av eksterne faktorer i miljøet de opererer i, heller enn bedriftens egne valg. Bain (1954, 1956) mente at det var inngangsbarrierer, antallet aktører i markedet, og elastisiteten i etterspørselen som avgjorde om en bedrift ville klare seg i et marked.

I 1979 utviklet Michael Porter SCP-modellen i boken *Competitive advantage* (Porter 1979a). Senere lanserte Jay Barney (1991) det ressursbaserte perspektivet, som undersøker koblingen mellom en bedrifts ressurser og et vedvarende konkurransefortrinn.

De siste tiårene har litteraturen om konkurransekraft holdt søkelys på hvordan bedrifter kan oppnå og opprettholde konkurransefortrinn. To forskjellige perspektiver har vært sentrale i denne debatten. Ifølge det første perspektivet avhenger konkurransekraften hovedsakelig av det ytre miljøet og bransjens egenskaper. Dette kalles det markedsbaserte perspektivet. Porter har vært en sentral talsmann for dette synet. Ifølge det andre perspektivet er det interne faktorer og bedriftens styrker og svakheter som bestemmer konkurransekraften. Dette kalles det ressursbaserte perspektivet (RBV). Jay Barney er blant de viktigste representantene for dette synet.

### 3.1.1 Porters posisjoneringsskole

Michael Porters markedsbaserte perspektiv kalles gjerne posisjoneringsskolen. I henhold til denne tankegangen oppstår konkurransefortrinn ved at en bedrift operer i en bransje der bedriftens struktur, strategiske valg og prestasjoner gjør det mulig for bedriften å oppnå og opprettholde en konkurransedyktig posisjon (Gjønnes & Tangenes 2018).

Posisjoneringsskolen analyserer gjerne markedet ved å identifisere en attraktiv bransje, peke ut ressursene som er nødvendig for å oppnå konkurransefortrinn i den aktuelle bransjen, og finne ut hvilke tiltak man må gjøre for å få tak i disse ressursene (Gjønnes & Tangenes 2018: 44).

Michael Porter (1996) beskriver tre strategier som kan hjelpe en bedrift å oppnå et konkurransefortrinn. Disse er kostnadsledelse, differensiering, og fokusering.

Kostnadsledelse betyr at bedriften forsøker å være ledende på pris. Differensiering betyr at bedriften vil skille seg positivt ut i forhold til konkurrentene i bransjen. Fokusering betyr at bedriften utvikler et nisjeprodukt, eller retter seg mot et nisjesegment (Porter 1996).

En bedrift som forsøker å kombinere en differensierings- og kostnadsledelsesstrategi kan bli «stuck in the middle», fordi denne kombinasjonen gjerne gir liten gevinst samtidig som den er ressurskrevende (Porter 1996: 55).

Michael Porter er best kjent for Fem krefter-modellen (Porter 1979b). Porters fem krefter er en modell som brukes for å analysere de ulike formene for konkurranse som påvirker eller

driver et marked. Porter (1996) beskriver fem ulike krefter som vi bør ta hensyn til når vi skal kartlegge en bransjes attraktivitet, lønnsomhet og konkurranseintensitet (Jakobsen & Lien 2001). Modellen antar at lønnsomheten i en bransje er avhengig av eksisterende konkurrenters rivalisering, trusler fra nyetableringer og substitutter, og leverandører og kunders forhandlingsmakt. Jo sterkere hver av de fem kreftene er, desto dårligere er lønnsomhetspotensialet i bransjen (Gjønnes & Tangenes 2018: 312). Hvis de fem kreftene er relativt svake, kan bedriften oppnå høyere lønnsomhet. Dette er fordi kjøperes og leverandørers forhandlingskraft påvirker henholdsvis prisen bedriften kan kreve for en vare eller tjeneste og kostnadene for innsatsfaktorer. Trusselen fra nye aktører påvirker investeringene som kreves for å få tilgang til markedet, mens trusselen fra substitutter påvirker muligheten for at produktene kan erstattes. Rivalisering mellom konkurrenter påvirker blant annet muligheten for inntjening.

Porters Fem krefter-modell har fått kritikk for å fokusere for mye på bransjen og for lite på bedriftens muligheter til å foreta strategiske valg og utnytte ressurser.

### 3.1.2 Det ressursbaserte synet (RBV)

Det ressursbaserte synet holder søkelys på hva bedriften kan gjøre for å oppnå konkurransefortrinn. Hensikten er å forklare hvorfor forskjellige bedrifter i samme bransje oppnår ulike resultater. Jay Barney (1991) utviklet et rammeverk for å analysere egenskaper som påvirker bedriftens muligheter til å oppnå konkurransefortrinn. Mest kjent er de fire egenskapene i VRIN-modellen: Verdifull, sjelden, ikke-imiterbar og ikke-substituerbar (Gjønnes & Tangenes 2018: 311).

Verdifulle ressurser er ressurser som gjør bedriften i stand til å dra stor nytte av muligheter. Sjeldne ressurser er ressurser som er sjeldne blant bedriftens konkurrenter. Ikke-imiterbare ressurser er ressurser som det er vanskelig å imitere. Ikke-substituerbare ressurser er ressurser som ikke kan erstattes.

I tillegg til disse fire foreslår noen forskere å utvide VRIN-modellen, ved at to forskjellige ressurser må være tilgjengelig for at bedriften skal ha et vedvarende konkurransefortrinn: Bedriften må være heterogen og immobil (Gjønnes & Tangenes 2018).

VRIO er en videreutvikling av VRIN-modellen. VRIO-modellen antar at en bedrift kan skaffe seg et vedvarende konkurransefortrinn ved å tilegne seg og kontrollere verdifulle, sjeldne og

ikke-imiterbare ressurser, og ved at bedriften er godt organisert (organized). Her kan man også skille mellom materielle og immaterielle ressurser som mulige konkurransefortrinn. Immaterielle ressurser kan for eksempel være merkevare og konsept. Materielle ressurser kan for eksempel være bygninger og systemer.

Den ressursbaserte modellen har fått kritikk for at den ikke fanger opp endringer i organisasjonen. Den tar heller ikke hensyn til utviklingen av ressurser over tid. Dermed kan den være statisk (Gjønnnes & Tangenes 2018: 310) og vanskelig å teste empirisk (Gjønnnes & Tangenes 2018: 311).

### 3.2 Verdibegrepet

For å analysere verdi må vi skille mellom fundamental verdi og faktisk markedsverdi. Markedsverdien er den prisen som faktisk er betalt i en transaksjon. Dette er en observerbar størrelse. Verdien, derimot, er en subjektiv størrelse. Den avhenger av kjøperens egne preferanser (Dyrnes 2011: 80). Hvis det er forskjell mellom disse kan man snakke om feilprising. Prisen man observerer i et marked kan altså være forskjellig fra den fundamentale verdien. Verdsetting baserer seg på verdsetterens subjektive inntrykk og preferanser. Når man verdsetter et objekt, prøver man å bestemme den riktige prisen på objektet. Verdsettelse dreier seg altså om å gi et estimat på den sannsynlige prisen et objekt kan selges for, under bestemte forhold og på et bestemt tidspunkt. Verdsetteren bestemmer altså det som kalles antatt omsetningsverdi/markedsverdi (Dyrnes 2011: 81). I denne oppgaven skal jeg verdsette en SATS aksje på et bestemt tidspunkt, dvs. 31.12.2021. For å kunne gjøre dette er det nødvendig å definere verdigrunlaget. Her benytter vi oss av tre verdigrunnlag, beskrevet av Dyrnes (2011: 93-95).

1. Åpen markedsverdi er et estimat på den sannsynlige prisen som ville ha blitt betalt i en hypotetisk transaksjon i et fritt og åpent marked (Dyrnes 2011: 93). Den åpne markedsverdien er ikke entydig, men heller et utgangspunkt for en verdivurdering der verdinivå og verdipremisser også må klargjøres. Dette betyr at det blir viktig å beskrive det markedet der objektet blir omsatt og hvordan prisdannelsen foregår i dette markedet.
2. Lukket transaksjonsverdi er et estimat på den prisen som synes å være rimelig i en transaksjon mellom to bestemte parter eller i en transaksjon hvor kun en begrenset

gruppe aktører er involvert (Dyrnes 2011: 93). En lukket transaksjonsverdi brukes som verdigrunnlag når det ikke er rimelig å bruke en åpen verdi. Dette kan være fordi antall aktører i markedet er begrenset.

3. Eierverdi er et estimat på den verdi det har å ha eiendomsretten til et formuesobjekt for en bestemt aktør (Dyrnes 2011: 94). Eierverdien er verdien av å bruke og eie et objekt, heller enn verdien av å selge det i en tenkt transaksjon.

Dyrnes (2011) bruker begrepet «verdinivå» for å beskrive et viktig aspekt ved verdsettelsen. Her dreier det seg om hvorvidt aksjer har ulik verdi avhengig av likviditeten i markedet, eller hvorvidt det er snakk om minoritets- eller majoritetsposter, eller om kontrollen med selskapet står på spill. Dyrnes (2011: 94) deler dette inn i fem nivåer:

1. Marked for strategisk kontroll. Dette kan være selskaper som vil kjøpe andre selskaper for å utnytte synergier, utover den fundamentale verdien (oppkjøpspremien).
2. Likvid marked for finansiell kontroll. Dette kan være investorer som vil drive en bedrift bedre, og derfor vil bli en majoritetsseier.
3. Marked for likvide minoritetsposter. Her kan man snakke om minoritetsrabatt, fordi kjøpere av minoritetsposter har liten innflytelse på selskapets drift.
4. Ilikvide marked for finansiell kontroll. Dette er det motsatte av situasjonen i punkt 2, dvs. minoritetsrabatt pga. manglende kontroll i forbindelse med minoritetsposter.
5. Marked for ilikvide minoritetsposter. Her er det gjerne snakk om mindre selskaper med svak likviditet og liten omsetning, der det ofte er verdsettelsesrabatt fordi aksjene ikke kan omsettes øyeblikkelig.

### 3.3 Kapitalverdimodellens begrensninger

Kapitalverdimodellen (CAPM) ble først utviklet tidlig på 1960-tallet av Treynor (1961), Sharpe (1964), Lintner (1965) og Mossin (1966). CAPM er basert på ideen om at risiko ikke alltid gir utslag i forventet avkastning på et verdipapir. Modellen har vært grunnlag for analyser av prisfastsettelse i over et halvt århundre (Pratt & Grabowski 2014: 189). CAPM antar at forventet avkastning på et verdipapir er risikofri rente pluss et påslag beregnet av selskapets systematiske risiko, pluss en markedsbasert premie for å påta seg risikoen.

Modellen bygger på åtte underliggende antagelser (Pratt & Grabowski 2014):



1. Investorene er risikoavers.
2. Rasjonelle investorer søker effektive porteføljer.
3. Alle investorer har identisk tidshorisont for investeringen.
4. Alle investorer har identisk forventning til variabler som avkastning og generering av diskonteringsrente.
5. Investeringskostnader eksisterer ikke.
6. Investeringsrelative skatter eksisterer ikke, men det kan være selskapsskatt.
7. Kostnaden ved å låne penger er den samme som den man mottar ved å låne ut penger.
8. Markedet har perfekt likviditet og delbarhet.

CAPM har fått mye kritikk for de forenklete forutsetningene, og fordi modellen har gitt svake resultater når den har blitt testet empirisk. En viktig begrensning er at modellen er en ren matematisk utledning basert på en rekke forutsetninger som er klart urealistiske (Schølberg 2009). Bodie et al. (2011: 321) viser til enda en svakhet med modellen: Den er basert på forventede avkastninger som ikke er observerbare. Dette problemet kan omgås ved å bruke indeksmodellen, som er basert på en regresjon mellom bedriftens historiske avkastninger og markedet.

Beta er en faktor som tar høyde for systematisk risiko i CAPM. I likhet med CAPM lider også beta av svakheter. Manglende likviditet i et selskaps aksjer gir en relativt stabil utvikling av avkastningen, dvs. lav volatilitet. Dette vil gi et lavt beta-estimat, uten at den underliggende risikoen gjenspeiles. I tillegg vil man måtte ha en lang tidsserie med observasjoner over tid for å estimere beta korrekt. For mange selskaper kan dette være vanskelig spesielt hvis de er privateide og ikke børs-noterte.

Professor i finans Richard Roll (1977) mener at man ikke kan teste kapitalverdien hvis man ikke vet den nøyaktige sammensetningen av den sanne markedsporteføljen, og at dette innebærer at alle verdipapirer må være inkludert i utvalget. Bakgrunnen for kritikken var tvetydigheten i alle de empiriske testene av modellen (Vollmer 2015: 21).

### 3.4 Realopsjonsteori

Når man utfører en verdsettelse av et selskap, er det vanlig å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer til nåverdi. Dette kalles nåverdimetoden. Ved bruk av nåverdimetoden er

det stor usikkerhet knyttet til forskjellige variabler som kommer frem i modellen, for eksempel fremtidige kontantstrømmer. I de fleste tilfeller er det umulig å vite hva fremtidige kontantstrømmer kommer til å bli. Usikkerheten forbundet med bruk av nåverdimodellen gjør det vanskelig å gi en korrekt verdivurdering. Den tar ikke høyde for ulikheten i fleksibilitet hos forskjellige selskaper. Forskjellige selskaper reagerer ulikt i møte med markedsutvikling. Dersom man kun tar i betraktning nåverdimodellen, står man igjen med en forventet aksjepris som ikke tar hensyn til mulighetene for selskaper til å øke eller redusere investeringsbeløp og/eller produksjonsvolum. Et selskap med mer fleksibilitet vil altså bli verdsatt til en høyere aksjepris enn et selskap med mindre fleksibilitet (Tvedt 2000). Realopsjonsmodeller har som formål å gi en presis verdivurdering basert på fleksibilitet.

Realopsjonsmodellen forsøker å verdsette forskjellige former for fleksibilitet, utover det som dekkes av tradisjonelle modeller for verdsetting av finansielle opsjoner (Tvedt 2000). En fordel med realopsjonsmodellen er muligheten til å tallfeste verdien av beslutninger selskapet gjør for å øke fleksibiliteten. Denne fleksibiliteten er verdifull, og verdien kan være svært høy (Tvedt 2000). Realopsjonsmodellen får frem konsekvensene av realinvesteringer i objekter med liten alternativ verdi den dagen markedet ikke utvikler seg som forventet (Sødal 2003: 107). Hovedpoenget er at investorer bør velge prosjektet med størst nåverdi heller enn å investere i et prosjekt med positiv nåverdi, når de har valget mellom flere prosjekter (Sødal 2003: 108).

Ulempen med realopsjonsteori er at den er svært kompleks og krever input av data som er svært vanskelig å fremskaffe. Dermed er det vanskelig å utføre pålitelige verdsettelsler med denne metoden, og den brukes relativt sjeldent i praksis (Petersen et al. 2017: 299). Jeg har heller ikke brukt realopsjonsteori i verdsettingen av SATS ASA.

## 4. Utredningsmetode

I dette kapittelet presenteres den metodiske tilnærmingen for innhenting av data som skal brukes for å besvare problemstillingen. Prosessen med å samle inn og analysere data kan deles inn i fire faser: forberedelse, datainnsamling, analyse og rapportering (Sucarrat 2017: 37). I det følgende vil jeg presentere forberedelsene, datainnsamlingen og analysen av resultatene av studien av SATS ASA. Oppgaven er i seg selv en form for rapportering.

### 4.1 Forberedelse

Forberedelsene til en studie dreier seg i første rekke om å sette seg inn i temaet for studien. Jeg startet denne prosessen med å søke etter relevant litteratur. Dette plasserte jeg i en litteratormatrise (se Vedlegg 1). I litteraturinnsamlingen brukte jeg søketjenester som Google Scholar og Oria.no. Jeg brukte også Proff og Brønnøysundregistrene, samt satsgroup.com der jeg fant årsrapporter, kvartalsrapporter og bærekraftrapporter. Faglitteratur har jeg blant annet hentet fra pensumlitteraturen ved Handelshøyskolen BI, og anbefalt videre lesning.

#### 4.1.1 Tilnærming

Forskere skiller vanligvis mellom to ulike tilnærminger til forskningen: den induktive og den deduktive metoden. Den induktive tilnærmingen går ut ifra empiriske funn og forsøker å utvikle teorier basert på disse funnene. Den deduktive tilnærmingen går ut ifra etablerte teorier og forsøker å teste disse teoriene på empiriske data, for å kunne svare på en problemstilling (Goddard & Melville 2004, Nyeng 2004).

Studiedesignet jeg har brukt her kan forstås som en deduktiv tilnærming, fordi jeg benytter meg av forskjellige modeller og teorier for å svare på en problemstilling. Men det er riktigere å si at jeg har kombinert induktive og deduktive tilnærminger, det vil si at jeg bruker abduksjon (Johannesen et al. 2020: 30). Ved abduksjon undersøker man flere ulike hypoteser og vurderer hvilken av dem som virker mest plausibel. Abduksjon er en metode for å finne «den beste forklaringen», eller «kvalifisert gjetning» (Persson 2019). I denne oppgaven presenterer jeg flere ulike modeller og metoder for verdivurdering, og vurderer hvilken av dem som virker mest plausibel, før jeg bestemmer verdsettelsen. Jeg anser dette som en undersøkende studie, der jeg utforsker et relativt ukjent forhold med et spesifikt

formål (Johannesen et al. 2020). Videre følger jeg Dyrnes (2011: 80) i at verdi i utgangspunktet må oppfattes som en subjektiv oppfatning.

## 4.2 Datainnsamling

Neste fase i forskningsprosessen er datainnsamling. Før innsamlingen kan starte må man formulere en forskningsstrategi. Deretter må man vurdere hvilke kilder som er tilgjengelige, og hvorvidt man skal bruke primær- eller sekundærkilder. I denne oppgaven har jeg samlet data fra sekundærkilder som er tilgjengelige på nett.

### 4.2.1 Forskningsstrategi

Jeg har valgt å utføre en case-studie av virksomheten til SATS, og SATS ASA sin aksjeverdi. Dette er en enkelt-case-studie med flere analyseenheter, der jeg har samlet informasjon fra flere kilder i en bestemt tidsperiode for å gi en best mulig beskrivelse og forståelse av casen (Johannesen et al. 2020: 213). I en case-studie benytter man gjerne en kombinasjon av analytiske verktøy for å triangulere, dvs. at problemstillingen studeres fra ulike synsvinkler ved hjelp av forskjellige metoder. Dette har jeg også gjort i denne studien.

### 4.2.2 Datagrunnlaget

Forskere skiller gjerne mellom kvantitative og kvalitative data, der de kvantitative dataene er data som kan uttrykkes i tall- eller mengdeenheter.

Man skiller også mellom primærdata og sekundærdata. Primærdata er data som er innhentet av forskerne selv, mens sekundærdata er data som er innhentet av andre, til andre formål enn det spesifikke prosjektet forskerne arbeider med (Ghauri & Grønhaug 2010: 90).

I denne oppgaven har jeg brukt både kvantitative og kvalitative data. Derimot har jeg kun brukt sekundærdata. Jeg har altså ikke samlet inn egne data i denne studien. Dette følger vanlig praksis ved verdsettelse av børsnoterte selskaper.

## 4.3 Dataanalyse

Tredje fase i forskningsprosessen er analyse. Når man designer et forskningsprosjekt må man også vurdere hvordan man analyserer data, og hvilke analyseverktøy man bruker.

#### 4.3.1 Analyseverktøy

Jeg har brukt flere typer verktøy i denne studien. Til de *finansielle analysene* har jeg brukt regneark (Excel), og hentet inn rådata fra SATS ASA sine årsrapporter. Historiske kurser er hentet fra Nordnet. Disse har jeg brukt for å utføre regresjon på beta, Monte-Carlo simulering, og flere andre scenario- og sensitivitetsanalyser. Sist nevnte presenteres i kapittel 10, Usikkerhetsbetraktninger.

Til de *strategiske analysene* har jeg i tillegg til makroanalytiske modeller brukt PESTEL-analyse, Porters fem krefter, VRIO og verdikjedeanalyse. PESTEL og Porters fem krefter er verktøy for eksternanalyse, der PESTEL tar utgangspunkt i makroforhold, mens Porters fem krefter analyserer bransjen (Fjeldstad & Lunnan 2018: 18). VRIO er en modell for internanalyse som tar utgangspunkt i bedriftens ressurser fordelt på materielle og immaterielle ressurser. Verdikjedeanalyse tar for seg verdiskapningen i bedriften.

#### 4.3.2 Metodologiske kvaliteter og begrensninger

En case-studie sin kvalitet avhenger av studiens pålitelighet, troverdighet, overførbarhet og validitet. Dette er en enkelt-case-studie der overførbarheten ikke er sentral. Derfor vil jeg først og fremst diskutere troverdighet (reliabilitet) og bekreftbarhet (validitet).

Det er viktig å vurdere om det forekommer systematiske eller tilfeldige feil eller skjevheter ved innsamlingen av data (Holme & Solvang 1996: 152). Studiens troverdighet avhenger av hvordan målingen er gjort og nøyaktigheten i behandlingen av data (Holme & Solvang 1996: 153). Når dataene er troverdige støtter det troverdigheten av studien. For å sikre troverdigheten av denne studien har jeg samlet inn data fra pålitelige kilder. Jeg har også kryssjekket ved å se på flere forskjellige kilder.

Bekreftbarheten av en studie avhenger av om vi har målt det vi hadde til hensikt å måle (Grenness & Nygaard 2015: 31). Bekreftbarheten styrkes av at funnene og analysen ikke er påvirket av subjektive holdninger og personlige preferanser. Den kan også styrkes ved at forskeren inntar en kritisk holdning til sitt eget arbeid.

## 5. Finansiell metode

Kapittel 5 redegjør for de finansielle metodene jeg har brukt for å gi en presis verdivurdering av SATS ASA sine aksjer, inkludert flere forskjellige verdsettelsesmetoder og analyse av total kapitalens avkastningskrav. Til slutt i dette kapittelet diskuterer jeg konsistensbetingelser.

Det er viktig å bruke flere forskjellige metoder for å bestemme verdien av en aksje. Hensikten med dette er å kontrollere at de forskjellige metodene gir tilnærmet samme verdi, slik at man kan ta en velinformert beslutning om verdien. Jeg har ikke brukt aktiva-baserte tilnærminger eller betinget verdivurdering i denne oppgaven, både av plasshensyn og fordi dette er metoder som sjeldent brukes av analytikere i praksis (Pettersen et al. 2017: 299).

### 5.1 Verdsettingsmetoder

De ulike metodene for verdsetting deles gjerne inn i fire hovedgrupper: nåverdimetoder, relativ verdsettelse (multipler), aktiva-baserte tilnærminger og betinget verdivurdering (Petersen et al. 2017: 298). I denne studien har jeg brukt flere forskjellige nåverdimetoder: dividendemodellen, diskontert kontantstrømsmetode og diskontert meravkastningsmetode. I tillegg har jeg også brukt relativ verdsettelse, som er en multiplert-basert metode.

#### 5.1.1 Nåverdimetoder

Verdien av en eiendel kan beregnes som den fremtidige inntekten generert av eiendelen, diskontert til en nåverdi med en diskonteringsfaktor som tar hensyn til tidsverdien av penger og risikoen knyttet til inntekten (Petersen et al. 2017: 300).

Diskonteringsfaktoren skal altså gjenspeile risikoen ved investeringen. Høyere risiko skal gi et høyere avkastningskrav. Ifølge Koller et al. (2020: 135) bør de ulike metodene gi samme resultat, dersom de har blitt anvendt riktig. I praksis oppstår det ofte verdiforskjeller fordi det er vanskelig å oppnå konsistens i beregningene (Koller et al. 2020: 135).

##### 5.1.1.1 Dividendemodellen

Den vanligste og eldste nåverdimetoden er dividendemodellen. Den passer best for godt etablerte bedrifter med stabil inntjening (Kinserdal 2017). Dividendemodellen bygger på at

verdien av egenkapitalen reflekterer nåverdien av all fremtidig forventet utbytte (Dyrnes 2011). En tenkt situasjon der en aksje aldri avhendes. En kurs oppgang vil dermed anses som urealisert gevinst. Utbyttet er dermed den eneste kontantstrømmen for en investor (Kinserdal 2017). Petersen et al. (2017: 302) presenterer den følgende formelen for dividendemodellen:

$$MVE_0 = \sum_{t=1}^n \frac{Dividend_t}{(1+r_e)^t} + \frac{Dividend_{n+1}}{(r_e - g)} * \frac{1}{(1+r_e)^n}$$

Der,

$MVE_0$  = Egenkapitalens markedsverdi

$r_e$  = Egenkapitalens avkastningskrav

$n$  = Antall perioder med variabel vekst

$g$  = Vekstrate

Merk at jeg *ikke* har brukt dividendemodellen i denne oppgaven Dette er fordi SATS ikke har hatt en stabil inntjening med jevnt utbytte.

#### 5.1.1.2 Diskontert kontantstrømsmetoden

Jeg har brukt to kontantstrømsbaserte nåverdimetoder i denne oppgaven. Den ene metoden beregner selskapsverdi basert på fri kontantstrøm til totalkapitalen (*Free cash flow to firm, FCFF*). Den andre beregner egenkapitalverdi basert på fri kontantstrøm til egenkapitalen (*Free cash flow to equity, FCFE*).

Jeg begynner med selskapsverdimetoden, ettersom det er en metode for å verdsette selskapet som en helhet. Formelen henter jeg fra Petersen et al. (2017: 305):

$$EV_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g} * \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

Der,

$EV_0$  = Selskaps markedsverdi (*Enterprise Value*)

$FCFF$  = Fri kontantstrøm til totalkapitalen (*Free cash flow to firm*)

$WACC$  = Totalkapitalens avkastningskrav

$g$  = Vekstrate

FCFF-modellen kalles også selskapsverdimodellen, siden den beregner nåverdien av kontantstrømmen til selskapets total kapital (Kinserdal 2017). Virksomhetens markedsverdi påvirkes av den frie kontantstrømmen til total kapitalen (FCFF) og total kapital kostnaden (WACC). Dette betyr at virksomhetens markedsverdi påvirkes positivt av en høyere fri pengestrøm og en lavere total kapital kostnad.

Vi beregner markedsverdien av selskapets egen kapital ved å trekke fra selskapets netto finansielle gjeld og verdien av operasjonell leasing:

$$MVE = EV - NIBD - VOL$$

Der,

$MVE$  = Egen kapitalens markedsverdi

$NIBD$  = Netto finansiell gjeld (*Net interest-bearing debt*)

$VOL$  = Verdien av operasjonell leasing

De aller fleste bedrifter har endringer i andelen gjeld over tid, dvs. at kapitalstrukturen endres i prognoseperioden. Dermed gir egen kapital metoden et riktigere bilde (Petersen et al. 2017: 306). Egen kapital metoden kalles også FCFE-modellen, der FCFE står for *free cash flow to equity*. Egen kapital metoden ligner på selskapsverdimetoden, med tillegg av endringen av finansiell gjeld, finansresultatet og beregnet skatteskjold.

Formelen for denne metoden henter jeg fra Petersen et al. (2017: 307):

$$MVE_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+r_e)^t} + \frac{FCFE_{n+1}}{r_e - g} * \frac{1}{(1+r_e)^n}$$

Der,

$FCFE_t$  = Fri kontantstrøm til egen kapitalen (*free cash flow to equity*)

$r_e$  = Egen kapitalens avkastningskrav

Både egen kapital metoden og selskapsverdimetoden antar at kontantoverskuddet utbetales som utbytte eller reinvesteres i prosjekter med en nåverdi lik null (Petersen et al. 2017: 307). Hvis verdsetteren gjør sine beregninger med denne forutsetningen, vil diskontert kontantstrømsmetoder gi et objektivt verdiesestimater (Petersen et al. 2017: 308).



### 5.1.1.3 Diskontert meravkastning

I tillegg til diskontert kontantsstrømmetoder, bruker jeg også to diskontert meravkastningsmetoder. Den første av disse er EVA-modellen (*economic value added*). Den andre metoden er residualinntektsmodellen (RI).

EVA-modellen beregner selskapets markedsverdi, mens RI-modellene beregner egenkapitalens markedsverdi.

Utgangspunktet for EVA-modellen er den investerte kapitalen. Formelen for denne metoden henter jeg fra Petersen et al. (2017: 309):

$$EV_0 = NOA_0 + \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{EVA_{n+1}}{WACC - g} * \frac{1}{(1 + WACC)^n}$$

Der,

$EVA_t = \text{Economic value added } (NOPAT_t - WACC * \text{investert kapital}_{t-1})$

$NOA_0 = \text{Investert kapital}$

RI-modellen bygger på samme formel som EVA-modellen, bortsett fra at den beregner markedsverdien av egenkapitalen direkte, som vist i følgende formel (Petersen et al. 2017: 311):

$$MVE_0 = BVE_0 + \sum_{t=1}^n \frac{RI_t}{(1 + r_e)^t} + \frac{RI_{n+1}}{r_e - g} * \frac{1}{(1 + r_e)^n}$$

Der,

$BVE_0 = \text{Bokført verdi av egenkapitalen}$

$RI_t = \text{Residual income } (\text{Resultat etter skatt}_t - r_e * BVE_{t-1})$

Både EVA-modellen og RI-modellen tar utgangspunkt i bedriftens faktiske verdidrivere.

Begge modellene produserer estimater som er enklere å tolke enn diskontert dividende- og kontantstrømsmodellene. Dette er fordi det blir åpenbart at den estimerte markedsverdien kun overstiger bokført verdi av egenkapitalen når avkastningen overstiger kapitalkostnaden (Petersen et al. 2017: 314).

### 5.1.2 Relativ verdsettelse

Relativ verdsettelse, eller verdsettelse ved bruk av multipler, er en enkel og forholdsvis rask verdsettelsesmetode. Derfor er denne verdsettelsesmetoden populær blant analytikere (Petersen et al. 2017: 317). Relativ verdsettelse er basert på verdsettelsen av sammenlignbare selskaper. For å foreta en relativ verdsettelse må man først konvertere priser til multipler av inntjening, bokførte verdier eller salg. Deretter må man finne sammenlignbare bedrifter. Det siste kan være utfordring fordi det kan være vanskelig å finne sammenlignbare bedrifter, på grunn av forskjeller i risiko, vekstpotensial og kontantstrømmer (Damodaran 2012). Selv om to bedrifter er i samme bransje betyr ikke dette at de benytter de samme regnskapsreglene, eller at de har kommet like langt i produktutviklingen, eller at de har de samme fremtidsutsiktene.

I denne oppgaven bruker jeg flere beregningsmetoder for relativ verdsettelse basert på multipler.

P/E er den vanligste multiplervarianten. P/E er et uttrykk for markedsverdien av egenkapitalen i forhold til resultat etter skatt (årsresultat). Formelen for P/E er:

$$\frac{\text{Markedsverdi}}{\text{Årsresultat}} = \frac{P}{E}$$

I P/E deler man markedsverdien av de sammenlignbare bedriftene på årsresultatene av de samme bedriftene. Dermed finner man forholdet mellom markedsverdi og årsresultat. Ved å beregne gjennomsnittet av disse verdiene kan man enkelt sammenligne bedriftene.

P/B uttrykker forholdet mellom markedsverdi og bokført egenkapital. Formelen for denne multipleren er:

$$\frac{\text{Markedsverdi}}{\text{Bokført egenkapitalverdi}} = \frac{P}{B}$$

EV/Sales uttrykker forholdet mellom selskapsverdien (dvs. markedsverdien av egenkapitalen med rentebærende gjeld) og driftsinntekter. Dette er nyttig for å vise hvor effektivt virksomheten drives. Formelen for denne multipleren er:

$$\frac{\text{Selskapsverdi}}{\text{Driftsinntekter}} = \frac{EV(\text{enterprise value})}{\text{Sales}}$$

EV/EBITDA viser forholdet mellom selskapsverdien (dvs. markedsverdien av egenkapitalen med rentebærende gjeld) og driftsresultat før avskrivninger. Denne metoden ser bort fra risiko og fremtidige investeringsbehov (Kaldestad & Møller 2016). Formelen for denne multiplere er:

$$\frac{\text{Selskapsverdi}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger}} = \frac{\text{EV(enterprise value)}}{\text{EBITDA}}$$

Ved bruk av multipler som beregner selskapsverdien er det nødvendig å trekke fra NIBD og VOL for å komme frem til markedsverdien av egenkapitalen.

## 5.2 Totalkapitalens avkastningskrav

Når vi skal verdsette ved bruk av nåverdimetoder må vi beregne totalkapitalens avkastningskrav (*Weighted Average Cost of Capital – WACC*). Denne brukes som diskonteringsrente i de forskjellige modellene som benytter seg av diskontering. Totalkapitalens avkastningskrav representerer minimumsavkastningen en bedrift må for å tilfredsstille sine eiere og gjeldshavere (Petersen et al. 2017: 143). Formelen for totalkapitalkostnaden (WACC) henter jeg fra Petersen et al. (2017: 143).

$$WACC = \frac{NIBD}{EV} * r_g * (1 - s) + \frac{MVE}{EV} * r_e + \frac{VOL}{EV} * r_l$$

Der,

$r_g$  = Selskapets gjeldskostnad

$r_e$  = Selskapets egenkapitalkostnad

$r_l$  = Selskapets leasingkostnad

$s$  = Selskapets skatt

$NIBD$  = Netto rentebærende gjeld

$MVE$  = Markedsverdien av egenkapitalen

$EV$  = Markedsverdien av selskapet

$VOL$  = Verdien av operasjonell leasing

### 5.2.1 Egenkapitalens avkastningskrav

Det er vanlig å bruke kapitalverdimodellen (*Capital Asset Pricing Model – CAPM*) for å beregne investorenes avkastningskrav. Ifølge kapitalverdimodellen kan man definere investorenes avkastningskrav med følgende formel (Petersen et al. 2017: 345):

$$r_e = r_f + \beta_e * (r_m - r_f)$$

Der,

$r_f$  = Risikofri rente

$r_e$  = Egenkapitalens avkastningskrav

$\beta_e$  = Egenkapitalens beta (systematisk risiko)

$(r_m - r_f)$  = Markedets risikopremie

Den grunnleggende ideen bak kapitalverdimodellen er at investorer kun betaler for risiko som ikke kan håndteres ved diversifisering, ved å holde en tilstrekkelig bred portefølje av aksjer. Dermed er det bare den systematiske risikoen som prises (Petersen et al. 2017: 345).

#### 5.2.1.1 Estimering av risikofri rente

Den risikofrie renten er et uttrykk for hvor mye en investor kan tjene uten å påta seg risiko (Petersen et al. 2017: 346). I teorien er det beste estimatet for en risikofri rente den forventede avkastningen på en portefølje med beta lik null. Det er imidlertid vanskelig å konstruere en portefølje med en beta lik null. Derfor er det vanlig å bruke statsobligasjoner som en «*proxy*» for den risikofrie renten.

Når man skal diskontere en kontantstrøm, må man velge en statsobligasjon med samme varighet som perioden man skal diskontere kontantstrømmen. Dette betyr at man må justere den forventede kortsiktige renten for hver enkelt fremtidig årsperiode. For eksempel, må kontantstrømmen i år 1 diskonteres med et avkastningskrav basert på en ettårig risikofri rente, mens en kontantstrøm i år 10 har et avkastningskrav basert på en tiårig risikofri rente. Dette regnestykket blir veldig komplisert. Derfor er det vanlig å bruke kun en rentekurs fra statsobligasjonen, dvs. den som stemmer best med tidsperspektivet for prognosen. I denne oppgaven er tidsperspektivet 10 år. Derfor har jeg brukt den risikofrie renten på en tiårig norsk statsobligasjon den 27.12.2021.

Tallmaterialet er hentet fra Trading Economics, siden daglige rentesatser for statsobligasjoner ikke lenger er tilgjengelige fra Norges Bank (f.o.m. 01.07.2021). Den risikofrie renten blir dermed som følger:

$$r_f = 1,72\%$$

### 5.2.1.2 Markedets risikopremie

Vi kan definere markedets risikopremie som differansen mellom markedsporteføljens avkastning og den risikofrie renten. Risikopremien er et mål på hva investorer krever i ekstra avkastning for en enhet med samme systematisk risiko (Bøhren et al. 2017: 110). Formelen for markedets risikopremie er:

$$\text{Markedets risikopremie} = E(r_m) - r_f$$

Der,

$E(r_m)$  = Markedsporteføljens avkastning

Jeg har tidligere estimert den risikofrie renten basert på den tiårige norske statsobligasjonen til 1,72%. For å regne ut markedets risikopremie bruker

OSEBX	
<b>Kurs pr. 01.01.2011</b>	445,42
<b>Kurs pr. 31.12.2021</b>	1201,43
<b>Akkumulert avkastning</b>	169,73%
<b>Årlig avkastning</b>	5,43%

jeg et gjennomsnitt av markedets avkastning, basert på gjennomsnittlig markedsavkastning 2011-2021 fra Hovedindeksen (OSEBX).

Tallmaterialet er hentet fra Nordnet. Jeg har brukt tidsperioden 01.01.2011-31.12.2021 for å beregne gjennomsnittlig markedsavkastning. I denne tidsperioden har markedet hatt en gjennomsnittlig årlig avkastning på 5,43% og det er dette tallet jeg har benyttet meg av i formelen. Vi beregner dermed markedets risikopremie slik:

$$\text{Markedets risikopremie} = 5,43\% - 1,72\% = 3,71\%$$

Denne risikofrie renten er altså beregnet til 1,72% og den gjennomsnittlige markedsavkastningen er beregnet til 5,43%. Dette gir en risikopremie i markedet på 3,71%.

### 5.2.1.3 Estimering av egenkapitalbeta

Et viktig tall i kapitalverdimodellen (CAPM) er betaen til egenkapitalen (den systematiske risikoen). Beta tallfester den relative risikoen av en investering i forhold til porteføljen. Beta verdien regnes ut på basis av aksjekursen volatilitet i forhold til avkastningen i markedet. Vi kan si at beta verdien uttrykker kovariansen mellom aksjen og aksjemarkedet delt på variansen i aksjemarkedet (Kaldestad & Møller 2016: 161). Beta måler altså aksjens risiko i forhold til resten av aksjemarkedet, og hvor eksponert man er for markedsrisiko. Hvis beta er høyere enn 1, varierer aksjen mer enn markedet. Hvis beta er lik 1, varierer aksjen og markedet like mye. Beta under 1 betyr at aksjen varierer mindre enn markedet.

Beta kan beregnes på flere måter. Blant annet:

1. Estimering av beta ved hjelp av regresjonsanalyse av historisk avkastning mot en indeks.
2. Estimering av beta basert på sammenlignbare selskaper.
3. Estimering av beta ved hjelp av fundamentale faktorer.

Siden SATS har aktiviteter i fire forskjellige land, er det vanskelig å finne sammenlignbare selskaper. Det er heller ingen konkurrenter som er børsnoterte i Norge i samme bransje som SATS. Derfor har jeg ikke regnet ut beta basert på sammenlignbare selskaper.

Når det gjelder fundamental beta bruker man såkalte «peers» på samme børs. På samme måte som i den forrige utregningsmetoden er det heller ikke lett å finne relevante «peers» for SATS. Derfor har jeg heller ikke brukt denne metoden her.

Den vanligste måten å beregne beta på er å utføre en regresjonsanalyse av historisk avkastning. I denne oppgaven bruker jeg SATS sin historiske avkastning, fra børsnoteringen til 31.12.2021. Jeg sammenligner denne med avkastningen til OSEBX sin avkastning i samme tidsperiode som SATS ASA. Formelen for egenkapitalbetaen kan illustreres slik:

$$\beta_e = \frac{Kov(r_e, r_m)}{Var(r_m)}$$

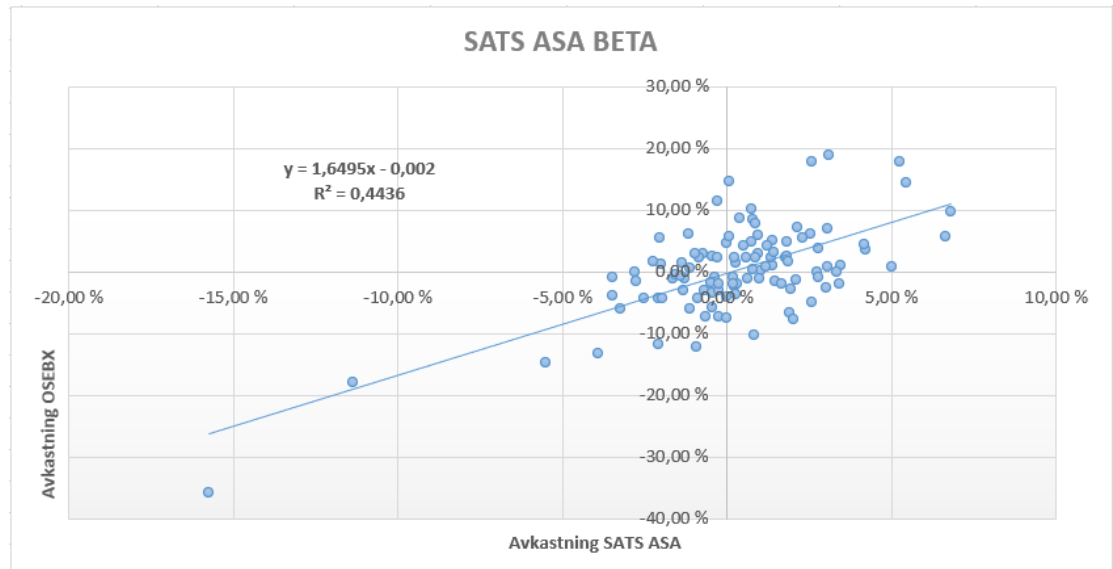
Der,

$Kov(r_e, r_m)$  = Kovariansen til aksjeprisen og markedet

$Var(r_m)$  = Variansen i markedet

Egenkapitalbeta baserer seg på kovariansen mellom en gitt aksje og markedet i forhold til variansen i markedet. Slik beregner vi den systematiske risikoen i selskapet.

Jeg har utført en regresjonsanalyse der jeg har beregnet egenkapitalbetaen for SATS ASA i perioden fra børsnotering til 31.12.2021. Nedenfor kan man se utregningen av egenkapitalbetaen ved hjelp av et punktdiagram. Jeg har brukt tall for den ukentlige avkastningen, både for SATS sine aksjer og for OSEBX-indeksen.



**Figur 6. Regresjonsmodell for råbeta**

*Kilde: Utarbeidet av forfatteren*

Regresjonsmodellen gir en råbeta på 1,6495. Regresjonens forklaringskraft ( $R^2$ ) er 44,36% ( $R^2 = 0,44$ ). Dette er en middels god forklaringskraft. Det finnes ikke noen enkel standard for forklaringskraften i regresjonsanalyse, men en tommelfingerregel i finans er at tall over 0,70 tilsvarer en sterk forklaringskraft mens tall under 0,40 tilsvarer en svak forklaringskraft (Investopedia 2021). Vi kan ikke si at dette er en presis beregning, men det er viktig å merke seg at historikken som brukes i denne analysen er relativt kort, fordi SATS ikke har vært børsnotert i mer enn tre år.

#### 5.2.1.4 Blumes justeringsmodell

Marshall Blumes justeringsmodell er en metode som brukes for å justere selskapets råbeta i retning av gjennomsnittet for alle selskaper (Blume 1975: 785). Prosessen kalles også for «smoothing», fordi man justerer betaen mot markedsgjennomsnittet, dvs. 1 (Koller et al.

2020). Dette bygger på antagelsen om at egenkapitalbetaen beveger seg mot 1 for de fleste selskaper over tid (Damodaran 2012: 187). Formelen for Blumes justeringsmodell er som følger:

$$\text{Justert } \beta_e = P + (1 - P)\beta_e$$

Der,

$P$  = Justeringsfaktoren

$\beta_e$  = Rå egenkapitalbeta

Ved bruk av en justeringsfaktor på 1/3 kan vi beregne justeringen på følgende måte:

$$\text{Justert } \beta_e = \frac{1}{3} + \left(1 - \frac{1}{3}\right) 1,6495 = 1,435$$

Dette gir som beregnet ovenfor en justert egenkapitalbeta på 1,435.

#### 5.2.1.5 Beregning av egenkapitalens avkastningskrav

Nå har vi beregnet alle variablene vi trenger for å beregne egenkapitalens avkastningskrav.

Dette gjør vi ved å sette tallene inn i formelen som følger:

$$r_e = r_f + \beta_e * (r_m - r_f) = 1,72\% + 1,435 * (5,43\% - 1,72\%) = 7\%$$

#### 5.2.2 Beregning av total kapitalens avkastningskrav

Nå som vi har beregnet egenkapitalens avkastningskrav kan vi gå videre til å beregne

total kapitalens avkastningskrav. Når vi skal beregne total kapitalens avkastningskrav må vi

først regne ut selskapets egenkapital delt på summen av egenkapital og gjeld

(selskapsverdien). Vi multipliserer egenkapitalandelen med avkastningskravet for

egenkapitalen, deretter legger vi til gjeldsandelen multiplisert med gjeldskostnaden

multiplisert med 1 minus selskapsskatten. For å beregne gjeldskostnaden har jeg valgt å ta

utgangspunkt i et gjennomsnitt av gjeldskostnadene de siste fire årene basert på

rentekostnader delt på netto rentebærende gjeld.



**Tabell 5. Beregning av gjeldskostnad**

Beregning av gjeldskostnad	
2016	4,24%
2017	4,50%
2018	4,68%
2019	4,67%
2020	4,14%
2021	4,52%
<b>Gj. snitt</b>	<b>4,46%</b>

Som Tabell 5 viser er den estimerte gjeldskostnaden 4,46%.

Dermed har jeg regnet ut alle variablene jeg trenger for å beregne total kapitalens avkastningskrav. Jeg bruker følgende formel for å beregne total kapitalens avkastningskrav (WACC):

$$WACC = \frac{NIBD}{EV} * r_g * (1 - s) + \frac{MVE}{EV} * r_e + \frac{VOL}{EV} * r_l$$

I tabellen nedenfor har jeg satt opp en oversikt over variablene i beregningen av WACC.

**Tabell 6. Beregning av WACC**

Beregning av WACC	
Risikofri rente	1,72%
Markedets avkastning	5,43%
Markedets risikopremie	3,71%
Justert egenkapitalbeta	1,435
<b>Egenkapitalens avkastningskrav</b>	<b>7,00%</b>
Gjeldskostnad (estimert)	4,46%
MVE	3638
NIBD	1826
VOL	4452
Selskapsverdi (EV)	5464
Skattesats	22%
<b>WACC</b>	<b>5,82%</b>

Total kapitalenkostnaden (WACC), som vist gjennom formelen og tabellen, er dermed 5,82%.

### 5.3 Konsistensbetingelser

Når man skal verdsette en bedrift må man ta mange avgjørelser ved beregningene av de forskjellige forutsetningene man legger til grunn. Det er viktig å være konsekvent i forutsetningene gjennom hele prosessen, hvis man vil oppnå et pålitelig resultat. I praksis betyr dette at man benytter de samme forholdstallene i alle utregningene.

Vi må også være konsekvent når vi bruker total kapitalens- og egen kapitalens avkastningskrav som diskonteringsfaktor. Når vi skal diskontere et sett med kontantstrømmer må vi definere kontantstrømmene og diskonteringsfaktoren konsekvent.

Konsistensbetingelsene for analysen i denne oppgaven er som følger:

1. Jeg har utført alle beregningene i samme valuta. Valutaene jeg har brukt er norske kroner (NOK).
2. Alle verdiene er nominelle størrelser, dvs. en størrelse der inflasjonen ikke er medregnet.
3. Kontantstrømmene er målt etter skatt.
4. Alle verdiene er nettotall, dvs. at de er beregnet med fradrag av utgifter, kostnader, etc.
5. Jeg avrunder konsekvent til to desimaler.
6. Alle beregningene tar utgangspunkt i verdsettingstidspunktet, dvs. 31.12.2021.

## 6. Regnskapsanalyse

I dette kapittelet vil jeg presentere historiske regnskapstall for SATS ASA. Hensikten med regnskapsanalysen er å belyse virksomhetens historiske utvikling, kontantstrømmer og historiske resultater. Det endelige målet er å forstå hvordan SATS presterer, selskapets kortsiktige og langsiktige risiko og hva vi kan forvente oss i fremtiden.

### 6.1 Vurdering av regnskapskvaliteten

Det er ikke lett å definere begrepet god regnskapskvalitet, men vi har noen indikatorer som kan hjelpe oss i å vurdere regnskapskvaliteten.

Vi kan vurdere hvorvidt det finnes motiver for å manipulere regnskapet, kvaliteten på regnskapsprinsippene, graden av gjentakende regnskapsposter, hvor mye informasjon som finnes i årsrapportene, og hvorvidt det finnes «røde flagg» i finansielle rapporter. Den følgende tabellen viser hvordan jeg mener SATS presterer på de ulike indikatorene.

**Tabell 7. Regnskapskvalitet hos SATS**

	SANT			USANT	
Evaluering av følgende påstander	1	2	3	4	5
<i>Vurdering av regnskapskvaliteten har vist:</i>					
Få motiver for manipulasjon av regnskapet			X		
Høy kvalitet på regnskapsprinsipper	X				
Høy grad av gjentakende regnskapsposter		X			
Høy grad av informasjon i årsrapporter	X				
Få "røde flagg" i finansielle rapporter		X			
<b>Totalvurdering</b>			<b>1,8</b>		

Jeg har gitt SATS svært god karakter (1) for kvaliteten på regnskapsprinsippene og mye informasjon i årsrapportene, og meget god karakter (2) for graden av gjentakende regnskapsposter og fordi jeg ikke har funnet noe å utsette på de finansielle rapportene. Når det gjelder motiver for å manipulere regnskapet kan jeg dessverre bare gi middels karakter (3). Grunnen til dette er at Økonomisjefen mottar en ytelsesbasert bonus som *kan* gi insentiv til å manipulere regnskapet, selv om dette er usannsynlig. Totalvurderingen blir derfor meget god.

SATS bruker Deloitte som uavhengig revisor. Deloitte har vært revisor for SATS i mange år, også før børsnoteringen. Deloitte bekrefter at SATS bruker European Single Electronic Format (ESEF) regnskapsføringen. SATS rapporterer videre i samsvar med prinsippene i

International Financial Reporting Standard (IFRS), i og med at SATS er et børsnotert selskap. SATS-administrasjonen bruker i tillegg enkelte alternative ytelsesmål (APM) for å forstå virksomheten og driften. Disse APM-ene er blant faktorene som brukes for prognoser og finansanalyser. Deloitte bemerker i sin revisorerklæring at disse APM-ene ikke bør betraktes som en erstatning for noen av IFRS-målene.

## 6.2 Presentasjon av rapporterte regnskapstall

I dette delkapittelet skal jeg presentere resultatregnskapet og balanseregnskapet for SATS ASA. Alle tallene er i millioner kroner (MNOK). Jeg har brukt tallene fra 2016 til 2021.

**Tabell 8. Resultatregnskap (2016-2021)**

SATS ASA Resultatregnskap						
(MNOK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Revenue	3 110	3 250	3 259	3 987	3 534	3 247
<b>Total revenue</b>	<b>3 110</b>	<b>3 250</b>	<b>3 259</b>	<b>3 987</b>	<b>3 534</b>	<b>3 247</b>
Cost of goods	- 60	- 70	- 80	- 115	- 122	- 106
Personnel expenses	- 1 237	- 1 243	- 1 224	- 1 463	- 1 352	- 1 399
Other operating expenses	- 698	- 707	- 688	- 925	- 925	- 925
Depreciation and amortization	- 959	- 907	- 739	- 972	- 1 045	- 1 042
<b>Total operating expenses excluding impairment</b>	<b>- 2 954</b>	<b>- 2 927</b>	<b>- 2 731</b>	<b>- 3 475</b>	<b>- 3 445</b>	<b>- 3 472</b>
<b>Operating profit excluding impairment</b>	<b>156</b>	<b>323</b>	<b>528</b>	<b>512</b>	<b>90</b>	<b>224</b>
Impairment of assets held for sale	-	-	- 265	-	- 78	-
<b>Operating profit</b>	<b>156</b>	<b>323</b>	<b>263</b>	<b>512</b>	<b>11</b>	<b>224</b>
Interest income	1	-	-	1	-	-
Financial income	21	15	22	11	100	54
Interest expense	- 106	- 83	- 236	- 253	- 269	- 284
Financial expense	- 143	- 73	- 26	- 24	- 98	- 68
<b>Net financial items</b>	<b>- 227</b>	<b>- 141</b>	<b>- 240</b>	<b>- 265</b>	<b>- 267</b>	<b>- 298</b>
<b>Profit/loss before tax</b>	<b>- 71</b>	<b>183</b>	<b>24</b>	<b>247</b>	<b>- 255</b>	<b>522</b>
Income tax expense	- 4	- 38	- 28	- 60	- 69	70
<b>Profit/loss for the year</b>	<b>- 75</b>	<b>145</b>	<b>4</b>	<b>187</b>	<b>- 325</b>	<b>452</b>
Other comprehensive income, net of tax	47	- 9	37	10	- 20	36
<b>Total comprehensive income</b>	<b>- 28</b>	<b>136</b>	<b>33</b>	<b>197</b>	<b>- 345</b>	<b>416</b>

SATS sitt resultatregnskap viser økte inntekter fra 2016 til 2017, nedgang fra 2017 til 2018 (hovedsakelig forårsaket av endrete regnskapsprinsipper), oppgang igjen fra 2018 til 2019, etterfulgt av nedgang i inntekter på MNOK 740 fra 2019 til 2021. Dette var de to pandemiårene. Samtidig med nedgang i inntekter pga. stengte treningscentre var driftskostnadene tilnærmet uendret i de tre årene (2019-2021). Dette ga negativt resultat i de to pandemiårene, med større utslag i 2021 enn i 2020. Det er verdt å merke seg at utviklingen var positiv fra 2018 til 2019. Vi kan derfor være rimelig å forvente en positiv utvikling etter fullstendig gjenåpning. Som vi kommer tilbake til senere i oppgaven er oppgangen før pandemien vektlagt mest i fremtidsprognosene.

Videre skal vi se på regnskapstallene i balanseregnskapet.

**Tabell 9. Eiendeler (2016-2021)**

SATS ASA Eiendeler						
Assets (MNOK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Non-current assets</b>						
<i>Intangible assets</i>						
Goodwill	2 240	2 293	2 313	2 351	2 458	2 425
Customer relations	-	-	-	42	40	29
Trademark	265	265	-	2	2	2
Internally developed software	37	58	58	70	78	113
<b>Total non-current intangible assets</b>	<b>2 543</b>	<b>2 617</b>	<b>2 372</b>	<b>2 464</b>	<b>2 578</b>	<b>2 569</b>
<i>Property, plant and equipment</i>						
Right-of-use assets	-	3 346	3 229	3 912	4 568	4 077
Leasehold improvements	336	338	366	480	486	431
Fitness equipment	164	163	184	197	208	200
Other equipment, fixtures and fittings	68	58	49	62	64	61
<b>Total non-current property, plant and equipment</b>	<b>567</b>	<b>3 904</b>	<b>3 827</b>	<b>4 651</b>	<b>5 325</b>	<b>4 769</b>
<i>Financial assets</i>						
Derivative financial instruments	-	-	3	5	-	-
Other non-current receivables	1	1	131	41	38	34
<b>Total non-current financial assets</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>134</b>	<b>47</b>	<b>38</b>	<b>34</b>
Deferred tax asset	-	162	149	192	166	213
<b>Total non-current assets</b>	<b>3 111</b>	<b>6 684</b>	<b>6 482</b>	<b>7 354</b>	<b>8 107</b>	<b>7 584</b>
<b>Current assets</b>						
Inventories	13	30	28	41	48	57
Other current receivables	23	18	119	70	85	59
Accounts receivables	116	99	119	136	120	117
Prepaid expenses and accrued income	195	160	174	222	274	237
Cash and cash equivalents	124	249	357	165	456	281
<b>Total current assets</b>	<b>471</b>	<b>556</b>	<b>797</b>	<b>634</b>	<b>983</b>	<b>751</b>
<b>Total assets</b>	<b>3 582</b>	<b>7 240</b>	<b>7 279</b>	<b>7 988</b>	<b>9 091</b>	<b>8 336</b>

Tabell 9 ovenfor gir en oversikt over SATS ASAs eiendeler. Tallene viser en økning av totale eiendeler fra 2016 til 2020, etterfulgt av en nedgang fra 2020 til 2021. Det samme gjelder anleggsmidler. Tallene i denne tabellen er rapporterte tall. Det vil si at 2016 ikke er justert for verdien av operasjonell leasing.

I Tabell 10 presenterer jeg en oversikt over egenkapitalen og gjelden til SATS ASA.

**Tabell 10. Egenkapital og gjeld (2016-2021)**

SATS ASA Egenkapital og gjeld						
Equity and liabilities (MNOK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Equity</b>						
Share capital	222	225	225	361	365	366
Share premium	2 251	2 270	2 270	3 990	2 513	2 521
Other reserves	- 1 318	- 32	5	15	- 4	34
Treasury shares	- 4	- 6	- 4	-	- 19	- 17
Retained earnings	- 252	- 1 721	- 1 735	- 3 143	- 1 969	- 2 421
<b>Total equity</b>	<b>899</b>	<b>736</b>	<b>761</b>	<b>1 223</b>	<b>885</b>	<b>483</b>
<b>Non-current liabilities</b>						
Deferred tax liability	37	125	83	77	90	72
Borrowings	1 541	1 714	1 787	1 293	1 938	2 090
Derivative financial instruments	-	2	-	-	36	1
Other non-current liabilities	-	-	-	-	-	4
Lease liability	5	3 117	2 949	3 521	4 167	3 632
<b>Total non-current liabilities</b>	<b>1 584</b>	<b>4 959</b>	<b>4 820</b>	<b>4 891</b>	<b>6 231</b>	<b>5 798</b>
<b>Current liabilities</b>						
Borrowings	174	60	60	8	11	12
Lease liability	4	555	611	767	795	820
Contract liability	374	401	431	491	441	487
Trade and other payables	123	104	107	122	119	138
Current tax liabilities	2	16	46	39	40	4
Public fees and charges payable	65	63	98	127	145	225
Other current liabilities	357	349	346	322	424	369
<b>Total current liabilities</b>	<b>1 099</b>	<b>1 548</b>	<b>1 699</b>	<b>1 875</b>	<b>1 975</b>	<b>2 055</b>
<b>Total liabilities</b>	<b>2 683</b>	<b>6 507</b>	<b>6 519</b>	<b>6 765</b>	<b>8 206</b>	<b>7 853</b>
<b>Total equity and liabilities</b>	<b>3 582</b>	<b>7 242</b>	<b>7 279</b>	<b>7 988</b>	<b>9 091</b>	<b>8 336</b>

Her ser vi at SATS hadde økende gjeld fra 2016 til 2020, etterfulgt av en nedgang på MNOK 353 fra 2020 til 2021. Vi ser også at SATS hadde en nedgang i egenkapital på MNOK 402 fra 2020 til 2021. Kapitalstrukturen i SATS har altså beveget seg mot stadig mer gjeld.

### 6.3 Reorganisering av regnskapet

Analysen av resultatregnskap og balanseregnskap gir ikke en enkelt forståelig innsikt i den operasjonelle driften og verdien av et selskap. Derfor er det vanlig å reorganisere resultatregnskapet, balansen og kontantstrømmen for å kunne analysere forhåndstall på en oversiktlig måte. Vi gjør dette ved å skille mellom operasjonelle (O) og finansielle (F) tall.

#### 6.3.1 Justering for leasing

For at man skal kunne reorganisere regnskapene på en måte som er sammenlignbar over tid er det nødvendig at standardene for regnskapsføring er lik i alle regnskapsårene.

Frem til regnskapsåret 2018 ble leasing av eiendom, anlegg og utstyr klassifisert som enten finansiell leasing eller operasjonell leasing i henhold til IAS 17, leieavtaler. Fra og med 1. januar 2019 ble leieavtaler regnskapsført som en bruksrettseiendel og en tilsvarende leieforpliktelse på det tidspunkt den utleide eiendelen var tilgjengelig for bruk, i henhold til den nye leasing-standarden (SATS 2020: 62). I 2019 ble altså IFRS 16 gjeldende, slik at SATS måtte legge frem verdien av leasing i regnskapet. Dette ble tidligere ikke rapportert. Det er derfor nødvendig å justere de historiske regnskapene for leasing slik at vi kan utarbeide en korrekt reorganisering av regnskapet og regnskapsanalyse.

Det finnes ingen informasjon om verdien av operasjonell leasing i årsrapporten for 2016. SATS har derimot i årsrapporten for 2019 rapportert regnskapstallene med den nye leasingstandarden for regnskapsårene 2017 og 2018. Det er dermed kun årsregnskapet for 2016 hvor SATS ikke allerede har justert regnskapet for leasing.

For at vi skal kunne få med regnskapsåret 2016 i regnskapsanalysen er det nødvendig å justere for leasing også i regnskapet for 2016. Dette har jeg gjort ved å ekstrapolere endringene fra 2017 til 2018, samt at jeg har brukt notene fra årsrapportene mellom 2016 og 2019 for å utarbeide et estimat av verdien av den operasjonelle leasingen i 2016.

#### 6.3.2 Reorganisering av resultatregnskapet

Reorganisering av resultatregnskapet krever at vi klassifiserer hver post som enten operasjonell eller finansiell (Petersen et al. 2017: 111). På den måten kan vi beregne EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*), EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*) og NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*).

EBITDA finner vi ved å trekke driftskostnader fra driftsinntekter, og trekke fra avskrivninger. EBIT (driftsresultat) finner vi ved å legge avskrivninger til EBITDA. Investorer anser EBIT som den primære kilden til verdiskapning, og verdsetter som regel driften adskilt fra finansieringsaktiviteter (Petersen et al. 2017: 112).

NOPAT er en nyttig indikator i kontantstrøms- og lønnsomhetsanalyser. For å finne NOPAT må vi identifisere driftsskattekostnaden. Dette finner vi ved å identifisere renteskattegevinsten av netto finansielle kostnader og trekke dette fra selskapskatten. Dette gir oss driftsskattekostnaden, som vi trekker fra EBIT for å beregne NOPAT.

Tabell 11 viser nøkkeltall fra det reorganiserte resultatregnskapet (Inntekt, EBITDA, EBIT, NOPAT og resultat). For fullstendig reorganisert resultatregnskap, se Vedlegg 2.

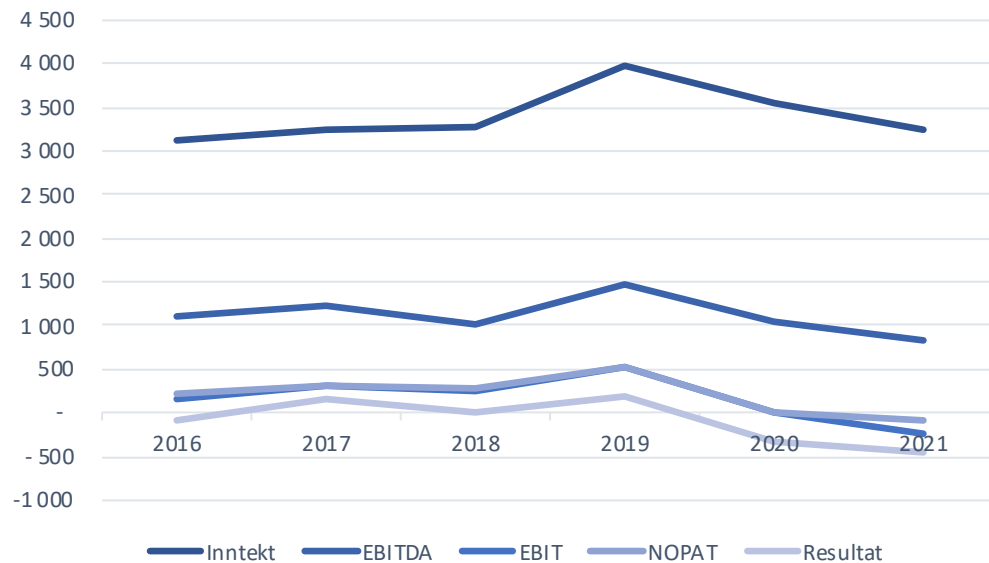
**Tabell 11. Reorganisert resultatregnskap (2016-2021)**

Reorganisering av resultatregnskap						
(MNOK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Inntekt	3 110	3 250	3 259	3 987	3 534	3 247
EBITDA	1 115	1 230	1 002	1 484	1 057	817
EBIT	156	323	263	512	11 -	224
NOPAT	209	319	290	510	1 -	88
Resultat	- 75	144 -	4	187 -	325 -	452

Tallene i Tabell 11 viser at NOPAT stort sett har økt i årene 2016-2019, for deretter å avta sterkt i pandemiårene 2020 og 2021. EBIT og EBITDA viser tilsvarende trender. Det er verdt å merke seg at negativ NOPAT kan tyde på at den operasjonelle driften ikke er lønnsom. Dette stemmer med situasjonen under pandemien.

Figur 7 på neste side viser tallene fra Tabell 11 i grafisk fremstilling.





**Figur 7. Reorganisert resultatregnskap graf**

### 6.3.3 Reorganisering av balanseregnskapet

På samme måte som ved reorganiseringen av resultatregnskapet, skiller vi også mellom finansielle og operasjonelle midler når vi reorganiserer balanseregnskapet. Hensikten med dette er igjen å skille ut driftsrelatert aktiva, siden det er disse som driver verdiskapningen. På denne måten kan vi beregne *NONCA (Net Operating Non-Current Assets)*, *NOWC (Net Operating Working Capital)*, *NOA (Net Operating Assets)* og *NIBD (Net Interest-Bearing Debt)*.

Vi finner *NONCA* (netto driftsrelaterte anleggsmidler) ved å finne summen av driftsrelaterte anleggsmidler og trekke fra driftsrelatert langsiktig gjeld. Vi finner *NOWC* (driftsrelatert arbeidskapital) ved å finne summen av driftsrelaterte omløpsmidler og trekke fra driftsrelatert kortsiktig gjeld.

Vi finner *NOA* (netto operasjonelle eiendeler) ved å finne summen av *NONCA* og *NOWC*. *NOA* er den samlede investeringen i et selskaps operasjonelle aktiviteter, også kalt investert kapital. *NOA* er en nyttig indikator i for eksempel lønnsomhetsanalyser.

Vi finner *NIBD* (netto rentebærende gjeld) ved å trekke finansielle eiendeler fra rentebærende gjeld.

Tabell 12 nedenfor viser nøkkeltall fra det reorganiserte balanseregnskapet. For fullstendig reorganisert balanseregnskap, se Vedlegg 3.

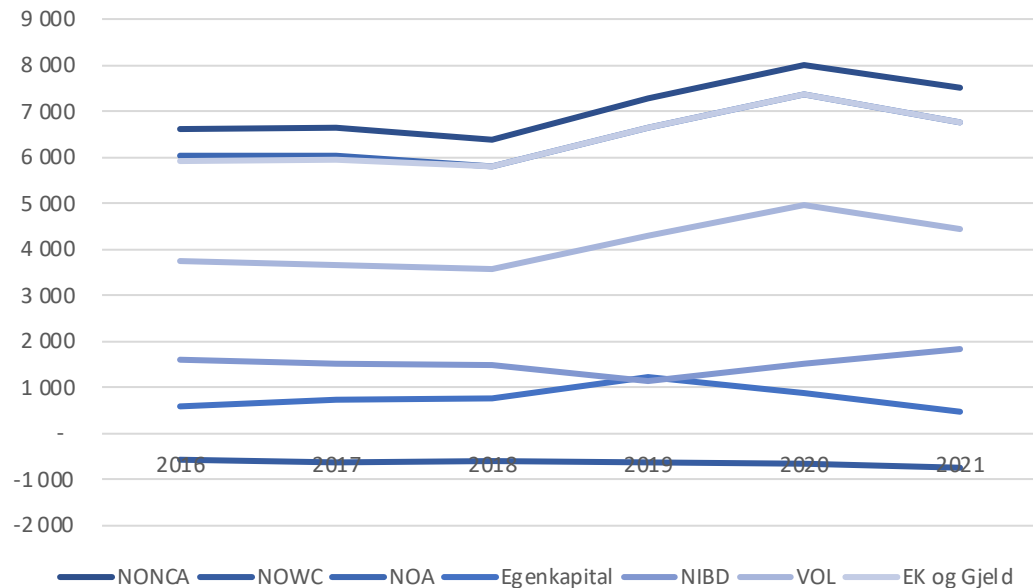
**Tabell 12. Reorganisert balanseregnskap (2016-2021)**

Reorganisering av balanseregnskapet						
(MNOK)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
NONCA	6 620	6 650	6 396	7 272	8 018	7 513
NOWC	- 574	- 626	- 588	- 632	- 642	- 753
NOA	6 046	6 024	5 808	6 640	7 376	6 760
Egenkapital	600	736	761	1 223	886	483
NIBD	1 591	1 527	1 487	1 131	1 529	1 826
VOL	3 741	3 672	3 560	4 288	4 962	4 452
EK og Gjeld	5 932	5 935	5 808	6 642	7 377	6 761

Tallene i Tabell 12 viser at egenkapitalen har økt mellom 2016 og 2019, for deretter å gå ned fra 2019 til 2021. Vi ser også at investert kapital (NOA) holdt seg ganske jevnt mellom 2016 og 2018, for deretter å øke fra 2018 til 2020, og falle fra 2020 til 2021. Netto rentebærende gjeld (NIBD) var ganske stabil fra 2016 til 2018, for så å falle fra 2018 til 2019, og deretter øke fra 2020 til 2021. Vi ser altså at SATS har økt gjelden de to siste årene, samtidig som egenkapitalen har blitt redusert i samme periode. Dette tyder på at SATS har tatt opp store lån for å investere i anleggsmidler. Vi ser også en sterk økning i Right-of-use i forbindelse med kjøp av nye treningsentre.

Tallene viser videre at SATS har favorisert gjeld i kapitalstrukturen, som et resultat av at selskapet ikke har hatt positivt resultat i løpet av pandemien, og dermed ikke har hatt overskudd som kunne overføres til opptjent egenkapital.

Figur 8 på neste side gir en grafisk fremstilling av tallene fra Tabell 12.



**Figur 8. Reorganisert balanseregnskap graf**

#### 6.4 Lønnsomhetsanalyse

En viktig del av regnskapsanalysen er å måle lønnsomheten i et selskap. For å måle dette bruker vi flere ulike nøkkeltall. Vi måler ROIC (*Return on Invested Capital*), ROE (*Return on Equity*) og ROA (*Return on Assets*).

Vi finner ROIC (avkastning på investert kapital) ved å ta driftsresultat etter skatt (NOPAT) og dele på investert kapital (NOA). Dette kan uttrykkes ved bruk av følgende formel:

$$ROIC = \frac{NOPAT}{NOA} * 100$$

ROIC er altså et uttrykk for driftsinntekter som en prosent av investert kapital. I motsetning til EBIT og NOPAT tar ROIC hensyn til den investerte kapitalen. Dette gjør ROIC til en viktig indikator for å måle lønnsomheten av selskapets drift, og hvorvidt den faktiske avkastningen er tilfredsstillende. En høyere ROIC fører vanligvis til bedre kredittvurderinger og høyere verdivurdering (Petersen et al. 2017: 142).

Vi finner ROE (avkastning på egenkapital) ved å ta resultat etter skatt (NI-net income) og dele på bokført verdi av egenkapitalen (BVE). Dette kan uttrykkes ved bruk av følgende formel:

$$ROE = \frac{NI}{BVE} * 100$$

ROE er altså et uttrykk for resultat etter skatt som en prosent av bokført verdi av egenkapital. ROE gjenspeiler selskapets regnskapsmessige avkastning for aksjonærene (Petersen et al. 2017: 168).

Vi finner ROA (avkastning på eiendeler) ved å ta resultat etter skatt (*NI-net income*) og dele på totale eiendeler (*TA-total assets*).

$$ROA = \frac{NI}{TA} * 100$$

ROA er altså et uttrykk for resultat etter skatt som en prosent av totale eiendeler. ROA beskriver hvor lønnsomt et selskap er, basert på avkastning på eiendeler, dvs. avkastning på total kapitalen (Pettersen et al. 2017: 366). ROA viser hvor godt selskapet klarer å konvertere eiendelene sine til å skape inntekt.

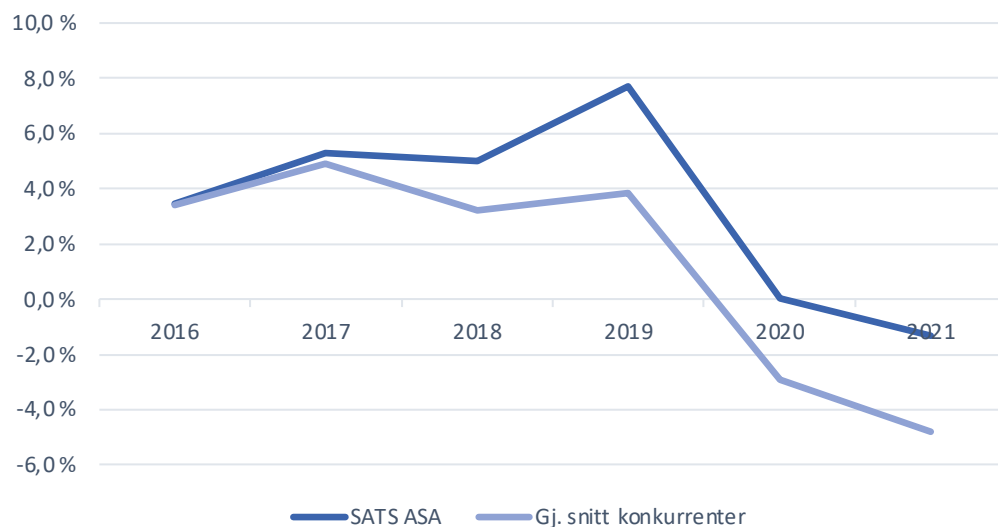
Tabellene og figurene nedenfor viser den historiske utviklingen av lønnsomhetsindikatorene ROIC (etter skatt), ROA og ROE for årene 2016 til 2021. Jeg har også beregnet gjennomsnittlige tall for noen sammenlignbare selskaper ('konkurrenter'). Disse er: ACTIC Group AB, The Gym Group PLC og Basic-Fit NV, basert i henholdsvis Sverige, Storbritannia og Nederland. Jeg valgte disse tre selskapene fordi alle er børsnoterte selskaper som driver treningssenter som primærvirksomhet. Jeg bruker de samme selskapene som sammenlignbare selskaper i den relative verdsettelsen.

**Tabell 13. ROIC etter skatt (2016-2021)**

	ROIC etter skatt					
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>SATS ASA</b>	3,5 %	5,3 %	5,0 %	7,7 %	0,0 %	-1,3 %
<b>Gj. snitt konkurrenter</b>	3,4 %	4,9 %	3,2 %	3,9 %	-2,9 %	-4,8 %

Tallene i Tabell 13 viser at SATS hadde sterkere vekst enn de sammenlignbare 'konkurrentene' fra 2016 til 2019. SATS hadde heller ikke så stor nedgang som de sammenlignbare selskapene i pandemiårene.

Figur 9 på neste side gir en grafisk fremstilling av de samme tallene.



**Figur 9. ROIC etter skatt graf**

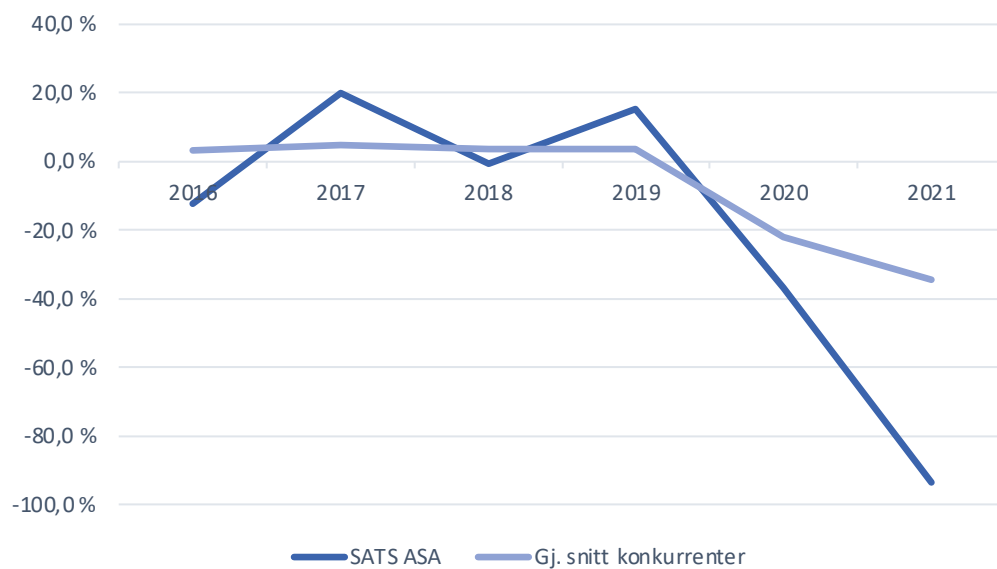
Tabell 14 nedenfor viser at SATS hadde sterkere avkastning på egenkapitalen (ROE) enn de sammenlignbare 'konkurrentene' i årene 2017 og 2019. Til gjengjeld hadde SATS svakere avkastning enn de sammenlignbare selskapene i pandemiårene.

Her bør det nevnes at det er usikkert hvor sammenlignbare de ulike selskaperes økonomiske indikatorer egentlig er i de to pandemiårene. Grunnen til dette er at de forskjellige landene (Norge, Sverige, Storbritannia og Nederland) innførte svært forskjellige tiltak for å bekjempe pandemien, og forskjellige tiltak for å motvirke økonomiske konsekvenser av koronatiltakene, for eksempel støtte- og kompensasjonsordninger for bedrifter.

**Tabell 14. ROE (2016-2021)**

	ROE					
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>SATS ASA</b>	-12,4 %	19,7 %	-0,5 %	15,3 %	-36,7 %	-93,6 %
<b>Gj. snitt konkurrenter</b>	3,1 %	4,6 %	3,7 %	3,4 %	-22,0 %	-34,5 %

Figur 10 på neste side gir en grafisk fremstilling av de samme tallene.

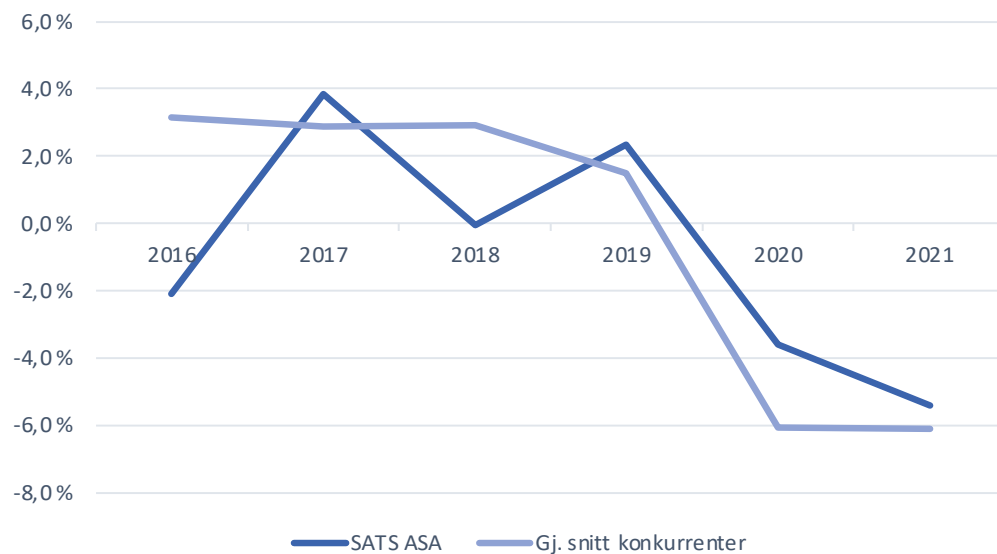


**Figur 10. ROE graf**

Tabell 15 og figur 11 viser at SATS hadde positiv ROA i 2017 og 2019, og ellers negativ ROA.

**Tabell 15. ROA (2016-2021)**

	ROA					
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>SATS ASA</b>	-2,1 %	3,8 %	-0,1 %	2,3 %	-3,6 %	-5,4 %
<b>Gj. snitt konkurrenter</b>	3,2 %	2,9 %	2,9 %	1,5 %	-6,1 %	-6,1 %



**Figur 11. ROA graf**

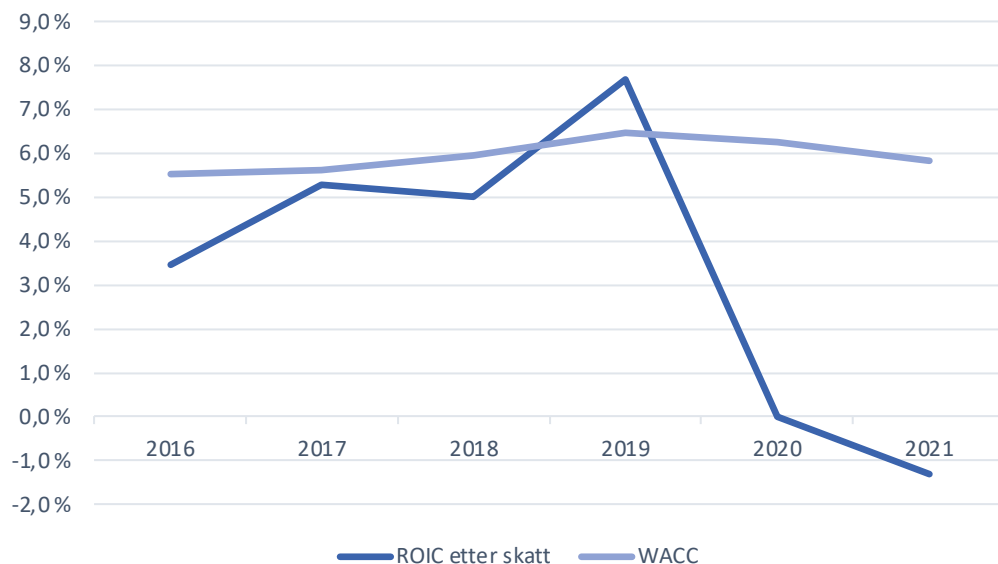
Tallene viser at gjennomsnittet for de sammenlignbare selskapene ga positiv ROA i årene før pandemien (2016-2019), og negativ ROA i de to pandemiårene. Vi ser imidlertid at SATS hadde bedre ROA enn 'konkurrentene' mens pandemien pågikk.

Tabell 16 nedenfor gir en oversikt over SATS sine historiske verdier for ROIC (etter skatt), ROE og ROA i perioden 2016-2021.

**Tabell 16. Historiske verdier ROIC, ROE, ROA og WACC (2016-2021)**

Historiske verdier	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>ROIC etter skatt</b>	3,5 %	5,3 %	5,0 %	7,7 %	0,0 %	-1,3 %
<b>ROE</b>	-12,4 %	19,7 %	-0,5 %	15,3 %	-36,7 %	-93,6 %
<b>ROA</b>	-2,1 %	2,0 %	-0,1 %	2,3 %	-3,6 %	-5,4 %
<b>WACC</b>	5,5 %	5,6 %	6,0 %	6,5 %	6,3 %	5,8 %

For å forstå hvorvidt et selskap er lønnsomt kan vi sammenligne ROIC med total kapitalens avkastningskrav (WACC). Dette gir oss en bedre indikasjon på hvorvidt selskapet oppfyller avkastningskravet til total kapitalen. Et selskap står alltid ovenfor valget mellom å reinvestere fortjenesten for å vokse ytterligere eller å gi aksjeeierne utbetalinger gjennom utbytte. Fra aksjeeiernes perspektiv kan reinvesteringer være attraktive, dersom de kommer fra inntektsskapende aktiviteter som også er verdiskapende på sikt. Dette er fordi aksjeprisen påvirkes i stor grad av fremtidig utbytte. Figur 12 nedenfor viser den historiske utviklingen av forholdet mellom ROIC og WACC for årene 2016 til 2021 hos SATS.



**Figur 12. Sammenligning ROIC etter skatt og WACC graf**

Figur 12 (på forrige side) er basert på tallene som er vist i Tabell 17 nedenfor.

**Tabell 17. Sammenligning ROIC etter skatt og WACC (2016-2021)**

Sammenligning av ROIC etter skatt og WACC						
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>ROIC etter skatt</b>	3,5 %	5,3 %	5,0 %	7,7 %	0,0 %	-1,3 %
<b>WACC</b>	5,5 %	5,6 %	6,0 %	6,5 %	6,3 %	5,8 %

Når ROIC er høyere enn WACC ser vi umiddelbart at EVA (*Economic Value Added*) er positiv. EVA er positiv når betingelsen om at avkastning skal være høyere enn avkastningskrav er oppfylt. Som vi ser av tallene hadde SATS negativ EVA i 2016 og 2017, og igjen i 2020 og 2021. SATS hadde en sterk nedgang i ROIC i forhold til WACC fra 2019 til 2020. Dette betyr at lønnsomheten ble svekket, noe som vi også kunne forvente i og med nedstengningene i 2020 og 2021. I 2019 var ROIC etter skatt svært sterk.

Lønnsomhetsanalysen viser at SATS gjennomgående har hatt høyere ROIC etter skatt enn de tre sammenlignbare selskapene (i Sverige, Storbritannia og Nederland), og høyere ROA i pandemiårene. Dette lover godt for den videre driften, spesielt i Norge, der SATS har få konkurrenter. Det er usannsynlig at Norges største treningssenterkjede går konkurs, når de aller fleste medlemmene har returnert etter pandemien.

## 6.5 Vekstanalyse

Dette underkapittelet sammenligner ulike nøkkeltall knyttet til SATS ASA sin vekst, og hvordan disse tallene utvikler seg år etter år. Vekst kan måles på mange forskjellige måter, men uansett parameterne er vekst alltid av spesiell interesse for investorer, som et mål på potensiell fremtidig lønnsomhet. Her skal vi se på noen ulike mål som kan belyse vekst, inkludert inntekt, EVA (*Economic Value Added*), RI (*Residual Income*) og bærekraftig vekst.

*Economic Value Added* (EVA), som også kalles «super profit» er den fortjenesten som overstiger egenkapitalens avkastningskrav. En bedrift og dens investorer vil ikke være fornøyd med resultatene, med mindre overskuddet når opp til eller overstiger egenkapitalens avkastningskrav (Petersen et al. 2017: 140). EVA kan beregnes ved bruk av følgende formel:



$$EVA = NOPAT - (WACC * NOA)$$

*Residual Income* (RI) får vi ved å trekke fra eiernes egenkapital avkastning fra ROE (avkastning på egenkapital). Dermed får vi et nytt mål for merverdi for eierne. RI kan beregnes ved bruk av følgende formel:

$$RI = (ROE - r_e) * BVE$$

I likhet med EVA-modellen gir også RI-modellen et mål på hvordan bedriften utvikler seg, og om resultatet er bedre enn investorenes forventninger. Forskjellen på de to modellene er at RI-modellen viser verdien av selskapet fra eiernes perspektiv, mens EVA-modellen viser verdien av selskapet som helhet. Residualinntekten (RI) er differansen mellom rentabiliteten og bokførte verdiers kapitalkostnader (Dyrnes 2011).

Den bærekraftige vekstraten (*sgr, sustainable growth rate*) er et forholdstall som uttrykker i hvilken grad og hvor fort et selskap kan øke inntektene uten at det går utover den finansielle risikoen. Samtidig uttrykker denne raten den maksimale veksten et selskap kan oppnå uten ekstra finansiering gjennom å bruke egenkapital eller øke gjelden (Petersen et al. 2017: 188-189). Den bærekraftige vekstraten kan beregnes ved bruk av følgende formel:

$$g = ROE * (1 - PO)$$

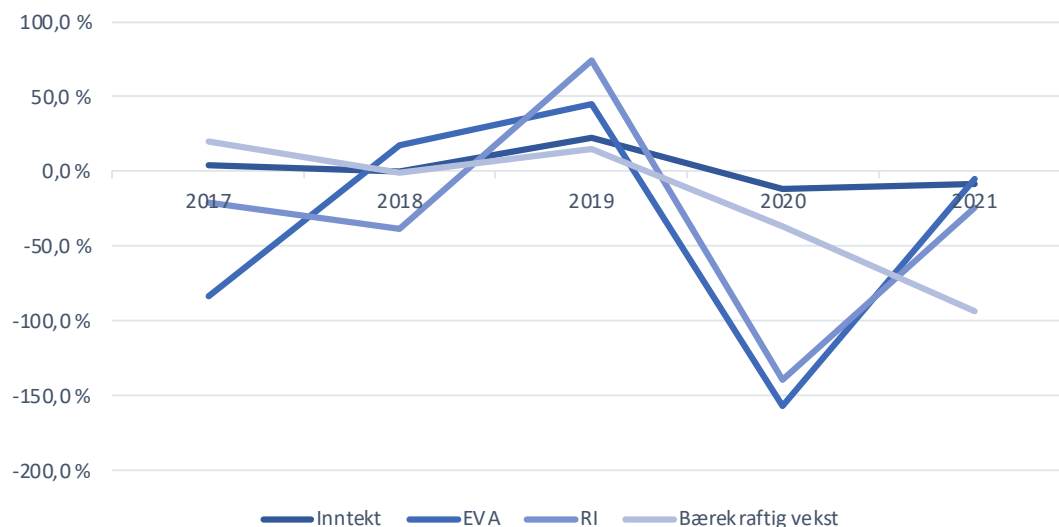
Der,

$g$  = Bærekraftig vekstrate

$ROE$  = Avkastningen på egenkapitalen

$PO$  = Utbytteraten

Figur 13 nedenfor viser den historiske veksten i inntekt, EVA, RI og bærekraftig vekst i årene 2017 til 2021 hos SATS.



**Figur 13. Vekstanalyse graf**

Figuren viser historisk vekst i de valgte indikatorene for perioden 2017-2021 og er basert på tallene som vist i Tabell 18 nedenfor.

**Tabell 18. Vekstanalyse (2017-2021)**

	Vekstanalyse					Gj. snitt	Gj. snitt før COVID-19
	2017	2018	2019	2020	2021		
<b>Inntekt</b>	4,5 %	0,3 %	22,3 %	-11,4 %	-8,1 %	1,5 %	9,0 %
<b>EVA</b>	-83,9 %	17,8 %	45,3 %	-156,5 %	-4,7 %	-36,4 %	-6,9 %
<b>RI</b>	-21,0 %	-38,7 %	74,4 %	-139,3 %	-24,3 %	-29,8 %	4,9 %
<b>Bærekraftig vekst</b>	19,7 %	-0,5 %	15,3 %	-36,7 %	-93,6 %	-19,2 %	11,5 %

Tabellen viser at det har vært positiv inntektsutvikling i årene 2017 til 2019, etterfulgt av negativ utvikling i 2020 og 2021. Når det gjelder EVA, har tallene vært vekslende fra 2017 til 2019, og negative i 2020 og 2021. RI var positiv i 2019, men ellers negativ. Tallene for bærekraftig vekst var positive i 2017 og 2019, men ellers negative, spesielt i 2020 og 2021.

Tallene i kolonnen til ytterst til viser gjennomsnittet for årene før pandemien, mens kolonnen ved siden viser gjennomsnittet for hele perioden. Vi ser at de gjennomsnittlige resultatene for årene før COVID-19 var meget sterke, spesielt når det gjelder EVA og RI. Bærekraftig vekst på 11,5% er også meget godt. Gjennomsnittet for årene inkludert 2020 og 2021 er derimot svakt. Her er bærekraften -19,2%. Dette viser hvor stor innvirkning pandemien hadde på SATS sine resultater, spesielt på EVA og RI.

## 6.6 Likviditetsanalyse

I dette underkapittelet legger jeg frem resultater av kortsiktige og langsiktige likviditetsanalyser. Den kortsiktige likviditetsanalysen består av analyser av Likviditetsgrad 1 og 2, samt operasjonell kontantstrøm til kortsiktig gjeld.

Den langsiktige likviditetsanalysen består av analyser av egenkapitalandelen, operasjonell kontantstrøm til langsiktig gjeld og rentedekningsgraden. Til slutt har jeg utført en beregning av Altman Z-score for å evaluere SATS sin konkurrisiko.

### 6.6.1 Kortsiktig likviditetsrisiko

For å analysere om SATS klarer å innfri kortsiktige forpliktelser har jeg analysert likviditetsgrad 1. Det som kategoriseres som kortsiktige betalingsforpliktelser i denne sammenheng, er forpliktelser som forefaller innen det gitte regnskapsåret. Likviditetsgrad 1 måler selskapets omløpsmidler mot den kortsiktige gjelden. Likviditetsgrad 2 inkluderer kun de mest likvide omløpsmidlene. Her vil dermed varelager falle utenfor beregningen.

Normalt bør likviditetsgrad 1 (forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld) være større enn verdien 2, ettersom dette indikerer at omløpsmidlene er store nok til å dekke kortsiktig gjeld. Men hvilket tall som bør regnes som en 'god' verdi er stadig et tema for debatt. I og med at verdien gjerne er bransjespesifikk har jeg sammenlignet SATS med gjennomsnittet for SATS sine 'konkurrenter', dvs. de sammenlignbare selskapene jeg har brukt i tidligere analyser.

Likviditetsgrad 1 kan uttrykkes ved hjelp av følgende formel (Petersen et al. 2017: 231):

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

Tabell 19 viser tallene for SATS sin likviditetsgrad 1 for årene 2016-2021.

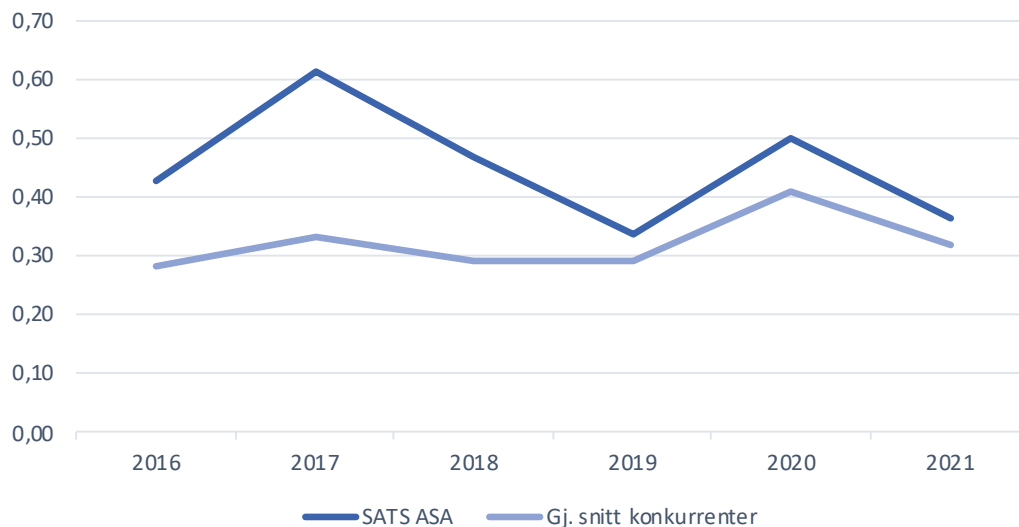
**Tabell 19. Likviditetsgrad 1 (2016-2021)**

	Likviditetsgrad 1					
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
SATS ASA	0,43	0,61	0,47	0,34	0,50	0,37
Gj. snitt konkurrenter	0,28	0,33	0,29	0,29	0,41	0,32

Som vi ser av Tabell 19 er tallene for likviditetsgrad 1 ganske lave. Men de sammenlignbare selskapene har enda lavere verdier.

Generelt er det liten forskjell på likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2 i fitness- og treningscenterbransjen, fordi denne bransjen ikke opererer med store varelager.

Figur 14 nedenfor viser tallene fra Tabell 19 i grafisk fremstilling.



**Figur 14. Likviditetsgrad 1 graf**

Likviditetsgrad 2 kan uttrykkes ved hjelp av følgende formel (Damodaran 2012: 49):

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

Likviditetsgrad 2 bør normalt ligge over verdien 1 hvis vi skal kunne si at selskapet har 'god' likviditet (Damodaran 2012: 49). Selskapet evner nemlig å betale alle sine kortsiktige betalingsforpliktelser med omløpsmidler som raskt kan konverteres til kontanter, dersom likviditetsgrad 2 ligger over verdien 1.

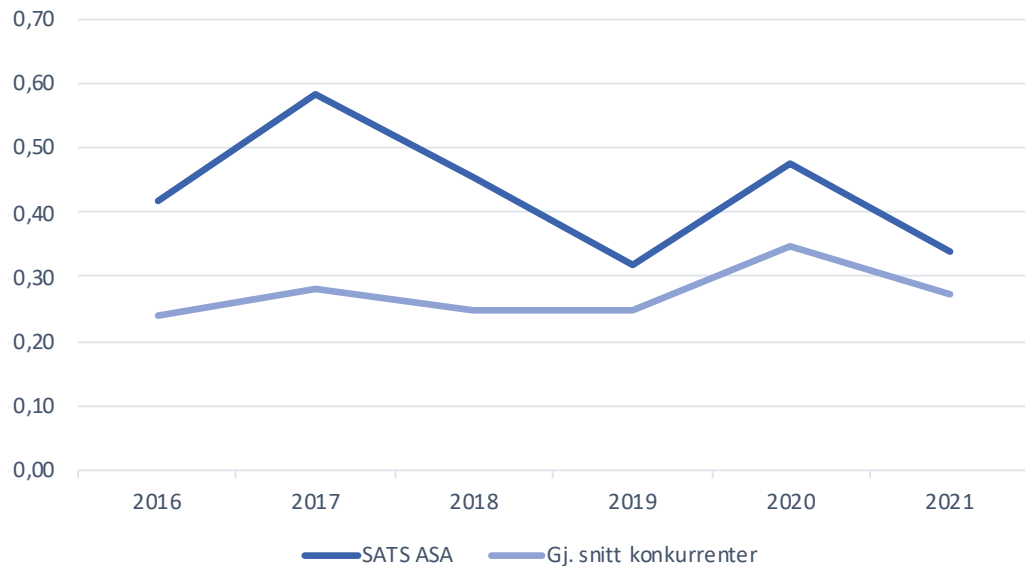
Tabell 20 viser tallene for SATS sin likviditetsgrad 2 for årene 2016-2021.

**Tabell 20. Likviditetsgrad 2 (2016-2021)**

	Likviditetsgrad 2					
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>SATS ASA</b>	0,42	0,58	0,45	0,32	0,47	0,34
<b>Gj. snitt konkurrenter</b>	0,24	0,28	0,25	0,25	0,35	0,27

Som vi ser av Tabell 20 er tallene for hele analyseperioden 2015-2021 langt under 1, men det samme gjelder de sammenlignbare selskapene. Det har heller ikke vært store forskjeller mellom årene før pandemien og under pandemien. Dette tyder på at likviditetsgrad 2 holder et gjennomgående lavt nivå i denne bransjen.

Figur 15 nedenfor viser tallene fra Tabell 20 i grafisk fremstilling.



**Figur 15. Likviditetsgrad 2 graf**

Til slutt i den kortsiktige likviditetsanalysen skal jeg beregne forholdet mellom den operasjonelle kontantstrømmen (operasjonell KS) og selskapets kortsiktige gjeld. Dette kan uttrykkes ved hjelp av følgende formel (Petersen et al. 2017: 225):

$$\text{Operasjonell KS til kortsiktig gjeld} = \frac{\text{Operasjonell KS}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Dette forholdstallet uttrykker hvor mye av den kortsiktige gjelden selskapet har mulighet for å betale av den operasjonelle kontantstrømmen. Her er det også debatt om hvilke tallverdier vi kan anse som 'god' likviditet. Derfor vil jeg også her sammenligne SATS med de sammenlignbare selskapene i Sverige, Storbritannia og Nederland.

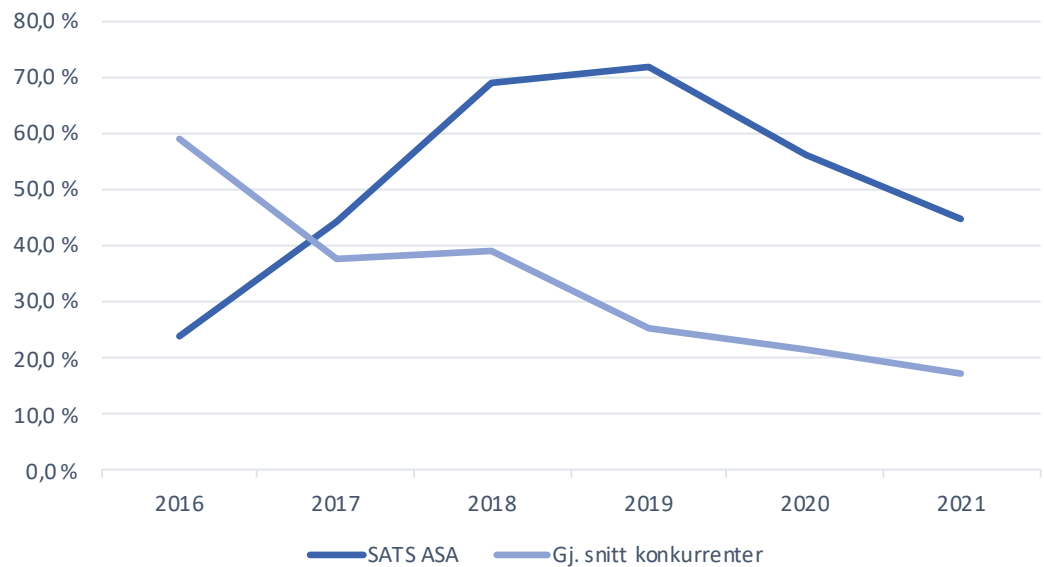
Som Tabell 21 viser har SATS i alle årene unntatt 2016 hatt et betydelig bedre forhold mellom operasjonell KS og kortsiktig gjeld enn de sammenlignbare selskapene. Før pandemien hadde SATS en meget god utvikling i den operasjonelle kontantstrømmen og

evnen til å betjene kortsiktig gjeld. Selv om den operasjonelle kontantstrømmen til kortsiktig gjeld sank i pandemiårene hadde SATS fortsatt relativt god betalingsevne under pandemien.

**Tabell 21. Operasjonell kontantstrøm til kortsiktig gjeld (2016-2021)**

Operasjonell KS til kortsiktig gjeld						
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>SATS ASA</b>	24,1 %	44,5 %	69,0 %	71,7 %	56,4 %	44,8 %
<b>Gj. snitt konkurrenter</b>	59,1 %	37,5 %	38,9 %	25,4 %	21,6 %	17,3 %

Figur 16 viser en grafisk fremstilling av tallene fra Tabell 21.



**Figur 16. Operasjonell kontantstrøm til kortsiktig gjeld graf**

### 6.6.2 Langsiktig likviditetsrisiko

Her skal jeg først vurdere SATS sin langsiktige likviditet ved å beregne egenkapitalandelen, eller egenkapitalens andel av totalkapitalen. Dette belyser både kapitalstrukturen og hvor lenge selskapet kan tære på egenkapitalen i dårlige tider (Petersen et al. 2017: 217). Vi finner egenkapitalandelen ved hjelp av følgende formel:

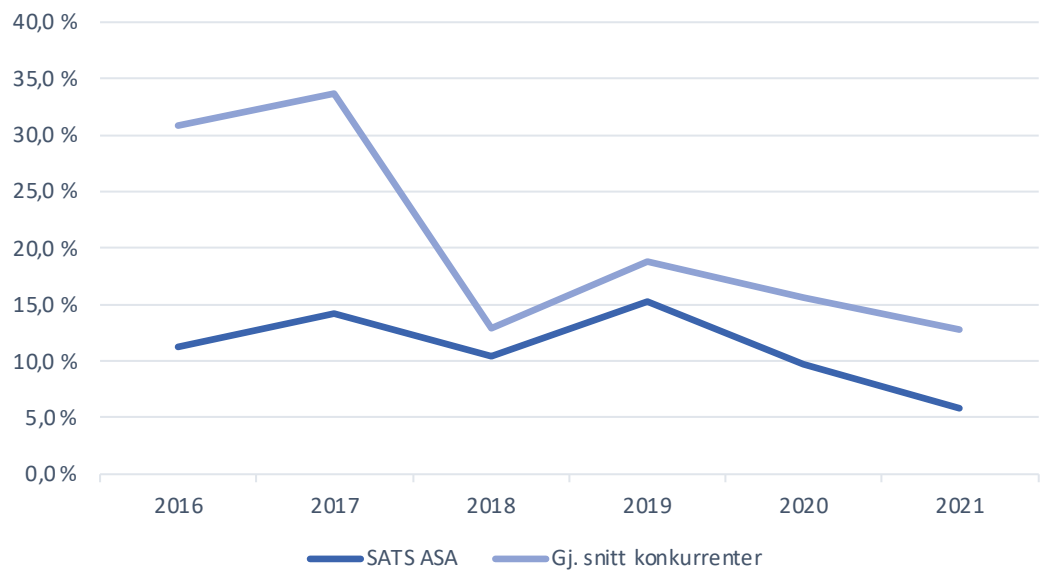
$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$$

Jo lavere egenkapitalandel, desto høyere risiko for konkurs. Men det er også debatt om hvordan man skal tolke dette tallet. Bransjespesifikke forhold spiller ofte en rolle. Dette gjør

at det er fornuftig å sammenligne SATS sin egenkapitalandel med de sammenlignbare selskapene. Tabell 22 og Figur 17 nedenfor viser at SATS sin egenkapitalandel har gått ned, spesielt de siste tre årene. Dette tyder på at selskapet har brukt av egenkapitalen under pandemien. Vi finner svært like gjennomsnittstall for de sammenlignbare selskapene.

**Tabell 22. Egenkapitalandel (2016-2021)**

	Egenkapitalandel					
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>SATS ASA</b>	11,3 %	14,2 %	10,5 %	15,3 %	9,7 %	5,8 %
<b>Gj. snitt konkurrenter</b>	30,9 %	33,7 %	12,9 %	18,9 %	15,6 %	12,8 %



**Figur 17. Egenkapitalandel graf**

En annen viktig indikator for langsiktig likviditet er operasjonell kontantstrøm (operasjonell KS) i forhold til langsiktig gjeld. Dette kan uttrykkes ved hjelp av følgende formel (Petersen et al. 2017: 225):

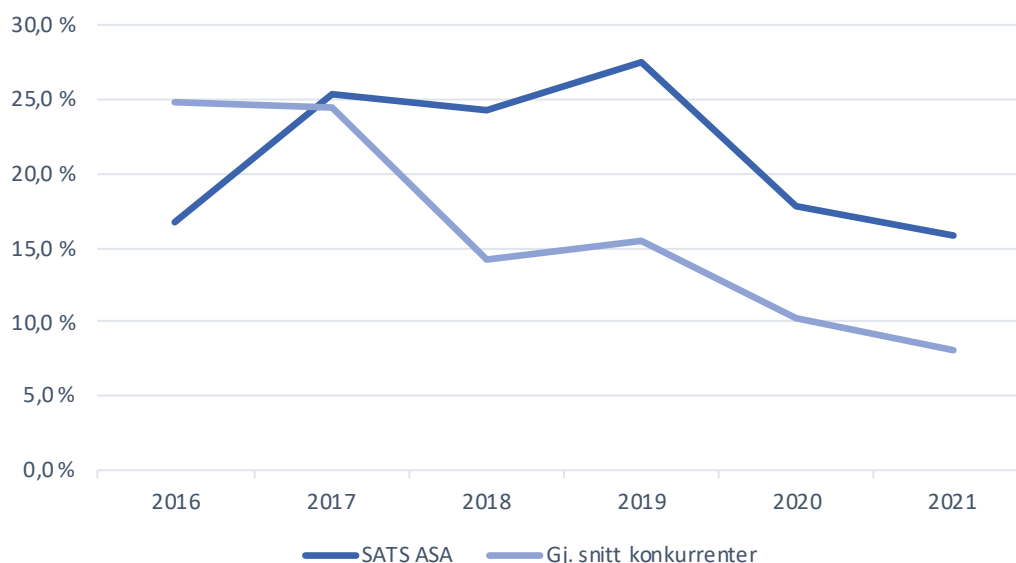
$$\text{Operasjonell KS til langsiktig gjeld} = \frac{\text{Operasjonell KS}}{\text{Langsiktig gjeld}}$$

Som vist i Tabell 23 nedenfor har jeg også her sammenlignet SATS med gjennomsnittet av de sammenlignbare selskapene. Tallene viser en økning fra 2016 til 2017, deretter en svak reduksjon fra 2017 til 2018, etterfulgt av en økning fra 2018 til 2019, og en reduksjon fra 2019 til 2020 som fortsatte fra 2020 til 2021.

**Tabell 23. Operasjonell kontantstrøm til langsiktig gjeld (2016-2021)**

Operasjonell KS til langsiktig gjeld						
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>SATS ASA</b>	16,7 %	25,2 %	24,3 %	27,5 %	17,9 %	15,9 %
<b>Gj. snitt konkurrenter</b>	24,8 %	24,5 %	14,2 %	15,4 %	10,2 %	8,1 %

Vi ser at SATS har gjennomgående hatt bedre forhold mellom operasjonell kontantstrøm og langsiktig gjeld enn gjennomsnittet av de sammenlignbare selskapene. Figur 18 viser en grafisk fremstilling av tallene fra Tabell 23.



**Figur 18. Operasjonell kontantstrøm til langsiktig gjeld graf**

Rentedekningsgraden er et uttrykk for forholdet mellom EBITDA og netto finanskostnader. Tallet belyser hvor godt et selskap klarer å dekke gjeldskostnader og andre finansielle forpliktelser.

Rentedekningsgraden beregnes ved hjelp av følgende formel:

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Netto Finanskostnader}}$$

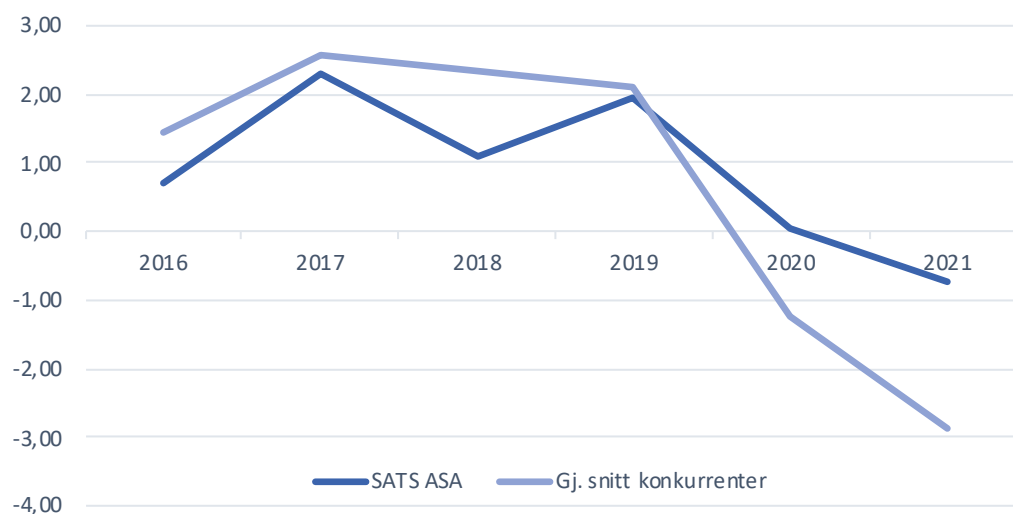
Jo høyere rentedekningsgrad, desto bedre bør selskapet klare å innfri selskapets finansielle forpliktelser. Også her sammenligner jeg SATS med gjennomsnittet av de sammenlignbare selskapene. Som vi ser i Tabell 24 har rentedekningsgraden økt fra 2016 til 2017, og igjen fra 2018 til 2019, mens den har gått ned fra 2017 til 2018, og igjen fra 2019 til 2021.



**Tabell 24. Rentedeckningsgrad (2016-2021)**

	Rentedeckningsgrad					
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>SATS ASA</b>	0,69	2,29	1,10	1,93	0,04	-0,75
<b>Gj. snitt konkurrenter</b>	1,46	2,58	2,32	2,09	-1,23	-2,86

Figur 18 viser en grafisk fremstilling av tallene fra Tabell 23.



**Figur 19. Rentedeckningsgrad graf**

Nedgangen i rentedeckningsgraden i 2020 og 2021 er et resultat av lav og negativ EBITDA. Dette gjelder både SATS og de sammenlignbare selskapene. Også rentedeckningsgraden tyder på at SATS har bedre langsiktig likviditet enn gjennomsnittet av sammenlignbare selskaper.

Til slutt vil jeg belyse konkurrisikoen ved å beregne Altman Z-score. Dette er et tall basert på fem nøkkeltallsberegninger, som vist i den følgende formelen (Petersen et al. 2017: 384):

$$Z - score = 1,2 * \left( \frac{NOWC}{NOA} \right) + 1,4 * \left( \frac{Opptjent EK}{NOA} \right) + 3,3 * \left( \frac{EBIT}{NOA} \right) + 0,6 * \left( \frac{MVE}{BVL} \right) + \left( \frac{Inntekt}{NOA} \right)$$

Ifølge oppfinneren av Z-score, E. I. Altman, har et selskap med en Z-score på under 1,81 høy risiko for konkurs, mens verdier mellom 1,81 og 2,67 utgjør en gråsoner, og selskap med verdier høyere enn 2,67 har liten risiko for konkurs (Petersen et al. 2017: 384).

Tabell 25 viser beregninger av Z-score for SATS for årene 2019 til 2021. Her kan vi se at forholdet mellom driftsrelatert arbeidskapital og investert kapital og forholdet mellom EBIT og investert kapital har bidratt sterkt til å gi SATS en dårlig Z-score i 2020 og 2021. Dermed kom SATS i gråsonen for konkurrisiko i 2019, mens risikoen var høy i pandemiårene 2020 og 2021. Det har med andre ord vært høy risiko for at SATS skulle gå konkurs under pandemien.

**Tabell 25. Altman Z-score (2019-2021)**

Altman Z-score	2019	2020	2021
NOWC/NOA	0,10	0,09	0,11
Opptjent EK/NOA	0,47	0,27	0,36
EBIT/NOA	0,08	0,00	0,03
MVE/BVL	0,71	0,61	0,58
Inntekt/NOA	0,60	0,48	0,48
<b>Score</b>	<b>1,83</b>	<b>1,12</b>	<b>1,08</b>
<b>Konkurrisiko</b>	<b>"Gråsone"</b>	<b>Høy</b>	<b>Høy</b>

## 6.7 Trendanalyse

I dette underkapittelet har jeg foretatt en indekseringsanalyse av hovedpostene i det reorganiserte resultatregnskapet og balanseregnskapet. Dette er blant de mest vanlige formene for trendanalyse. Indekseringsanalysen måler den prosentmessige endringen av hovedpostene, ved å benytte det første året som referanseår (Petersen et al. 2017: 161). Fra det omformulerte resultatregnskapet har jeg valgt hovedpostene i resultatregnskapet, dvs. EBIT, NOPAT og årsresultat.

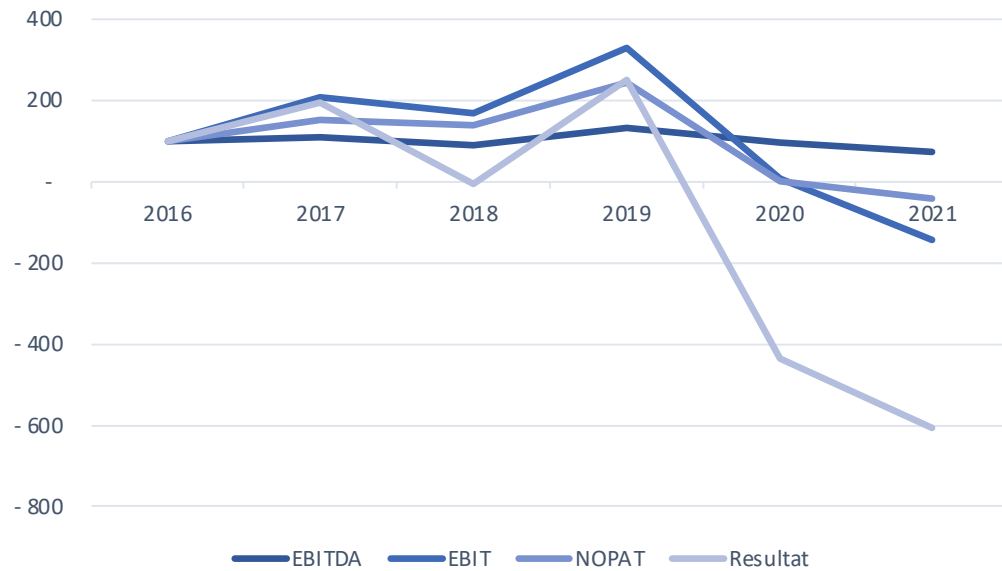
### 6.7.1 Trendanalyse av resultatregnskapet

Som vi ser av tallene i Tabell 26 og Figur 20 på neste side var det oppgangstid mellom 2016 og 2019, for deretter å gå kraftig ned i 2020 og 2021. Dette gjelder ikke minst årsresultatet og EBIT, som lå på henholdsvis –606 og –143 i 2021. Dette vil si at årsresultatet hadde minket med ca. 600% siden referanseåret 2016, mens EBIT hadde minket med ca. 150%. Dette er ikke uventet, i og med den vanskelige situasjonen med stengte treningsentre i store deler av pandemiårene.

**Tabell 26. Trendanalyse resultatregnskap (2016-2021)**

Trendanalyse av resultatregnskapet						
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
EBITDA	100	110	90	133	95	73
EBIT	100	207	168	327	7	143
NOPAT	100	152	139	244	0	42
Resultat	100	195	-5	251	-436	606

Figur 20 viser en grafisk fremstilling av tallene fra Tabell 26.



**Figur 20. Trendanalyse resultatregnskap graf**

### 6.7.2 Trendanalyse av balanseregnskapet

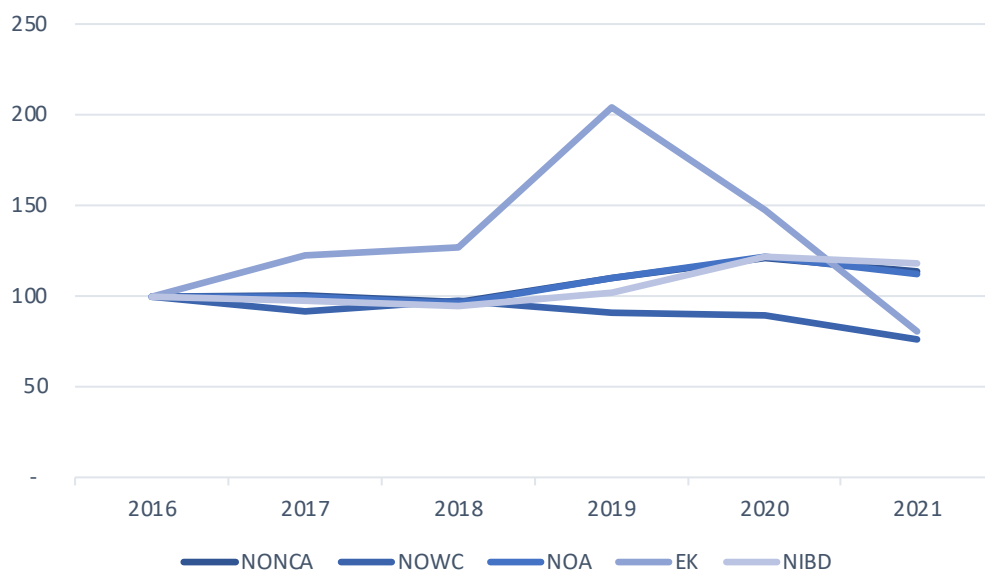
Jeg har også foretatt en indekseringsanalyse av hovedpostene i det reorganiserte balanseregnskapet. I denne analysen har jeg valgt hovedpostene i det reorganiserte balanseregnskapet, dvs. netto driftsrelaterte anleggsmidler (NONCA), driftsrelatert arbeidskapital (NOWC), netto driftsrelaterte eiendeler (NOA), egenkapital (EK) og netto rentebærende gjeld (NIBD). Perioden er fra 2016 til 2021, med 2016 som referanseår.

Som vi ser i Tabell 27 og Figur 20 nedenfor har NONCA, NOA og NIBD stort sett økt, mens NOWC og EK har minket. Dette viser at NIBD (gjeld) i stor grad dekker NONCA (driftsrelaterte anleggsmidler), og at dette gjelder i økende grad fra 2020 til 2021.

**Tabell 27. Trendanalyse balanseregnskap (2016-2021)**

Trendanalyse av balanseregnskapet						
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
NONCA	100	100	97	110	121	113
NOWC	100	92	98	91	89	76
NOA	100	100	96	110	122	112
EK	100	123	127	204	148	81
NIBD	100	98	95	102	122	118

Figur 20 viser en grafisk fremstilling av tallene fra Tabell 26.



**Figur 21. Trendanalyse balanseregnskap graf**

Som vi har sett i trendanalysene har pandemiårene gjort et stort innhugg i SATS sin egenkapital, mens den langsiktige gjelden har økt. Samtidig ser vi også at netto driftsrelaterte eiendeler (NOA) og netto driftsrelaterte anleggsmidler (NONCA) har økt, i og med at SATS stadig kjøper nye treningssentre og inngår nye avtaler med utleiere. I 2019 kjøpte SATS en av de største treningssenterkjedene i Danmark, Fitness dk. SATS har også kjøpt flere treningssentre i Norge og Sverige i 2020 og 2021.

## 7. Strategiske analyser

I de følgende delkapitlene presenterer jeg ulike former for strategisk analyse av SATS ASA: makroanalyse, intern- og eksternanalyse. Internanalysen omfatter en verdikjedeanalyse og en VRIO-analyse. Eksternanalysen inkluderer en PESTEL-analyse, og en Porters fem krefter-analyse. Jeg avslutter den strategiske analysen med en SWOT-analyse.

### 7.1 Makroanalyser

Det økonomiske makromiljøet omfatter de tilstandene som påvirker økonomien som helhet, heller enn en bestemt sektor eller bransje. I denne delen av oppgaven presenterer jeg flere makroanalyser for å analysere forhold som påvirker rammebetingelsene for SATS sin virksomhet. De makroøkonomiske rammebetingelsene omfatter blant annet inflasjon, valutakurser, utvikling i kjøpekraft, rentenivå, demografiske endringer, og utviklingen i den nasjonale og internasjonale økonomien. Når vi utfører en verdivurdering av et selskaper det viktig å analysere de makroøkonomiske rammebetingelsene. I det følgende går jeg kortfattet gjennom de ulike faktorene for å belyse fremtidsutsiktene for SATS. I og med at SATS har virksomhet i alle de fire nordiske landene har jeg også samlet informasjon om alle de fire nordiske landene.

#### 7.1.1 Inflasjon

Inflasjonen påvirker fremtidige prisnivåer i markedet. Inflasjonen måles av konsumprisindeksen (KPI), som beskriver utviklingen i priser for et knippe etterspurte varer og tjenester. Målet for Norsk finanspolitikk har vært å holde den årlige veksten i KPI nær 2%.

Tabell 28 viser harmonisert KPI vekst per 12 måneder i de fire nordiske landene.

**Tabell 28. Harmonisert KPI, månedlige data 06/2021-12/2021, vekst (t/t-1)**

IT	TIME	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11	2021-12
GEO								
Denmark		1.9	1.7	1.8	2.4	3.2	3.8	3.4
Finland		1.9	1.8	1.8	2.1	2.8	3.5	3.2
Sweden		1.8	1.8	2.5	3.0	3.3	3.9	4.5
Norway		3.0	3.3	3.8	4.8	4.0	5.8	6.1

Kilde: Eurostat 2022

Vi ser av tabellen at KPI økte til 6,1% i Norge mot slutten av 2021. KPI var lavere i de andre nordiske landene, med 4,5% i Sverige, 3,2% i Finland, og 3,4% i Danmark.

Tabell 29 viser utviklingen i den harmoniserte konsumprisindeksen i andre halvdel av 2021, der 2015=100.

**Tabell 29. Harmonisert KPI, månedlige data 06/2021-12/2021, 2015=100**

IT	TIME	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11	2021-12
GEO								
Denmark		104.5	105.3	105.0	105.4	106.5	106.9	106.3
Finland		105.75	105.97	106.00	106.26	107.14	107.72	107.60
Sweden		109.87	110.18	110.72	111.29	111.53	112.15	113.71
Norway		116.2	117.4	117.4	118.9	118.4	119.5	120.5

*Kilde: Eurostat 2022*

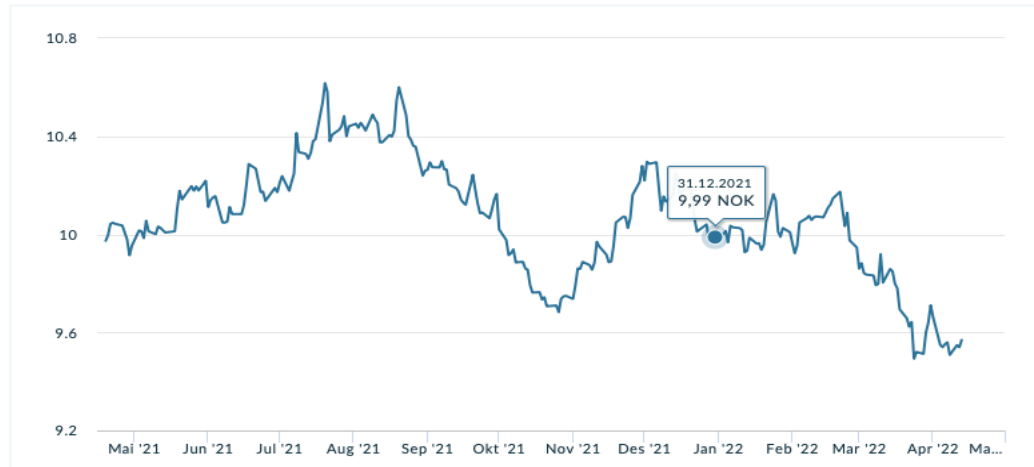
Her ser vi også at økningen i KPI var størst i Norge. Den gjennomsnittlige økningen i KPI siden 2015 har vært høyere enn 2% i Norge.

Når konsumprisen øker mer enn veksten i lønninger og pensjoner vil de fleste av oss få dårligere råd. Dette kan være trivielt for mange, mens noen må prioritere hva de skal bruke penger på, for eksempel ved å avslutte medlemskapet i treningssenteret for å kunne betale noe annet som er viktigere.

### 7.1.2 Valutakurser

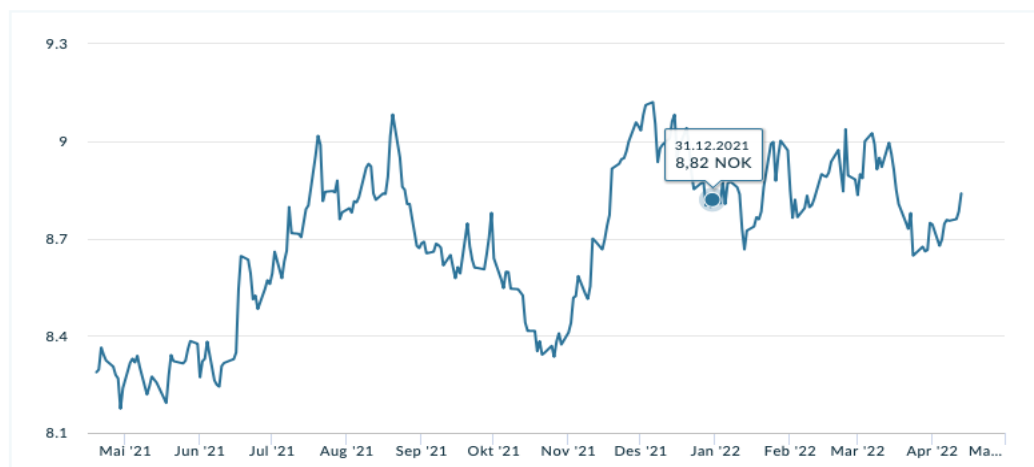
Valutakursen er prisen på et lands valuta målt mot andre lands valuta. Kursen forteller hvilken verdi pengene i to land har i forhold til hverandre. Valutakursene bestemmes fra dag til dag på valutabørsen i de enkelte land. Siden SATS ASA er børsnotert i Norge og antagelig foretar de fleste innkjøp fra utlandet med norske kroner velger jeg å analysere kursutviklingen for den norske kronen (NOK). I tabellene nedenfor vises kursutviklingen for NOK i forhold til euro (EUR) og US dollar (USD). Tallene er hentet fra Norges Bank.

Her er det verdt å nevne at kronekursen har liten direkte innvirkning på SATS, siden bedriften hverken driver med eksport eller import, og heller ikke er en turistindustri. Likevel har kursen innflytelse på makroøkonomiske forhold, siden alle som driver med eksport vil være tjent med en svak krone, mens de som driver med import vil være tjent med en sterk krone. Valutakursen påvirker også prisnivået på importvarer som for eksempel sportsutstyr.



**Figur 22. Noterte vekslingskurser i NOK for EUR** (Kilde: Norges Bank)

Som figuren viser, har Euro-kursen variert ganske kraftig i løpet av 2021. Men hvis vi regner på forskjellen mellom 1. mai og 31. desember 2021 var det ganske lite forskjell i EUR-kursen, selv om det var stor uro i mellomtiden.



**Figur 23. Noterte vekslingskurser i NOK for USD** (Kilde: Norges Bank)

I denne figuren ser vi at NOK ble ganske kraftig svekket i forhold til USD i 2021.

### 7.1.3 Kjøpekraft

I denne oppgaven vil jeg først diskutere utviklingen i kjøpekraft i de fire nordiske landene, for deretter å se på Norge spesielt. Internasjonale sammenlikninger av lønnsnivå og kjøpekraft er vanskelig, ikke minst pga. ulike måter å produsere lønnsstatistikk og bruk av ulike lønnsbegrep. For å løse dette problemet har økonomer regnet ut kjøpekraftspariteter. Dette er prisnivåindikatorer som uttrykker prisnivået i et gitt land sett i forhold til ett eller

flere andre land, med utgangspunkt i en standardisert og representativ 'kurv' med varer man kan få kjøpt i alle landene som skal sammenlignes (Statistisk Sentralbyrå 2011). På denne måten har Statistisk Sentralbyrå beregnet forskjellen i kjøpekraft mellom Norge og andre europeiske land ved hjelp av data fra Eurostat. I Tabell 30 ser vi at prisnivået er ganske likt i de fire nordiske landene der SATS har virksomhet.

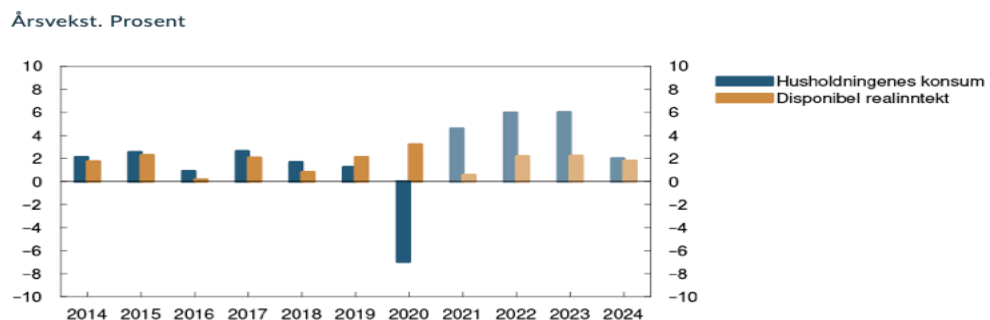
**Tabell 30. Sammenlikning av prisnivå i Europa, 22. desember 2021**

Prisnivåindeks for konsum i husholdningene. Utvalgte land. EU27=100. <sup>1 2 3</sup>	
	2020
	Prisnivåindekser (EU27=100)
Norge	136
Island	143
Sverige	123
Danmark	140
Finland	127
Frankrike	113
Italia	101
Polen	60
Storbritannia	121
Tyskland	107

<sup>1</sup> En prisnivåindeks sammenligner prisnivå i land, ved at EU27 settes lik 100.  
<sup>2</sup> Kilde: Eurostat

*Kilde: Statistisk Sentralbyrå (2021)*

For en verdsettelse er det viktig å vite om kjøpekraften endrer seg, og forventet utvikling i kjøpekraft. I 2021 ga Norges Bank ut en penge-politisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet (Norges Bank 2021) som presenterte prognoser for konsumvekst. Som Figur 24 viser forventer Norges Bank sterk vekst i de norske husholdningenes konsum i 2022 og 2023, etter et kraftig fall i 2020 på grunn av korona-pandemien. I 2024 skal veksten falle.



**Figur 24. Utsikter til konsumvekst (Kilde: Norges Bank)**



Det kan også være interessant å se på noen av spørsmålene i Levekårsundersøkelsen (Statistisk Sentralbyrå 2022b), spesielt spørsmål om personlig økonomi, for å undersøke kjøpekraften. I Tabell 31 ser vi at det i 2020 kun var 2-8% av de spurte i alderen 16 år og over som svarte at de ikke hadde råd til å delta i regelmessige fritidsaktiviteter. Dette fordelte seg noe ulikt i forhold til alder og kjønn. Blant menn i alderen 16-24 år var det kun 2% som ikke hadde råd til å delta i regelmessige fritidsaktiviteter. Dette var altså den kategorien som etter eget utsagn hadde best råd. Blant kvinner i alderen 25-44 år var andelen med dårlig råd høyest, med hele 8%.

Det var lite endring i tallene mellom 2017 og 2020.

**Tabell 31. Andel personer etter sosiale goder, kjønn, alder og år (prosent)**

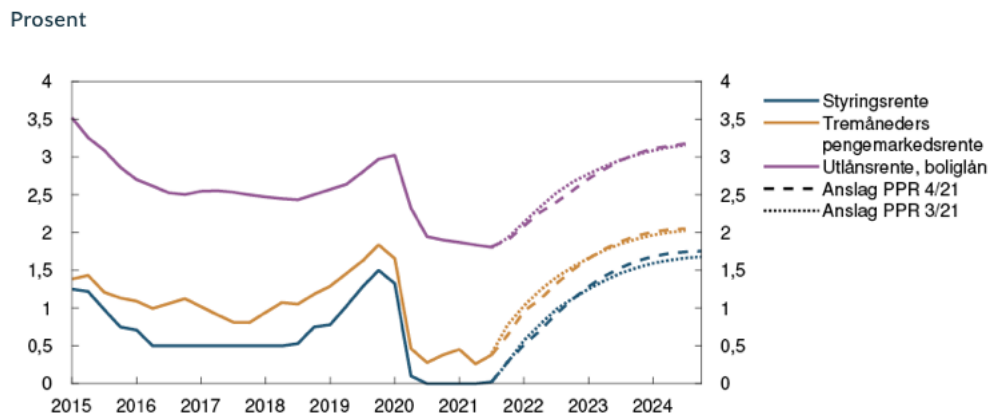
	Andel personer 16 år og over			
	2017	2018	2019	2020
Ikke råd til en ukers ferie i løpet av et år				
Menn				
16-24 år	10	8	9	9
25-44 år	8	7	6	9
45-66 år	4	5	6	5
Kvinner				
16-24 år	11	8	6	5
25-44 år	8	8	10	7
45-66 år	5	6	7	8
Ikke råd til å bruke litt penger på seg selv en gang i uken				
Menn				
16-24 år	3	2	2	2
25-44 år	5	3	4	4
45-66 år	3	3	3	3
Kvinner				
16-24 år	6	4	4	3
25-44 år	5	5	5	4
45-66 år	3	3	5	4
Ikke råd til å delta i regelmessige fritidsaktiviteter				
Menn				
16-24 år	3	3	4	2
25-44 år	4	4	3	4
45-66 år	3	4	5	3
Kvinner				
16-24 år	4	3	3	3
25-44 år	8	5	6	5
45-66 år	4	5	6	6

Kilde: Statistisk sentralbyrå (2022b)

#### 7.1.4 Rentenivå

Rentenivået har mye å si for økonomien som helhet, og for privatøkonomien til hver enkelt av oss. Hvis man har mer sparepenger enn gjeld er høyere renter fordelaktig, men dette gjelder ikke hvis man har mer gjeld enn sparepenger. Økte lånekostnader kan føre til at man må spare på andre utgifter for å klare å betale rentene. Ettersom de fleste av oss har mer lån enn sparepenger på konto, vil høyere rente normalt bidra til at den samlede etterspørselen går ned. Reduksjonen i etterspørsel får konsekvenser for bedriftene som produserer varer og tjenester (Norges Bank 2019).

Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet (Norges Bank 2021) gir prognoser for rentenivået i Norge de neste årene. Som figuren nedenfor viser, forventer Norges Bank en jevn vekst i renten i løpet av årene som kommer, etter svært lave renter i 2020-21, forbundet med pandemien.



**Figur 25. Utsikter til høyere utlånsrenter** (Kilde: Norges Bank)

Rentenivået påvirker også hva det koster for selskaper å betjene sin bedriftsgjeld. SATS har relativt store gjeldsutgifter. Et høyere rentenivå vil føre til at SATS sine gjeldskostnader øker. Dette er noe jeg kommer tilbake til i utarbeidelsen av prognosene.

#### 7.1.5 Demografi

Tabell 32 nedenfor viser en projeksjon for befolkningsutviklingen i de fire nordiske landene der SATS driver sin virksomhet.

**Tabell 32. Befolkningsprogresjon for Danmark, Finland, Sverige og Norge (2020-2100)**

IT	TIME	2020	2030	2040	2050	2060	2070	2080	2090	2100
GEO										
Denmark		5 811 651	5 963 578	6 055 583	6 098 190	6 122 611	6 153 605	6 197 237	6 221 306	6 247 128
Finland		5 527 189	5 519 298	5 426 143	5 290 789	5 150 584	5 037 579	4 921 741	4 883 256	4 715 868
Sweden		10 322 613	11 099 033	11 693 373	12 254 064	12 788 255	13 065 090	13 352 899	13 528 669	13 659 849
Norway		5 367 329	5 765 319	6 095 952	6 351 119	6 544 661	6 709 767	6 855 562	6 958 409	7 046 899

Kilde: Eurostat (2019)

Mellom 2020 og 2100 forventes den norske befolkningen å øke med ca. 30%. I samme tidsrom forventes den svenske befolkningen å øke med 32%, mens den danske befolkningen forventes å øke med 7-8%. Finland forventes å få en befolkningsreduksjon på ca. 15% i løpet av samme periode.

Det er klart at en sterk reduksjon i befolkningen vil ha konsekvenser for en bedrift som SATS, som er avhengig av at det finnes etterspørsel etter tjenestene de leverer. Den forventede reduksjonen i folketallet i Finland har relativt liten betydning for SATS, i og med at det finske markedet bare bidrar til 10% av inntektene. I tillegg foregår denne utviklingen over et veldig langt tidsperspektiv på 80 år. En aldrende befolkning har heller ikke mye å si for treningssentrene, i og med at medlemmene finnes i alle aldersgrupper.

#### 7.1.6 Teknologi

Treningsbransjen er i stadig utvikling. Et eksempel på bruk av ny teknologi er lanseringen av apper for å melde seg på gruppetrening. Appene kan også brukes av personalet for å informere medlemmene om viktige nyheter. Medlemmene kan bruke appen til å loggføre treningsøkter, og stempler inn i treningssenteret med QR-kode.

Da pandemien førte til stenging av treningssentrene ble det fart på digitaliseringen. Et av de nye tilbudene er virtuell gruppetrening med instruktør, ved hjelp av live-streaming. Dette er et treningsprodukt som passer ekstra godt for eldre og uføre, og andre som av ulike grunner foretrekker å trene i sitt eget hjem. Hvis dette konseptet videreutvikles, kan det bli et viktig tilskudd til treningsbransjens utvalg av produkter og tjenester.

#### 7.1.7 Utvikling i internasjonal økonomi

Tabellen nedenfor viser økonomiske indikatorer for de økonomiske 'supermaktene' fra tradingeconomics.com. Vi ser at USA, Storbritannia, Euro-området som helhet og Tyskland har kraftig inflasjon (7-8,5%). Storbritannia og USA har en høy årlig BNP vekst, lave renter og moderat arbeidsledighet, men kommer likevel dårlig ut pga. store budsjettunderskudd og

høy gjeld. På den annen side har Tyskland, Euro-området og Kina en positiv utvikling. Det er verdt å merke seg den lave rentesatsen i Euro-området som også har innvirkning i Norden. En lav rentesats gjør at det blir billigere å betjene lån. Dette fører gjerne til høyere forbruk.

**Tabell 33. Økonomiske indikatorer: USA, Kina, EU, Japan, Tyskland, UK, årsslutt 2021**

	BNP	BNP YOY	BNP QOQ	RENTESATS	INFLASJON	ARBEIDSLØSE RATE	BUDSJETT	GJELD	NÅVÆRENDE SITUASJON
Usa	20937	5.50%	6.90%	0.50%	8.50%	3.60%	-16.70%	137.20%	-3.10
Kina	14723	4.00%	1.60%	3.70%	1.50%	5.50%	-3.70%	66.80%	1.80
Euroområdet	13011	4.60%	0.30%	0.00%	7.50%	6.80%	-7.20%	98.00%	3.00
Japan	4975	0.70%	1.10%	-0.10%	0.90%	2.70%	-12.60%	266.20%	3.20
Tyskland	3846	1.80%	-0.30%	0.00%	7.30%	5.00%	-4.30%	69.80%	7.00
Storbritannia	2708	6.60%	1.30%	0.75%	7.00%	3.80%	-14.90%	94.90%	-3.50

Kilde: *Tradingeconomics.com*

### 7.1.8 Utvikling i nasjonal økonomi

Tabellen nedenfor viser økonomiske indikatorer for de fire nordiske landene fra *tradingeconomics.com*. Vi ser at det er Danmark som har sterkest BNP vekst og minst arbeidsledighet. Sverige har den høyeste inflasjonen, med 6%, og den høyeste arbeidsløsheten, med 7,9%. Finland har lavest BNP vekst og høyest gjeld. Til tross for høy arbeidsledighet og inflasjon, spesielt i Sverige, er den økonomiske utviklingen ganske positiv.

**Tabell 34. Økonomiske indikatorer: Danmark, Finland, Sverige, Norge, årsslutt 2021**

	BNP	BNP YOY	BNP QOQ	RENTESATS	INFLASJON	ARBEIDSLØSE RATE	BUDSJETT	GJELD
Danmark	356	6.80%	3.00%	-0.60%	5.40%	2.50%	-0.20%	42.20%
Finland	270	2.90%	0.60%	0.00%	5.80%	6.70%	-5.40%	69.20%
Sverige	541	5.20%	1.10%	0.00%	6.00%	7.90%	-3.10%	39.90%
Norge	363	5.40%	0.10%	0.75%	4.50%	3.40%	-3.40%	46.00%

Kilde: *Tradingeconomics.com*

### 7.1.9 Utsikter for bransjen

Til tross for nedgangen i medlemstall under pandemien er det ingen tegn til at treningssentrene har blitt mindre populære, eller at bransjen er på vei 'ut'. Alle makroøkonomiske tall og prognoser tyder på at vi går mot en høykonjunktur i Norge. De

økonomiske utsiktene for de andre nordiske landene er også gode. I tillegg kan vi se at det er stadig sterkere fokus på helse-effektene av trening blant alle aldersgrupper og sosiale lag, og i alle de nordiske landene. Dette gjelder uavhengig av både kjønn og inntekt. Fremtidsutsiktene for den nordiske treningsbransjen er med andre ord utmerkede.

## 7.2 Intern analyse

Denne delen av oppgaven presenterer intern analyse av SATS, inkludert en verdikjedeanalyse og en ressursanalyse ved hjelp av VRIO-modellen. Hensikten med intern analyse er å kartlegge styrkene og svakhetene til SATS gjennom å vurdere hvordan selskapet skaper verdi sammenlignet med konkurrentene.

### 7.2.1 Verdikjedeanalyse

Verdikjedeanalyse er en analyse av et selskaps verdiskapingsprosess for å vurdere om selskapet har, eller kan få, konkurransefortrinn i verdiskapingen (Porter 1979a). Her skal jeg foreta en verdikjedeanalyse av SATS. Jeg skal også sammenligne SATS med selskapet ACTIC, som er en børsnotert bedrift i treningscenterbransjen basert i Sverige.

SATS utfører hele verdikjeden innen levering av treningstjenester og tilhørende produkter. Ved å gjennomføre en verdikjedeanalyse kan man få klarhet i hvilke aktiviteter som er viktige for å skape verdi for kundene, og hvor SATS eventuelt har et forbedringspotensial. Verdikjedeanalysen bør omfatte alle aktiviteter som skaper verdi og kostnader, og som dermed påvirker resultatet. Jeg bruker modellen utviklet av Michael Porter (Besanko et al. 2010: 375) som et rammeverk for hvordan man skal dele inn aktivitetene. Det er verdt å merke seg at den tradisjonelle verdikjedeanalysen er innrettet hovedsakelig mot bedrifter som driver med handel og produksjon av varer og produkter. Det er likevel mulig å tilpasse modellen til bedrifter som leverer tjenester, som SATS.

#### 7.2.1.1 Inngående og utgående logistikk

Inngående og utgående logistikk er transport av varer for videresalg til og fra bedriften. SATS selger noen få produkter i sentrene, for eksempel sekker, drikkeflasker, energidrikker og proteinbarer. Til tross for at dette er en meget liten inntektspost i regnskapet kan det likevel ha vesentlig betydning for verdiskapingen fordi kundene setter stor på å kunne kjøpe produkter de har behov for på senteret.

Det alt vesentlige av inngående og utgående logistikk består av innkjøp av treningsutstyr. Dette foregår enten sentralt eller ved hovedkontorene i hvert av de fire landene.

#### *7.2.1.2 Salg, oppfølging og service*

Hos SATS foregår det aller meste av oppfølging og service i sentrene og på gruppetreningene. Det er viktig for medlemmene å oppleve at det er en hyggelig og god stemning på treningssenteret. Hvis kunden opplever en god oppfølging, vil dette ha stor betydning for hvorvidt han eller hun fortsetter medlemskapet. Jeg betrakter derfor SATS sin salgsvirksomhet som arbeidet med å holde på eksisterende medlemmer så vel som å rekruttere nye medlemmer. Jeg antar at oppfølging og service er en viktig del av verdikjeden sett fra kundenes perspektiv.

#### *7.2.1.3 Markedsføring*

Markedsføring er en viktig aktivitet for å rekruttere nye medlemmer. Markedsføringen bidrar også til merkevarebyggingen. En utfordring ved merkevarebyggingen er de mange sammenslåingene og navneendringene. Det er ikke alltid enkelt å velge hvilken merkevare man skal gå videre med etter en sammenslåing. I noen tilfeller har SATS løst dette ved å endre merkevaren til SATS, som da Fitnessdk-kjeden ble kjøpt og 'rebrandet' til SATS. I andre tilfeller har man beholdt den tidligere merkevaren, som da Elixia og SATS slo seg sammen, og Elixia i Norge ble endret til SATS, mens Elixia i Finland beholdt navnet Elixia.

#### *7.2.1.4 Støtteaktiviteter*

Felles administrasjon, innkjøp, digital infrastruktur, kundeinformasjon og opplæring av instruktører er blant de viktigste støtteaktivitetene. Det er her man finner mange av de mest opplagte stordriftsfordelene som kan hentes ved at samme konsern eier flere sentre. En stor andel av SATS sine kostnader er lønnsutgifter til personlige trenere og resepsjonister. Derfor er det viktig at menneskelige ressurser ivaretas på best mulig måte. Logistikk for bemanning, planlegging av vakter og oppfølging av personlige trenere er viktige administrative støtteaktiviteter for å ivareta SATS sine menneskelige ressurser. Gode logistikk-løsninger bidrar til å effektivisere det daglige administrative arbeidet.

#### *7.2.1.5 Sammenligning med konkurrenter*

Med utgangspunkt i de siste tilgjengelige regnskapstallene har jeg sammenlignet SATS med et annet børsnotert selskap i treningssenterbransjen: ACTIC AB i Sverige. Jeg har brukt

tallene for lønnskostnader og markedsføring i forhold til inntekt for å belyse effektiviteten av innsatsmidlene til arbeid og markedsføring i de to bedriftene. Videre har jeg brukt EBIT margin for å belyse driftsmarginen, som et enkelt mål på lønnsomheten.

**Tabell 35. Verdikjedeanalyse**

	Lønn/Inntekt	Markedsføring/Inntekt	EBIT-margin
SATS	43,1 %	5,1 %	-6,8 %
ACTIC	41,1 %	6,4 %	-13,7 %
Differanse	2,0 %	-1,3 %	6,9 %

Tabell 35 viser at både SATS og ACTIC har negativ EBIT-margin (driftsmargin), men SATS har likevel 6,9 % større EBIT margin enn ACTIC. Dette tyder på at SATS har en mer lønnsom drift enn ACTIC.

Vi ser videre at SATS bruker mer av inntektene på lønnskostnader. Jeg regner med at dette kommer verdiskapingen til gode ved at medlemmene føler seg godt ivaretatt av senterets resepsjonister og personlige trenere.

Vi ser også at SATS bruker mindre av inntektene på markedsføring enn ACTIC. Dette kan være et tegn på effektiv bruk av ressurser. Når selskapet allerede har et godt omdømme, er velkjent og har solide merkevarer er det ikke nødvendig å bruke så mye ressurser på markedsføring. Utgiftene til markedsføring kommer heller ikke kundene direkte til gode. På den ene siden gir markedsføring verdiskaping for selskapet i form av merkevarebygging. På den andre siden gir markedsføring lite verdiskaping for kundene som kommer til SATS for å få treningstjenester.

### 7.2.2 VRIO-analyse

En VRIO-analyse er en kartlegging av bedriftens styrker og svakheter ved å analysere ressursene bedriftene har til rådighet og sammenlignes disse med konkurrentenes ressurser. For å kartlegge styrker og svakheter ved SATS sin virksomhet foretar jeg en VRIO-analyse der jeg identifiserer bedriftens viktigste ressurser og vurderer om de er verdifulle, sjeldne, vanskelig å kopiere og/eller godt organisert. Deretter vurderer jeg om disse

ressursene gir opphav til midlertidige eller varige konkurransefortrinn. På dette grunnlaget foretar jeg en analyse av bedriftens fortrinn i markedet.

I en VRIO-analyse skiller man mellom materielle og immaterielle ressurser som mulige konkurransefortrinn. Modellen bruker fire kriterier for å vurdere om en ressurs er et midlertidig eller varig konkurransefortrinn. Kriteriene er om ressursen er verdifull ('valuable'), sjelden ('rare'), vanskelig å kopiere ('inimitable') og velorganisert ('organized'). Det er de fire forbokstavene i disse ordene som har gitt modellen navnet 'VRIO'.

#### *7.2.2.1 Immaterielle ressurser*

De viktigste immaterielle ressursene i SATS er konsept og merkevare.

Konseptet for SATS er 'trening for alle'. Dette er et enkelt konsept, men det fungerer like godt i dag som det gjorde for 30 år siden. SATS er velkjent for dette konseptet, og det er relativt sjeldent, selv om det ikke er unikt for SATS. Det er heller ikke vanskelig for andre aktører i bransjen å imitere dette konseptet.

Merkevare er en viktig ressurs i treningssenterbransjen. Merkevaren avhenger i stor grad av evnen til å bevare et godt omdømme. SATS driver ikke bare med merkevarebygging gjennom markedsføringen, men også ved å ta godt vare på medlemmene. Det er like viktig å beholde medlemmer og sørge for at de fortsetter, som det er å få nye medlemmer. De fornøyde medlemmene er de beste ambassadørene for et treningssenter. Derfor er det viktig å satse mye på kundeservice og oppfølging av medlemmene. God oppfølging av uheldige hendelser er viktig for omdømmet, spesielt hvis det skjer personskader eller medlemmer sitter igjen med en dårlig opplevelse etter treningen.

#### *7.2.2.2 Materielle ressurser*

De viktigste materielle ressursene i SATS er utstyr og systemer.

SATS har gått til innkjøp av et bredt utvalg av treningsutstyr. Dette er en verdifull materiell ressurs. Utstyret er dyrt, og det må også vedlikeholdes grundig og regelmessig for å unngå personskader og forlenge utstyrets levetid.

SATS har utviklet gode driftsrutiner. Systemene sørger også for at sentrene i kjeden kan dra nytte av stordriftsfordeler som felles innkjøp, fordelaktige leverandøravtaler, felles opplæring, og felles markedsføring. SATS har også utviklet et medlemsprogram som



premierer de lojale kundene. SATS har velfungerende systemer for booking av gruppetrening, gode rutiner for bemanning, effektive IT-verktøy for enkel samhandling og gode systemer for utdanning og oppfølging av instruktører.

Tabell 36 viser hvilke av SATS sine materielle og immaterielle ressurser som kan betegnes som konkurransefortrinn, fordelt på de fire kriteriene (Valuable, Rare, Inimitable, Organized). Bokstavene 'M' og 'I' står for 'materielle' og 'immaterielle' ressurser.

**Tabell 36. VRIO-analyse**

Ressurser	V	R	I	O	Vurdering
Konsept (I)	Ja	Ja	Nei	Ja	Midlertidig fortrinn
Merkevare (I)	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig fortrinn
Utstyr (M)	Ja	Nei	Nei	Ja	Potensielt fortrinn
Systemer (M)	Ja	Nei	Nei	Ja	Potensielt fortrinn

Basert på VRIO-analysen er konseptet, det vil si den grunnleggende tilnærmingen SATS har til sitt formål, og til tjenestene og produktene de leverer, et midlertidig fortrinn for SATS. Konseptet (dvs. 'Trening for alle'), er verdifullt, sjeldent, og godt organisert, men det er ikke umulig å kopiere. Merkevaren, der navnet SATS har vært svært synlig i treningsbransjen i nærmere 30 år, er et varig konkurransefortrinn. SATS tilbyr velkjente og verdsatte tjenester og produkt. Dette er verdifullt, sjeldent, vanskelig å kopiere, og godt organisert. Utstyret bedriften har investert i er også et potensielt konkurransefortrinn for SATS. Det samme gjelder systemer for booking, logistikk, IT-verktøy og systemer for utdanning og oppfølging av instruktører.

### 7.3 Ekstern analyse

Når vi skal verdsette et selskap er det viktig å utføre en ekstern analyse av bransjen selskapet opererer i. Hvis et selskap ikke er konkurransedyktig vil det ha vanskelig for å få solgt produktene eller tjenestene sine, rett og slett fordi kundene vil gå til andre bedrifter, enten fordi de har lavere priser, eller fordi de leverer bedre produkter.

Vi starter den eksterne analysen med en PESTEL-analyse, dvs. en situasjonsanalyse av bransjen. Deretter presenteres en bransjeanalyse basert på Porters Fem Krefter-modell.

### 7.3.1 PESTEL

Hensikten med PESTEL-analysen er å sette søkelyset på viktige betingelser og forhold i bransjen forhold i omgivelsene som kan påvirke bedriftens posisjon i bransjen, betingelsene for vekst, og fremtidsprognosene slik at 'virksomheten kan ta hensyn til dette og posisjonere seg best mulig i forhold til disse mulighetene og truslene i fremtiden' (Sander 2020).

Bokstavene i 'PESTEL' står for de seks ulike faktorene som inngår i analysen, dvs. 'political' (politiske faktorer), 'economic' (økonomiske faktorer), 'social' (sosiale faktorer), 'technological' (teknologiske faktorer), 'environmental' (miljømessige faktorer) og 'legal' (lovmessige eller juridiske faktorer).

#### 7.3.1.1 Politiske faktorer

Korona-krisen har hatt stor innflytelse på treningssenterbransjen. Regjeringen Solberg svarte på krisen med 'kraftfulle tiltak for å trygge arbeidstakere og bedrifter, men også med omstilling og innovasjon' (Regjeringen 2021a: 2). Solberg-regjeringens koronapolitikk demmet opp for nedleggelse ved å innføre en rekke støtteordninger. Etter valget i 2021 har den nye regjeringen fortsatt med støtteordninger der det har vært behov for det, samtidig med at smittevernstiltakene har blitt hevet.

Viktige politiske faktorer som påvirker fitness-bransjen er betinget av nærings- og skattepolitikken, miljøpolitikk (se pkt. 7.3.1.5 nedenfor), samferdselspolitikk og byplanlegging (se pkt. 7.3.1.2 nedenfor), forbrukervern og konkurransetilsyn. Sistnevnte er spesielt viktig for SATS i Norge. Da SATS og Elixia ville slå seg sammen i 2013 ble Konkurransetilsynet informert, etter gjeldende regler for informasjonsplikt. Konkurransetilsynet utredet sammenslåingen grundig, og vedtok til slutt at sammenslåingen kunne godkjennes, men bemerket likevel at det var fare for en 'vesentlig begrensning av konkurransen i markedet for treningssentertjenester i områdene Oslo, Bærum, Stor-Oslo Nord, Bergensområdet og Stavanger- og Sandnesområdet'. Dermed påla Konkurransetilsynet SATS å selge 6 av sine sentre i Oslo- og Stavanger-området, mens Elixia måtte selge 4 sentre i Oslo-området (Konkurransetilsynet 2014a). Man må regne med at Konkurransetilsynet vil fortsette å holde et skarpt øye på fitness-bransjen i årene som kommer. Dette kan påvirke SATS sin mulighet til å ekspandere i Norge. På den annen side har SATS en veldig stor markedsandel i Norge allerede.

### *7.3.1.2 Økonomiske faktorer*

Norges Bank (2021) forventer en jevn vekst i renten i løpet av årene som kommer, etter svært lave renter i 2020-2 i forbindelse med pandemien. Rentenivået har mye å si for økonomien som helhet, og for privatøkonomien til hver enkelt av oss. Økte lånekostnader kan føre til at man må spare på andre utgifter for å klare å betale rentene. Ettersom de fleste av oss har mer lån enn sparepenger på konto, vil høyere rente normalt bidra til at den samlede etterspørselen går ned. Reduksjonen i etterspørsel kan også få konsekvenser for bedrifter som produserer varer og tjenester, men det aller viktigste for bedriftene er at lånekostnadene holdes lave ved at renten er lav. Et høyere rentenivå vil føre til lavere investeringer, også i eiendomsbransjen, der treningsentre leier lokaler. Høye renter kan videre påvirke leiekostnadene ved at tilbudet av lokaler blir redusert, mens leiekostnadene øker. Eiendomssektoren påvirkes også av rentenivået. Eiendomsselskapenes økte lånekostnader må delvis innhentes i form av økt leie, noe som også påvirker fitnessbransjens rammebetingelser.

Til tross for den forventede moderate økningen i rentenivået i årene fremover forventes det likevel et oppsving i den norske økonomien etter at pandemien er lagt bak oss. Det forventes en økning på 11.1% i privat konsum fra 2021 til 2022, og en minimal nedgang i offentlig konsum på -0.2% fra 2021 til 2022 (Regjeringen 2021b).

Prognosene for økning i det private konsumet lover godt for treningsbransjen. Analysen forutsetter at Norges Banks prognoser holder slik at den positive utviklingen i Norge og de andre nordiske landene fortsetter. Dermed unngår vi lavkonjunktur med høy arbeidsledighet og redusert forbruk, og lavere etterspørsel etter treningstjenester og -produkter.

### *7.3.1.3 Sosiale faktorer*

Det fødes stadig færre barn i de nordiske landene. Over tid vil dette føre til en eldrebølge, der befolkningen blir stadig eldre. Samtidig har vi også fått et stadig sterkere fokus på viktigheten av å trene for å beholde god helse i alderdommen. Dette er positivt for treningsbransjen, fordi mange eldre mennesker fortsetter å trene langt opp i alderdommen. Treningsaktiviteten har kommet sterkt tilbake etter hvert som pandemien har avtatt. Pandemien har også ført til at folk forstår hvor viktig det er å ta vare på helsa.

En annen viktig samfunnstrend er urbanisering og befolkningsvekst i byer og tettsteder, der befolkningen bor stadig tettere pga. muligheter for utdanning og sysselsetting. Dette fører til et sterkt behov for næringslokaler i sentrale strøk. Eiendomsselskaper satser derfor mye på storbyer med aktive markeder. Forholdet mellom tilbud og etterspørsel fører til høye leiepriser i de mest attraktive boligområdene og trafikknutepunkter der mange ferdes. Dette er nettopp de stedene der SATS gjerne vil starte nye treningssentre. SATS må derfor finne seg i å betale høye leieutgifter hvis de skal være der kundene helst vil trene.

#### *7.3.1.4 Teknologiske faktorer*

Digitaliseringen i samfunnet som helhet har gjort at også treningsbransjen har endret seg mye de siste tiårene. Digitale verktøy er blant annet tatt i bruk for påmelding til gruppetrening. SATS og andre treningssenterkjeder har også kommet ut med mobil-app for å gjøre bestillinger og påmeldinger enda enklere. Appene kan også brukes av personalet for å informere medlemmene om viktige nyheter. Medlemmene kan bruke appen til å loggføre treningsøkter, og stemple inn i treningssenteret med QR-kode. Det at medlemmene selv kan stemple inn og ut ved hjelp av elektroniske innretning (medlemskort, armbånd, QR-kode på mobil, etc.) innebærer en stor besparelse for treningssentrene fordi resepsjonen ikke behøver å være bemannet til enhver tid.

Da pandemien førte til stenging av treningssentrene ble det fart på digitaliseringen. Et av de nye tilbudene er virtuell gruppetrening med instruktør, ved hjelp av live-streaming. Dette er et treningsprodukt som passer ekstra godt for eldre og uføre, og andre som av ulike grunner foretrekker å trene i sitt eget hjem. SATS har utviklet dette under merkevaren Mentra by SATS. Hvis dette konseptet videreutvikles, kan det bli et viktig tilskudd til treningsbransjens utvalg av produkter og tjenester.

Trening er noe alle trenger for å bevare helsen i en tid der det blir stadig mindre manuelt arbeid som krever fysiske anstrengelser. Behovet for trening vil altså bli stadig så lenge samfunnet utvikler seg i retning av automatisering av manuelt arbeid.

Uavhengig av hvordan teknologien utvikler seg, vil mennesker alltid ha behov for fysisk aktivitet. Jeg anser derfor ikke teknologisk utvikling som noen trussel for lønnsomheten i fitness-bransjen, men heller som en mulighet.

#### *7.3.1.5 Miljømessige faktorer*

Både næringslivet og myndighetene har blitt sterkere opptatt av å redusere klimautslipp de siste tiårene. I 2015 undertegnet Norge den såkalte Paris-avtalen. Avtalen skal sørge for at alle land i verden bidrar til å bekjempe klimaendringer. Karbonnøytralitet har blitt et viktig tema. SATS gir ut årlige bærekraftsrapporter (Sustainability Reports), og legger stor vekt på å bidra til null-utslippsmålene. Som SATS (2022a) påpeker, bidrar fitness-bransjen til utslipp av giftstoffer i miljøet gjennom bruk av giftige produkter i den daglige driften, for eksempel rengjøringsprodukter, papirhåndklær og rengjøringsutstyr, samt varer til videresalg, som for eksempel treningsbager av plast, etc. Lite miljøvennlige varer og produkter blir nå erstattet med mer miljøvennlige produkter. Fitness-bransjen har ikke store utfordringer med å tilpasse seg de nye miljøkravene, i hvert fall ikke på kort sikt.

Fitness-bransjen bidrar først og fremst til klimautslipp gjennom å leie lokaler i bygninger der byggeprosessen og vedlikehold av bygningsmassen har stor påvirkning på miljøet. Dersom miljøpolitikere setter strengere krav og innfører nye miljøstandarder for byggebransjen kan dette påvirke tilgjengeligheten av lokaler og prisnivået på leie av lokaler i sentrale strøk. På den annen side kan det tenkes at miljøpolitikere heller vil fortette, for å unngå mye trafikk mellom boligstrøk og forretningsstrøk. Dette kan være en fordel for både fitness-bransjen og miljøet, fordi fortetning reduserer klimautslipp til transport, mens det også øker tilbudet av lokaler til leie i tettbygde strøk.

#### *7.3.1.6 Juridiske faktorer*

Treningsbransjen ble uvanlig sterkt påvirket av COVID-19 og smittevernstiltakene som ble innført i mars 2020. Departementet kom raskt på banen for å støtte bedriftene som ble hardest rammet. Et av virkemidlene var endringer i permitterings- og dagpengeregelverket. Tiltakene kom både de permitterte og bedriftene til gode. For å støtte de utsatte næringene og unngå tap av arbeidsplasser innførte Nærings- og fiskeridepartementet en midlertidig tilskuddsordning for foretak med stort omsetningsfall. I 2021 ble ordningen videreført ved en ny forskrift som trådte i kraft 4. juni 2021 og varte ut året ([lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2021-06-04-1792](https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2021-06-04-1792)). Tilskuddene ble beregnet ut fra foretakets faste, uunngåelige kostnader i tilskuddsperioden multiplisert med en justeringsfaktor og med omsetningsfallet i prosent, og var ment å dekke faste, uunngåelige kostnader knyttet til foretakets virksomhet i tilskuddsperioden, inkludert påløpte

rentekostnader av gjeld. Tilskuddsordningen varte ut 2021, men Regjeringen har ikke utelukket en videreføring av tilskuddsordningen, eller nye forskrifter, dersom situasjonen krever det i fremtiden.

Tabell 37 nedenfor gir en oppsummering av PESTEL-analysen av SATS.

**Tabell 37. PESTEL-analyse**

	<b>Nøkkelpunkt</b>	<b>Implikasjoner for SATS</b>
<b>Politisk</b>	Norge har 'taklet' koronakrisen	Kundene er på vei tilbake
<b>Økonomisk</b>	Forventet økning i privat konsum	Økt kjøpekraft gir vekstmuligheter
<b>Sosiologisk</b>	Befolkningen blir stadig eldre	Trening må fortsatt være 'for alle'
<b>Teknologisk</b>	Digitalisering skaper muligheter	SATS bør holde fokus på innovasjon
<b>Miljømessig</b>	ESG er i fokus som aldri før	Miljø og bærekraft må prioriteres
<b>Juridisk</b>	Tilskuddsordninger fases ut	Fremtiden er relativt mer forutsigbar

### 7.3.2 Porters fem krefter

Porters 'fem krefter' er en modell som brukes for å analysere de ulike formene for konkurranse som påvirker eller driver et marked. Michael Porter (1996) beskriver fem ulike krefter som vi bør ta hensyn til når vi skal kartlegge en bransjes attraktivitet, lønnsomhet og konkurranseintensitet (Jakobsen & Lien 2001). Porters fem krefter er et nyttig perspektiv når vi skal analysere konkurranseutfordringene i en bransje og evaluere en bedrifts respons på disse utfordringene. De fem kreftene setter søkelyset på intensiteten i konkurransen, lønnsomheten og attraktiviteten i en aktuell bransje. Porter forutsetter også at en bransje med høy lønnsomhet tiltrekker seg mange nye aktører som gjerne konkurrerer om å ta markedsandeler fra de etablerte aktørene.

#### 7.3.2.1 Leverandørens forhandlingsmuligheter

De viktigste leverandørene for treningsbransjen er eiendomsforvalterne. Treningssentrene leier lokaler, og lokalene er spesialtilpasset aktivitetene. Det er kostbart å opprette et helt nytt senter, med ny innredning. Treningsbransjen er avhengig av pålitelige utleiere. Lønnsomheten i treningsbransjen avhenger mye av betingelsene som settes av utleierne av lokaler. Utleierne er viktige leverandører for treningsbransjen, som må konkurrere med andre virksomheter som trenger lokaler, f.eks. butikker, kontorer, tannlege- og legesenter, fysioterapeuter, etc. Her er konkurransen sterkt vekslende, avhengig av areal- og

byplanlegging og konjunkturer som påvirker eiendomsmarkedet. Treningsbransjen må uansett leie lokaler der kundene befinner seg. Tilbud og etterspørsel gjør at de best plasserte lokalene gjerne også er de dyreste lokalene. Treningsbransjen har begrensede forhandlingsmuligheter i dette markedet.

#### *7.3.2.2 Kunders forhandlingsmuligheter*

Det var stor konkurranse i den norske treningsbransjen før sammenslåingen av SATS, Fresh Fitness og Elixia i 2013. Per i dag er det lite konkurranse i Norge, i og med at SATS er det klart største og eneste børsnoterte selskapet i treningsbransjen. I og med at det nesten ikke finnes andre treningssentre har kunden få forhandlingsmuligheter. I de største byene kan kundene velge mellom SATS og lavprisalternativet Fresh Fitness, også eid av SATS. Til tross for kritikken av sammenslåingen ser kundene ut til å være like fornøyde som før.

I de andre nordiske landene er konkurransen større. Spesielt i Danmark er det stor konkurranse fra treningsgiganten Fitness World. Kundene kan dermed velge og vrake blant flere forskjellige kjeder. Dette gir kundene relativt store forhandlingsmuligheter.

#### *7.3.2.3 Mulige inntrengere*

Det er lite sannsynlig at treningsbransjen får inntrengere. SATS har et solid merke og har for lengst funnet ut hva medlemmene vil ha av gruppetrening og nye apparater. SATS er også velkjent og trygt. Her har SATS et klart fortrinn, i forhold til nye aktører. Det er derfor lite sannsynlig at det vil komme nye treningssenterkjeder med like stor markedsandel som SATS.

En mulig inntrenger i fitness-bransjen er lavkostkjeden. SATS-merkevaren Fresh Fitness har en solid posisjon i Norge som et lavkost 'alternativ' til SATS, men SATS har ingen lavkost-alternativer i de andre nordiske landene. I Finland har et konkurrerende selskap, EasyFit, erobret dette segmentet. EasyFit driver i tillegg flere treningssentre i Russland, og finnes også i Norge. Jeg vurderer det likevel som usannsynlig at SATS vil få stor konkurranse fra EasyFit. Dette er fordi SATS sine merkevarer er veldig mye sterkere enn EasyFit, og Fresh Fitness, som er eid av SATS, er meget godt etablert som en lavkostkjede.

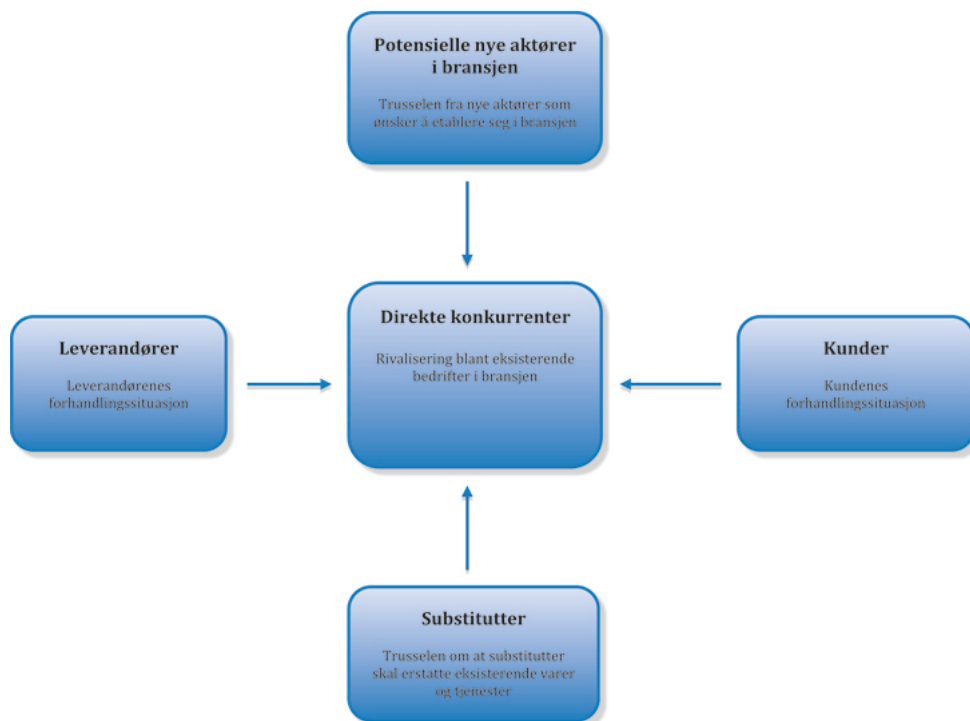
#### *7.3.2.4 Mulige substitutter*

Treningsbransjen er i stadig endring. Utvikling av nye produkter var spesielt viktig da treningssentrene ble stengt i forbindelse med korona-pandemien. Nedstengningen gjorde

det nødvendig å tenke nytt, og digitalisering ble en viktig løsning. Også her har SATS tatt ledelsen, med live-streaming av gruppetrening. En mulig substitutt vil heller komme fra leverandører av helse- og fritidstjenester utenfor den tradisjonelle treningscenterbransjen, som for eksempel spa og svømmeanlegg.

#### 7.3.2.5 Graden av rivalisering

Det er lite rivalisering i treningsbransjen, i og med sammenslåingene som har gitt SATS en dominerende posisjon. Det eneste segmentet der det kan komme inntrengere er lavkostsegmentet. Men som vi har sett (se pkt. 7.3.2.3) er det lite sannsynlig at lavkostkjedene vil ta over markedsandeler som viktige konkurrenter for SATS i overskuelig fremtid. Dette betyr imidlertid ikke at SATS kan 'hvile på laurbærene'. Det er tross alt kundenes tilfredshet som avgjør bedriftens fremtid.



**Figur 26. Porters fem krefter**

*Kilde: Bearbeidet fra Porter 1979*



## 7.4 SWOT

I denne delen av oppgaven utfører jeg en SWOT-analyse basert på de interne og eksterne analysene av SATS. Hensikten med denne analysen er å identifisere bedriftens styrker, svakheter, muligheter og trusler.

### 7.4.1 Styrker

SATS har et velutviklet konsept og har sikret seg en meget god posisjon i markedet med lite konkurranse. En viktig styrke er tilgjengeligheten av SATS-eide treningsentre. Det er lett for et stort antall potensielle medlemmer å finne et SATS-eid treningsenter i nærmiljøet.

SATS har også en lojal kundebase, både hos sine hovedmerker SATS og Elixia, og hos lavkostmerket Fresh Fitness. SATS har en stor markedsandel som dekker forskjellige segmenter av markedet. På den måten har de altså en betydelig mulighet for å bestemme prisen for hovedmerkene SATS og Elixia. I Norge er det heller ingen stor fare for å miste kunder på grunn av en litt høyere pris, i og med at SATs også eier lavkostalternativet Fresh Fitness.

SATS sine hovedmerker SATS og Elixia har topp moderne fasiliteter og utstyr, og tilbyr et stort utvalg av treningsmuligheter, inkludert populære former for gruppetrening som yoga og spinning. SATS tilbyr også en rekke tilleggstjenester, som for eksempel analyse av fettprosent og muskelmasse. Dette er attraktivt for medlemmene, noe de langvarige medlemskapene viser.

### 7.4.2 Svakheter

Fitness-bransjen er en sesongbasert hvor de fleste trener rundt nyttår og utover våren. Hvis SATS ikke tar høyde for sesongvariasjonene kan dette føre til at kunder melder seg ut før ferien og forsvinner for godt.

Hos SATS sitt lavkostalternativ Fresh Fitness er det noe mindre utstyr og et dårligere utvalg av gruppetreninger enn det er hos de øvrige SATS-sentrene. SATS sine hovedmerker (SATS og Elixia) har mye flott utstyr og tilbyr mange tjenester, men prisene er relativt høye i forhold til konkurrentene. I Norge er dette et mindre problem, fordi det finnes så få konkurrerende sentre, men i de andre nordiske landene kan SATS være i ferd med å prise seg

ut av markedet, så lenge SATS ikke har sentre i lavkostsegmentet i de andre nordiske landene.

En annen mulig svakhet er at de mange sammenslåingene har gjort at bedriften sitter igjen med litt for mange merkevarer. SATS kan dessuten ha vanskelig for å skille seg ut fra konkurrentene, spesielt i Danmark, der konkurransen er størst. Ingen av disse forholdene er alvorlige svakheter, men de er verdt å merke seg.

#### 7.4.3 Muligheter

SATS kan bli bedre på individuell tilpasning av treningstilbudet, og på den nettbaserte produktutviklingen, som for eksempel den virtuelle gruppetreningen. Dette er også et kostnadseffektivt tilbud som er godt tilpasset en aldrende befolkning.

I samfunnet ser vi at det er økende bevissthet om helseeffektene av trening, både når det gjelder kondisjon og styrke (spesielt for å forebygge ryggplager). Ettersom fitnessbransjen er ganske ensartet er det mange muligheter for spesielle tjenester og nisjeprodukter for spesielt interesserte, slik som yoga. Uansett hvordan motene for individuell trening forandrer seg er SATS godt posisjonert til å følge trendene. Eldrebølgen og demografiske endringer kan gi nye muligheter, hvis SATS fortsetter å utvikle nye tjenester som passer for alle, og tjenester som trekker nye kunder til treningssentrene.

#### 7.4.4 Trusler

Det er mulig for mer kapitalsterke konkurrenter å kopiere konseptet til SATS, men den største trusselen er nok at et nytt konsept tar over for treningssentrene. En annen trussel er at det kan komme nye pandemier med strenge smittevernstiltak som gjør at treningssentrene igjen må stenge dørene.

Treningsbransjen i de andre nordiske landene er utsatt for høy konkurranse. Dersom veksten i treningsbransjen fortsetter i samme tempo som man har sett i de mest aktive periodene kan metning i markedet utgjøre en alvorlig trussel.

Internt i selskapet kan trusler være umotiverte personlige trenere, og medarbeidere som stadig skifter jobb. Det er også fare for at treningsutstyr kan få høy slitasje over tid, og at kostnadene for vedlikehold kan stige. Slitasje og dårlig vedlikehold av selve lokalene er også en trussel, spesielt der utleier skal være ansvarlig for vedlikehold og oppussing.

Eksternt kan sosiale trender i samfunnet som for eksempel høyere fokus på utendørsaktiviteter og nye treningsmoter (for eksempel halltrening eller lagsport) utgjøre en trussel for fitness-bransjen. Motsatt kan kundene bli mindre interessert i trening, til fordel for andre aktiviteter, som for eksempel aktivitetsreiser til andre land.

#### 7.4.5 Oppsummering av SWOT-analysen

Tabell 38 side gir en oppsummering av SWOT-analysen av SATS.

Analysen er basert på at SATS fortsetter å gi kundene de tjenestene de vil ha og fornyer seg i takt med nye trender i bransjen, og at selskapet viderefører sin strategi med å kjøpe nye treningsentre for å beholde markedsandelen i Norge og Sverige og øke markedsandelen i Danmark og Finland. Dette er viktig for å konsolidere merkevarene og beholde eller øke stordriftsfordelene, spesielt innen markedsføring og IT. Det er avgjørende at SATS også fortsetter å være konkurransedyktig på tilgjengelighet. Det er stadig viktig at medlemmer enkelt kan finne et SATS treningsenter der de bor eller arbeider.

**Tabell 38. SWOT-analyse**

Styrker	Svakheter	Muligheter	Trusler
Velutviklet konsept, kjente merkevarer	For mange merkevarer	Bedre individuell tilpasning	Substitutter som tar over markedet
Sterke merkevarer	Lite som skiller SATS fra enkelte av konkurrentene	Nye nettbaserte produkter; virtuell trening	Nye pandemier og smitteverntiltak

## 8. Fremtidsprognose

I de følgende underkapitlene presenterer jeg fremtidsprognoser av resultatregnskapet, kontantstrømmen og balanseregnskapet.

### 8.1 Fremtidsprognosens lengde

Koller (et al. 2020: 270) anbefaler å utarbeide prognoser som dekker en periode på 5-10 år for selskaper med stabil vekst, men at en detaljert analyse på 5-7 år er nok for en verdsettelse. I denne oppgaven har jeg valgt å utarbeide prognoser med en tidshorisont på 7 år. Jeg har fremstilt en detaljert analyse basert på komplette regnskap, for å få med så mange koblinger som mulig til reelle variabler (Koller et al. 2020: 270). Fremtidsprognosene har også til hensikt å belyse eventuelle konjunkturedringer i økonomien. Veksten i 2028 (terminalverdien) har stor betydning for verdsettelsen.

### 8.2 Prognose av resultatregnskapet

Tallene som vises i Tabell 39 viser en oppsummering av resultatregnskapsprognosen. Jeg har tatt i betraktning at regnskapstallene for de siste to årene dvs. pandemiårene, ikke gir et tilfredsstillende grunnlag for å beregne SATS sitt vekstpotensial fremover. Veksten er derfor vektet med 10% for årene 2020-2021 og 90% for årene før pandemien (2016-2019). Jeg antar at gjenåpningen etter pandemien vil føre til en normalisering av medlemstallet og at dette vil gi en tilnærmet lik vekstkurve som før pandemien. Dette ligger også nært opp til forventet vekst i den norske økonomien, som er 2% ifølge Norges Bank (2020). I prognosen vil SATS stabilisere seg i terminalåret 2028 med 2% uendelig vekstrate.

**Tabell 39. Oppsummering av resultatregnskapsprognose**

	Fremtidsprognose						
MNOK	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028T
Revenue (O)	3 540	3 860	4 209	4 589	5 004	5 456	5 949
Cost of goods (O)	- 132	- 165	- 207	- 258	- 322	- 402	- 503
Personnel expenses (O)	- 1 485	- 1 577	- 1 674	- 1 777	- 1 886	- 2 003	- 2 126
Other operating expenses (O)	- 1 027	- 1 140	- 1 266	- 1 405	- 1 560	- 1 732	- 1 922
<b>EBITDA</b>	<b>896</b>	<b>978</b>	<b>1 063</b>	<b>1 149</b>	<b>1 235</b>	<b>1 319</b>	<b>1 398</b>
Depreciation and amortization (O)	- 1 068	- 1 095	- 1 123	- 1 151	- 1 181	- 1 210	- 1 241
<b>EBIT</b>	<b>- 172</b>	<b>- 117</b>	<b>60</b>	<b>2</b>	<b>55</b>	<b>109</b>	<b>157</b>
<b>NOPAT</b>	<b>124</b>	<b>173</b>	<b>242</b>	<b>338</b>	<b>472</b>	<b>660</b>	<b>922</b>
NFE	- 137	- 115	- 97	- 82	- 69	- 58	- 49
<b>Profit/loss for the year</b>	<b>- 13</b>	<b>57</b>	<b>144</b>	<b>256</b>	<b>403</b>	<b>602</b>	<b>873</b>
<b>Total comprehensive income</b>	<b>4</b>	<b>74</b>	<b>161</b>	<b>273</b>	<b>420</b>	<b>619</b>	<b>890</b>

### 8.2.1 Inntekter

Når vi ser på inntektstallene for prognoseperioden er det klart at inntekten i pandemiårene ikke er representative for fremtidig inntekt, i og med at treningssentrene måtte holdes stengt i store deler av de to årene. Mot slutten av 2021 var det klart at medlemmene var raske til å komme tilbake til treningen. I prognosen har jeg dermed antatt at inntektene vil få en tilnærmet lik vekstkurve som før pandemien i årene som kommer. Dersom man hadde brukt veksten inkludert pandemiårene i prognosene hadde vi ikke fått en realistisk prognose.

Prognosen viser at inntektene øker gradvis utover i 7-årsperioden, med en gjennomsnittlig årlig inntekstvekst på 9%. Dette forutsetter at SATS beholder eller øker sin markedsandel i Norge og Sverige, som står for 80% av omsetningen. Selv om SATS i Danmark og Elixia i Finland står for bare 20% av omsetningen er det også viktig at disse holder tritt med konkurrenter, slik at de klarer å beholde markedsandelen i de respektive landene.

### 8.2.2 Kostnader

Lønnskostnader er den største utgiftsposten for SATS. Jeg har beregnet en årlig gjennomsnittlig vekst i lønnskostnader på 6,2%, basert på den historiske veksten i lønnskostnader. Jeg regner med at behovet for arbeidskraft for hvert treningssenter holder seg noenlunde konstant. Dette kan imidlertid endre seg mot enda mer effektiv utnyttelse av arbeidskraften, dersom produkter som trening hjemme via live-streaming blir mer populære, i og med at produkter der medlemmene trener hjemme krever færre ansatte per medlem. På den annen side kan det også tenke seg at SATS utvikler flere ressurskrevende produkter som yoga og annen gruppetrening, dersom konkurrenter kommer inn i markedet og gjør det nødvendig for SATS å utvikle seg i en mer ressurskrevende retning for å beholde medlemsmassen.

Den nest største kostnadsposten er andre driftskostnader. Denne posten er primært kostnader til leie av lokaler og medfølgende kostnader til strøm, vedlikehold, etc., og deretter kostnader til markedsføring og IT. Jeg har beregnet en årlig vekst i andre driftskostnader på 11%, også basert på den historiske veksten.

### 8.3 Prognose av balanseregnskapet

Balanseregnskapsprognosen er oppsummert i Tabell 40 på neste side. Veksten i balanseprognosen er vektet på samme måte som veksten i resultatregnskapsprognosen, dvs. at årene 2020-2021 er vektet med 10% og årene før pandemien er vektet med 90%.

Jeg antar at den opptjente egenkapitalen vil øke ettersom inntektene øker, og at egenkapitalen på kort tid vil nå samme nivå som før pandemien. Videre er det sannsynlig at egenkapitalen fortsetter å stige i årene frem til terminalåret.

**Tabell 40. Oppsummering av balanseregnskapsprognose**

	Fremtidsprognose						
MNOK	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028T
NONCA	7 772	8 039	8 316	8 602	8 899	9 205	9 522
NOWC	- 778	- 804	- 830	- 858	- 886	- 916	- 946
<b>NOA (NONCA+NOWC)</b>	<b>6 994</b>	<b>7 236</b>	<b>7 486</b>	<b>7 745</b>	<b>8 013</b>	<b>8 290</b>	<b>8 577</b>
Total E+M	623	803	1 035	1 334	1 720	2 218	2 860
NIBD+VOL	6 319	6 360	6 401	6 443	6 485	6 527	6 570
<b>TOTAL E+M+NIBD</b>	<b>7 038</b>	<b>7 325</b>	<b>7 625</b>	<b>7 937</b>	<b>8 261</b>	<b>8 599</b>	<b>8 951</b>

#### 8.3.1 Eiendeler

Etter innføringen av IFRS 16-standarden skal leieavtaler regnskapsføres som bruksrettseiendeler og en tilsvarende leieforpliktelse på det tidspunkt den utleide eiendelen var tilgjengelig for bruk. Dette er i henhold til den nye leasing-standarden (SATS 2020: 62). Jeg har tatt høyde for dette i fremtidsprognosen. Jeg antar at veksten i eiendeler hovedsakelig vil bestå av vekst i bruksrettseiendeler, også i fremtiden.

#### 8.3.2 Finansiering

Som vi har sett har SATS brukt mye av veksten i gjeld på å kjøpe flere treningsentre. Hvis dette fortsetter i samme tempo, vil netto rentebærende gjeld fortsette å øke. Dette utsetter SATS for risiko ved en sterk økning i rentenivået. Derimot er faren for en sterk økning i rentenivået relativt lav, ifølge analytikere hos Norges Bank og Statistisk Sentralbyrå. Dermed er det realistisk å forvente moderate endringer i rentenivået. Dette betyr at SATS fortsatt vil ha en solid betalingsevne. Når SATS får positive resultater er det stor sannsynlighet for at SATS vil nedbetale deler av gjelden. Dette vil redusere gjelden, og risikoen vil minke.

## 9. Verdivurdering

I dette kapittelet presenterer jeg resultatene fra verdivurderingen. Jeg har brukt to nåverdimetoder (diskontert kontantstrøm og diskontert meravkastning). I tillegg har jeg brukt relativ verdsettelse.

### 9.1 Nåverdimetodene

Jeg har brukt to forskjellige nåverdimetoder i verdivurderingen: diskontert kontantstrøm og diskontert meravkastning.

#### 9.1.1 Diskontert kontantstrømsmetoden

I den diskonterte kontantstrømsmetoden har jeg brukt både selskapsverdimodellen og egenkapitalmodellen.

I selskapsverdimodellen er markedsverdien av egenkapitalen beregnet ved å trekke netto rentebærende gjeld fra den estimerte selskapsverdien. Man finner den estimerte selskapsverdien ved å beregne nåverdien av den frie kontantstrømmen til selskapet i prognoseperioden 2022-2027, og deretter finne nåverdien av den uendelige annuiteten i terminalåret 2028. Når man legger sammen disse tallene får man den estimerte selskapsverdien. Her bruker vi WACC for å finne nåverdien av fri kontantstrøm til selskapet i terminalåret, og for å finne diskonteringsfaktoren. Deretter trekker vi fra netto rentebærende gjeld for å komme frem til markedsverdien av egenkapitalen. Denne kan så deles på antall utestående aksjer, for å komme frem til den estimerte aksjeverdien.

Tabell 41 viser utregningen av aksjeprisen i henhold til selskapsverdimodellen. Den estimerte aksjeprisen er kr. 22,00. Aksjeprisen den 31.12.2021 var kr. 21,10. Den prosentvise endringen er altså 4,01%.

**Tabell 41. Selskapsverdimodellen**

	DCF - Selskapsverdimodellen							
(MNOK)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028T
FCFF		387,3	373,6	370,4	384,2	424,7	459,8	647,2
WACC		5,82%	5,82%	5,82%	5,82%	5,82%	5,82%	5,82%
Diskonteringsfaktor		1,06	1,12	1,19	1,25	1,33	1,40	1,49
NV av FCFF prognoseperiode (1-6 år)	1 966	366,0	333,7	312,5	306,3	320,0	327,4	
NV av terminalverdi FCFF	8 105							
Estimert selskapsverdi	10 071							
NIBD+VOL	6 278							
MVE	3 793							
Aksjepris	<u>22,00</u>							

I egenkapitalmodellen beregner vi markedsverdien av egenkapitalen direkte ved å ta utgangspunkt i fri kontantstrøm til egenkapitalen og neddiskontere denne i prognoseperioden 2022-2027, for deretter å legge til nåverdien av den uendelige annuiteten i terminalåret 2028. Her bruker vi egenkapitalens avkastningskrav for å finne nåverdien av fri kontantstrøm til egenkapitalen i terminalåret, og for å finne diskonteringsfaktoren.

Tabell 42 viser utregningen av aksjeprisen i henhold til egenkapitalmodellen. Den estimerte aksjeprisen er kr. 23,80. Dette er en prosentvis endring fra aksjekursen 31.12.2021 på 12,78%.

**Tabell 42. Egenkapitalmodellen**

(MNOK)	2021	DCF - Egenkapitalmodellen						
		2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028T
FCFE		138,4	144,4	157,2	184,3	235,7	239,1	473,9
Re		7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Diskonteringsfaktor		1,07	1,14	1,23	1,31	1,40	1,50	1,61
NV av FCFE prognoseperiode (1-6 år)	852	129,4	126,1	128,3	140,6	168,0	159,3	
NV av terminalverdi FCFE	3 251							
<b>MVE</b>	<b>4 102</b>							
<b>Aksjepris</b>	<b>23,80</b>							

### 9.1.2 Diskontert meravkastning

I den diskonterte meravkastningsmetoden har jeg benyttet EVA-modellen og RI-modellen.

I EVA-modellen er selskapsverdien basert på investert kapital og nåverdien av alle fremtidige EVA-verdier. Vi beregner selskapsverdien ved å ta investert kapital (NOA) i begynnelsen av perioden og legge til nåverdien av EVA-verdiene i prognoseperioden 2022-2027, og nåverdien av den uendelige annuiteten i terminalåret 2028. Dermed har vi funnet selskapsverdien. Deretter trekker vi fra netto rentebærende gjeld for å finne egenkapitalens markedsverdi. Til slutt deler vi dette på antall utestående aksjer, for å komme frem til den estimerte aksjeverdien.

Her bruker vi WACC for å finne nåverdien av fri kontantstrøm til selskapet i terminalåret, og for å finne diskonteringsfaktoren.

Tabell 43 på neste side viser utregningen av aksjeprisen i henhold til EVA-modellen. Den estimerte aksjeprisen er kr. 22,88. Dette er en prosentvis endring fra aksjekursen 31.12.2021 på 7,78%.



**Tabell 43. EVA-modellen**

	EVA-modellen							
(MNOK)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028T
NOPAT		124	173	242	338	472	660	922
NOA ved starten av perioden		6 760	6 994	7 236	7 486	7 745	8 013	8 290
WACC		5,82%	5,82%	5,82%	5,82%	5,82%	5,82%	5,82%
Kapitalkostnad		394	407	421	436	451	467	483
EVA		19	29	45	70	108	168	261
Diskonteringsfaktor		1,06	1,12	1,19	1,25	1,33	1,40	1,49
NV av EVA		18	26	38	56	82	120	
NOA ved starten av perioden	7 376							
NV av EVA prognoseperiode (1-6 år)	338							
NV av terminalverdi EVA	2 508							
Estimert selskapsverdi	10 222							
NIBD+VOL	6 278							
MVE	3 944							
Aksjepris	<u>22,88</u>							

RI-modellen tar utgangspunkt i den bokførte verdien av egenkapitalen, pluss nåverdien av fremtidig residual-inntekt (RI). Vi beregner selskapsverdien ved å ta den bokførte verdien av egenkapitalen ved starten av perioden og legge til nåverdien av RI-verdiene i prognoseperioden 2022-2027, og nåverdien av den uendelige annuiteten i terminalåret 2028. Dermed har vi funnet egenkapitalens markedsverdi. Til slutt deler vi dette på antall utestående aksjer, for å finne den estimerte aksjeverdien.

Her bruker vi WACC for å finne nåverdien av RI i terminalåret, og for å finne diskonteringsfaktoren.

Tabell 44 viser utregningen av aksjeprisen i henhold til RI-modellen. Den estimerte aksjeprisen er kr. 21,97. Dette er en prosentvis endring fra aksjekursen 31.12.2021 på 3,96%.

**Tabell 44. RI-modellen**

	RI-modellen							
(MNOK)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028T
Resultat	-	13	57	144	256	403	602	873
EK ved starten av perioden		483	623	803	1 035	1 334	1 720	2 218
Re		7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Kapitalkostnad		34	44	56	72	93	120	155
RI		-	50	11	84	89	151	189
Diskonteringsfaktor		1,07	1,14	1,23	1,31	1,40	1,50	1,61
NV av RI		-	46	9	69	68	108	126
EK ved starten av perioden	886							
NV av RI prognoseperiode (1-6 år)	333							
NV av terminalverdi RI	2 569							
MVE	3 788							
Aksjepris	<u>21,97</u>							

Tabell 45 på neste side gir en oppsummering av resultatene fra de fire forskjellige modellene. I teorien skal alle de ulike modellene etter nåverdimetoden gi tilnærmet lik den samme estimerte aksjeprisen, men dette er ofte vanskelig i praksis. Gjennomsnittsprisen av

alle de fire modellene er som tabellen viser kr. 22,66. Dette er en prosentvis endring fra aksjekursen 31.12.2021 på 7,40%.

**Tabell 45. Oppsummering av modellene**

SATS ASA	EV	EK	EVA	RI	Gj. snitt
MVE	3 792,99	4 102,37	3 943,82	3 788,09	3 906,82
Antall aksjer (M)	172,40	172,40	172,40	172,40	172,40
<b>Estimert aksjepris</b>	<b>22,00</b>	<b>23,80</b>	<b>22,88</b>	<b>21,97</b>	<b>22,66</b>
Aksjekurs 31.12.2021	21,10	21,10	21,10	21,10	21,10
<b>% endring i aksjekurs</b>	<b>4,27%</b>	<b>12,78%</b>	<b>8,42%</b>	<b>4,14%</b>	<b>7,40%</b>

I teorien skal de forskjellige nåverdimetodene gi samme verdi, men dette lar seg sjeldent gjøre i praksis. I dette tilfellet var det et avvik mellom laveste og høyeste verdi etter nåverdimetodene på 7,70%. Siden estimatene etter nåverdimetodene varierte, har jeg brukt gjennomsnittet for de fire estimatene for å komme frem til den endelige verdien etter nåverdimetodene. Gjennomsnittet av nåverdimetodene ble altså kr. 22,66.

## 9.2 Relativ verdsettelse

Relativ verdsettelse er verdsettelse basert på den estimerte verdien av sammenlignbare selskaper. Denne kan man finne ved å beregne ulike multipler, for eksempel pris (markedsverdi)årsresultat (P/E), pris (markedsverdi)/bokført egenkapitalverdi (P/B), selskapsverdi/driftsinntekter (EV/Sales) og selskapsverdi/EBITDA (EV/EBITDA).

Jeg har valgt tre børsnoterte treningssenterkjeder til denne sammenligningen: ACTIC Group AB (basert i Sverige), The Gym Group PLC (basert i Storbritannia) og Basic Fit NV (basert i Nederland). Grunnen til at jeg valgte disse tre selskapene er at de alle er børsnoterte og alle driver treningssenter som primær virksomhet. To av de tre selskapene driver virksomhet i europeiske land utenfor Norden, men det er ikke mulig å finne andre treningssenterkjeder i Norden som er børsnotert. Dermed er det disse tre selskapene som rapporterer de tallene vi trenger for å utføre en sammenligning med multipler.

**Tabell 46. Sammenligning på utvalgte multipler**

Børsnotert selskap	P/E	P/B	EV/Sales	EV/EBITDA
Actic Group AB	- 1,53	0,89	2,10	- 48,30
The Gym Group PLC	- 10,10	2,35	6,90	- 123,70
Basic-Fit NV	- 16,97	7,02	12,90	- 64,60
<b>Gj. snitt</b>	<b>- 9,54</b>	<b>3,42</b>	<b>7,30</b>	<b>- 78,87</b>

Tabell 46 viser tallene for de fire multiplene i 2021. De negative multiplene viser tap, det vil si negative resultater. Det er ikke mulig å bruke negative multipler for å beregne markedsverdien av egenkapitalen, fordi resultatet ville ha blitt negative verdier. Det er dessuten naturlig å anta at de negative tallene er et resultat av pandemien, og at de derfor ikke er representative for selskapenes resultater under normale omstendigheter. De positive tallene viser inntekt og balanse, som gir et bedre grunnlag for verdsettelsen og dessuten er mer representativt for selskapets verdi. Jeg bruker derfor de positive tallene videre i den relative verdsettelsen.

For å utføre sammenligningen må vi beregne markedsverdien av egenkapitalen (MVE). Dette kan vi videre bruke til å beregne aksjeverdien, ved å dele MVE på antall aksjer.

Vi sammenligner først bedriften basert på gjennomsnittlig P/B (markedsverdi/bokført egenkapitalverdi) for de sammenlignbare selskapene. I dette regnestykket finner vi MVE ved å multiplisere P/B-multiplene med bokført egenkapitalverdi.

Deretter sammenligner vi bedriften basert på EV/Sales i forhold til de sammenlignbare selskapene. Her finner vi MVE ved å multiplisere multiplene med driftsinntekten og trekke fra netto rentebærende gjeld. Dette gir et alternativt uttrykk for MVE.

Til slutt regner vi ut gjennomsnittet av de to beregningsmetodene, og finner deretter aksjeprisen ved å dele MVE på antall aksjer.

**Tabell 47. MVE basert på utvalgte multipler**

SATS ASA		
	Multiplene	MVE
P/B	3,42	1 650,65
EV/Sales	7,30	10 314,17
<b>Gj. snitt</b>		<b>5 982,41</b>
<b>Aksjepris</b>		<b>34,70</b>

Tabell 47 viser estimert aksjepris for SATS dersom SATS hadde hatt samme forhold mellom multiplene som de sammenlignbare selskapene. Som tabellen viser får vi altså en aksjepris på kr. 34,70.

## 10. Usikkerhetsbetraktninger

I dette kapittelet presenterer jeg usikkerhetsbetraktninger ved hjelp av sensitivitetsanalyse, scenarioanalyse og Monte Carlo-simulering.

### 10.1 Sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalyse brukes for å analysere hvordan endringer i verdidrivere påvirker verdivurderingen (Petersen et al. 2017: 334). Jeg har valgt å utarbeide to sensitivitetsanalyser. Den ene er en analyse av estimert aksjekurs basert på egenkapitalens avkastningskrav (Re) og vekst i terminalperioden (g). Den andre måler sensitivitet i egenkapitalens avkastningskrav basert på justert egenkapitalbeta og markedsavkastning.

**Tabell 48. Sensitivitet i estimert aksjekurs basert på Re og g**

Sensitivitet i estimert aksjekurs	Egenkapitalens avkastningskrav (Re)							
	22,66	10,00%	9,00%	8,00%	7,00%	6,00%	5,00%	4,00%
Vekst i terminalperioden	0,50%	11,93	13,33	15,11	17,43	20,60	25,18	32,38
	1,00%	12,59	14,16	16,19	18,89	22,66	28,33	37,77
	1,50%	13,33	15,11	17,43	20,60	25,18	32,38	45,33
	2,00%	14,17	16,19	18,89	22,66	28,33	37,77	56,66
	2,50%	15,11	17,43	20,60	25,18	32,38	45,33	75,55
	3,00%	16,19	18,89	22,66	28,33	37,78	56,66	113,33
	3,50%	17,44	20,61	25,18	32,38	45,33	75,55	226,66

Tabell 48 viser en sensitivitetsanalyse der egenkapitalens avkastningskrav (Re) og veksten (g) i terminalperioden er parameterne i analysen. Tallene markert i grønt er priser som er høyere enn den estimerte aksjekursen fra tidligere verdsettelse ved hjelp av nåverdimetodene. Tallene markert i rødt er priser som er lavere enn den estimerte aksjekursen fra tidligere verdsettelse.

Jeg har brukt egenkapitalens avkastningskrav som en av parameterne ettersom den har stor påvirkning på WACC. Som vi vet, har WACC stor betydning for den estimerte markedsverdien av selskapet. Veksten i terminalperioden påvirker også markedsverdien i betydelig grad i alle nåverdimetodene.

Dersom vi har et avkastningskrav til egenkapitalen på over 8% er det tilnærmet umulig å få en aksjekurs over den estimerte verdien på kr. 22,66. På den andre siden ser vi at dersom vi har et avkastningskrav til egenkapitalen på under 6%, får vi i nesten alle tilfeller en aksjekurs som er høyere enn den estimerte verdien på kr. 22,66.

**Tabell 49. Sensitivitet i egenkapitalens avkastningskrav**

Sensitivitet i Re	Justert egenkapitalbeta							
	7%	0,574	0,861	1,148	1,435	1,722	2,009	2,296
Markedsavkastning	2,17%	2,0 %	2,1 %	2,2 %	2,4 %	2,5 %	2,6 %	2,8 %
	3,26%	2,6 %	3,0 %	3,5 %	3,9 %	4,4 %	4,8 %	5,3 %
	4,34%	3,2 %	4,0 %	4,7 %	5,5 %	6,2 %	7,0 %	7,7 %
	5,43%	3,8 %	4,9 %	6,0 %	7,0 %	8,1 %	9,2 %	10,2 %
	7,60%	5,1 %	6,8 %	8,5 %	10,2 %	11,8 %	13,5 %	15,2 %
	9,77%	6,3 %	8,7 %	11,0 %	13,3 %	15,6 %	17,9 %	20,2 %
	11,95%	7,6 %	10,5 %	13,5 %	16,4 %	19,3 %	22,3 %	25,2 %

Tabell 49 viser en sensitivitetsanalyse der egenkapitalens avkastningskrav (Re) er det eneste parameter i analysen. Tallene markert i grønt gir et avkastningskrav til egenkapitalen som vil gi en aksjepris høyere enn den estimerte aksjekursen. Tallene markert i rødt gir et avkastningskrav til egenkapitalen som vil gi en aksjepris lavere enn den estimerte aksjekursen. Dermed kan vi se hvilket forhold mellom egenkapitalbeta og avkastning som gir et gitt avkastningskrav til egenkapitalen, og videre en estimert aksjekurs.

De grønne tallene gir oss kun en aksjekurs over den estimerte aksjekursen dersom veksten i terminalperioden er 2%. Vi ser her hvilke avkastningskrav til egenkapitalen som kan forventes gitt at den risikofrie renten er på 1,72%.

**Tabell 50. Sensitivitet i aksjekurs ved estimering av Rm og Beta**

Sensitivitet i aksjekurs ved estimering av Rm og Beta					% endring fra base-case
Rm	Beta	Re	Aksjepris		
	3,26%	0,86	3,00%	113,32	400,09%
	4,34%	1,15	4,70%	41,97	85,22%
	<b>5,43%</b>	<b>1,44</b>	<b>7,00%</b>	<b>22,66</b>	<b>0,00%</b>
	7,60%	1,72	11,80%	11,56	-48,98%
	9,77%	2,01	17,90%	7,13	-68,53%
	11,95%	2,30	25,20%	4,88	-78,46%

Tabell 50 viser en oppsummering av verdiene for markedsavkastning (Rm) og Beta som gir gitte avkastningskrav på egenkapitalen, og videre hvilken aksjepris dette vil gi, og den prosentvise endring fra 'base case'. Alle aksjekursene i denne analysen er basert på 2% vekst i terminalperioden.

## 10.2 Scenarioanalyse

Scenarioanalyse er en metode for å teste sensitivitet basert på ulike framtidsscenarier. Fordelen med en scenarioanalyse er at man kan prøve ut endringer i flere variabler samtidig. Verdidriverne jeg har brukt er inntektsvekst, EBITDA-margin, resultat/inntekt,

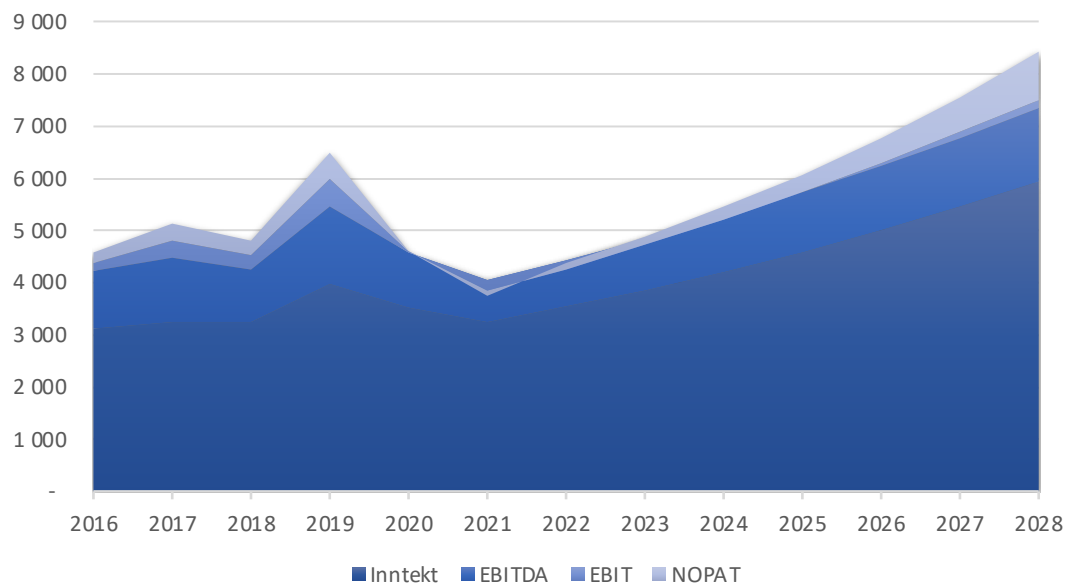
NIBD/NOA, NONCA/inntekt, ROIC og ROE. Jeg har beregnet base case scenario, bull case scenario og bear case scenario. De tre scenariene gir ulike aksjepriser som resultat.

**Tabell 51. Base case**

Base case	EV	EK	EVA	RI	Gj. snitt
MVE	3 792,99	4 102,37	3 943,82	3 788,09	3 906,82
Antall aksjer (M)	172,40	172,40	172,40	172,40	172,40
<b>Estimert aksjepris</b>	<b>22,00</b>	<b>23,80</b>	<b>22,88</b>	<b>21,97</b>	<b>22,66</b>
Aksjekurs 31.12.2021	21,10	21,10	21,10	21,10	21,10
<b>% endring i aksjekurs</b>	<b>4,27%</b>	<b>12,78%</b>	<b>8,42%</b>	<b>4,14%</b>	<b>7,40%</b>

Tabell 51 viser tallene vi får i base case scenariet. Her er analysen basert på verdsettelsen vi har gjort tidligere i denne oppgaven. Dette gir som vi ser en gjennomsnittlig estimert aksjepris på kr. 22,66. Dette er et gjennomsnitt av prisen vi får ved å beregne MVE basert på EV, EK, EVA og RI.

I Figur 27 nedenfor ser vi tallene fra base case scenariet i en grafisk fremstilling. Denne viser inntekt, EBITDA, EBIT og NOPAT i en base case, for årene 2016-2028.



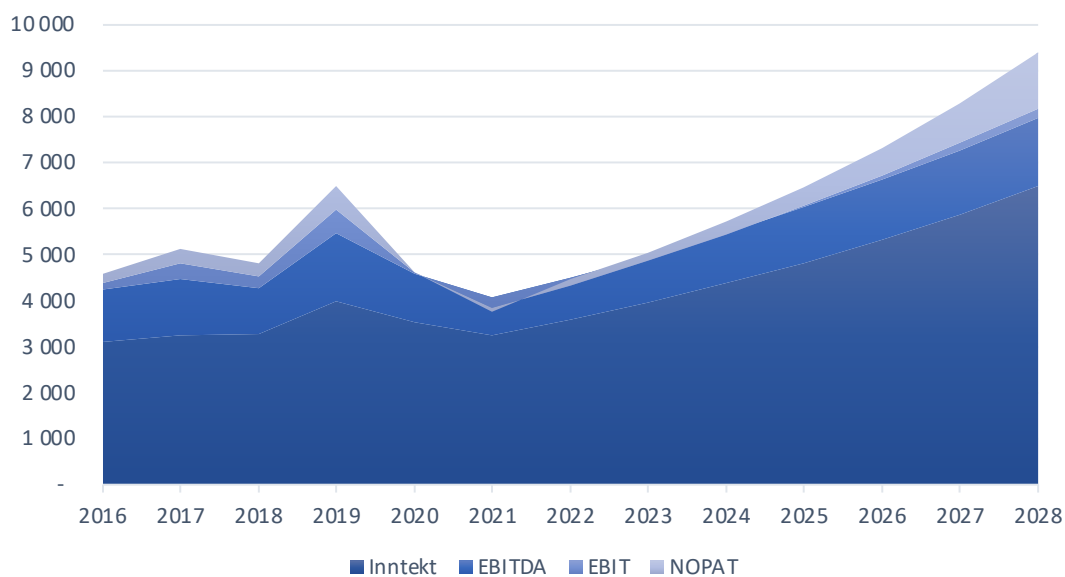
**Figur 27. Base case graf**

**Tabell 52. Bull case**

Bull case	EV	EK	EVA	RI	Gj. snitt
MVE	7 248,63	5 891,29	6 129,06	5 581,96	6 212,74
Antall aksjer (M)	172,40	172,40	172,40	172,40	172,40
<b>Estimert aksjepris</b>	<b>42,05</b>	<b>34,17</b>	<b>35,55</b>	<b>32,38</b>	<b>36,04</b>
Aksjekurs 31.12.2021	21,10	21,10	21,10	21,10	21,10
<b>% endring i aksjekurs</b>	<b>99,27%</b>	<b>61,95%</b>	<b>68,49%</b>	<b>53,45%</b>	<b>70,79%</b>

Tabell 52 viser tallene vi får i bull case scenariet. Dette gir som vi ser en gjennomsnittlig estimert aksjepris på kr. 36,04. Dette er en prosentvis endring fra aksjekursen 31.12.2021 på 70,79%.

I Figur 28 ser vi tallene fra bull case scenariet i en grafisk fremstilling. Denne viser inntekt, EBITDA, EBIT og NOPAT i en bull case, for årene 2016-2028.

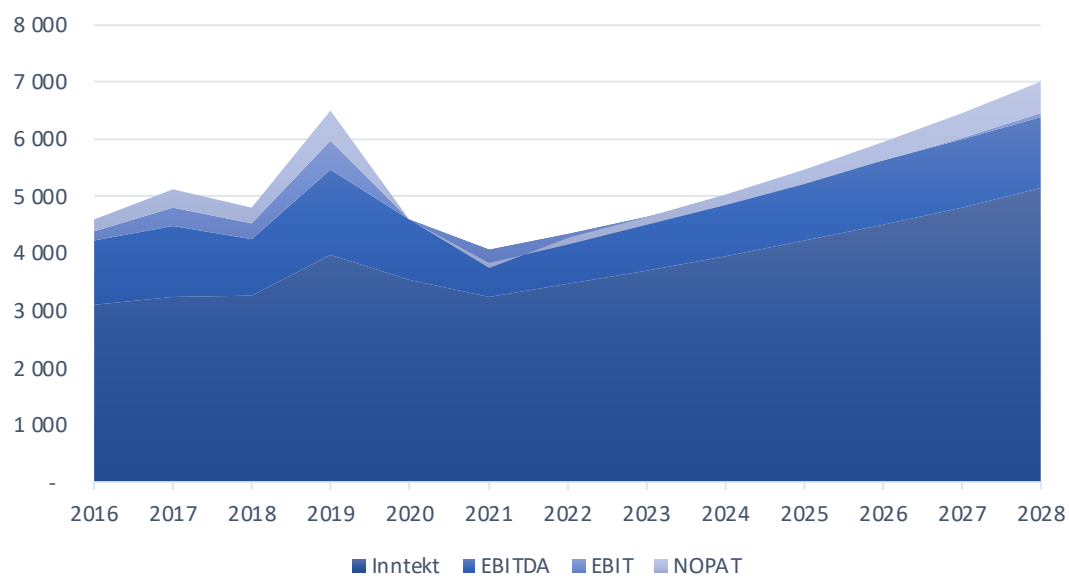
**Figur 28. Bull case graf**

Tabell 53 på neste side viser tallene i bear case scenariet. Dette scenariet gir en gjennomsnittlig estimert aksjepris på kr. 15,20, som er en prosentvis endring fra aksjekursen den 31.12.2021 på -27,96%.

**Tabell 53. Bear case**

Bear case	EV	EK	EVA	RI	Gj. snitt
MVE	2 483,85	2 552,11	2 701,52	2 744,80	2 620,57
Antall aksjer (M)	172,40	172,40	172,40	172,40	172,40
<b>Estimert aksjepris</b>	<b>14,41</b>	<b>14,80</b>	<b>15,67</b>	<b>15,92</b>	<b>15,20</b>
Aksjekurs 31.12.2021	21,10	21,10	21,10	21,10	21,10
<b>% endring i aksjekurs</b>	<b>-31,72%</b>	<b>-29,84%</b>	<b>-25,73%</b>	<b>-24,54%</b>	<b>-27,96%</b>

I Figur 29 ser vi tallene fra bear case scenariet i en grafisk fremstilling. Denne viser inntekt, EBITDA, EBIT og NOPAT i en bear case, for årene 2016-2028.

**Figur 29. Bear case graf**

Tabell 54 på neste side gir en oppsummering av resultatene av de tre ulike scenariene. Vi ser at aksjeprisen varierer mellom kr. 36,04 i bull case-scenariet og kr. 15,20 i bear case-scenariet.



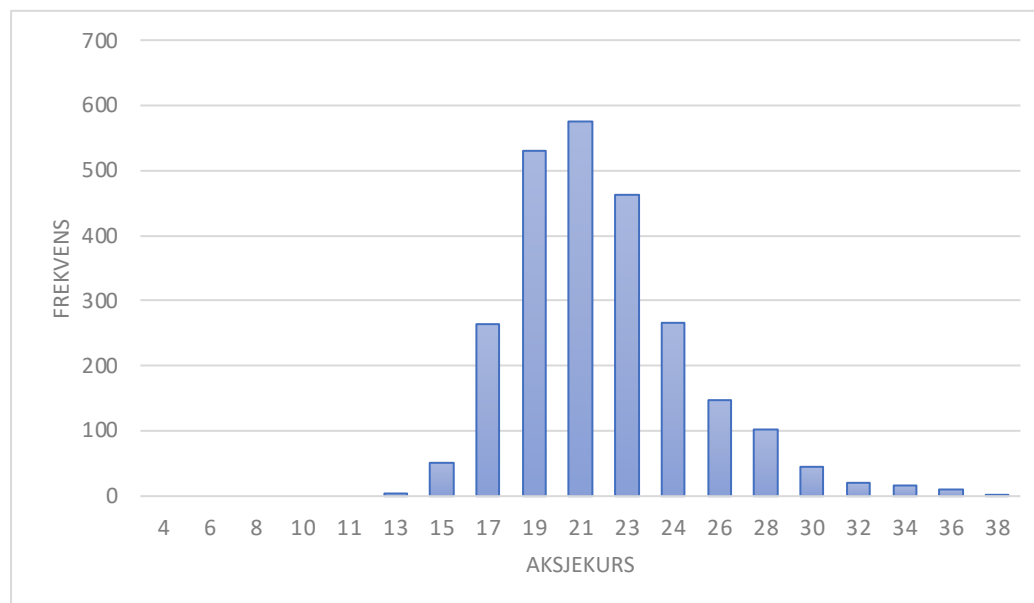
**Tabell 54. Verdidrivere i ulike scenarier**

Verdidrivere (Terminalprognose)	BULL	BASE	BEAR
Inntektsvekst	10,4 %	9,0 %	6,8 %
EBITDA-margin	34,2 %	23,5 %	18,3 %
Resultat/inntekt	19,0 %	15,4 %	10,6 %
NIBD/NOA	52,9 %	54,2 %	55,6 %
NONCA/Inntekt	119,4 %	248,0 %	292,6 %
ROIC	9,1 %	7,0 %	4,3 %
ROE	51,6 %	41,2 %	26,1 %
<b>Aksjepris</b>	<b>36,04</b>	<b>22,66</b>	<b>15,20</b>
<b>% endring i aksjekurs per 31.12.21</b>	<b>70,79%</b>	<b>7,40%</b>	<b>-27,96%</b>

### 10.3 Monte Carlo-simulering

Det finnes flere forskjellige grunner til å bruke en Monte Carlo-simulering i økonomifaget, blant annet for å estimere sannsynligheten for en hendelse man er usikker på. Jeg har utført en Monte Carlo-simulering av kursen for SATS-aksjer basert på 2500 observasjoner, nettopp for å teste sannsynligheten for ulike aksjekurser.

Simuleringen er gjort i Excel ved bruk av rand () formelen. Utfallet av simuleringen er presentert i histogrammet nedenfor (figur 30).



**Figur 30. Monte Carlo graf**

Den laveste observerte aksjekursen var kr. 13,32 og den høyeste var kr. 38,37. Vi ser også at fordelingen i histogrammet har en høyrevendt hale. Med unntak av tre observasjoner under 15 kroner og to over 36 kroner lå kursen mellom 15 og 36 kroner. Gjennomsnittlig avvik mellom observasjoner var kr. 3,74. Det moderate avviket tyder på at det er lite usikkerhet forbundet med investeringer i SATS.

Majoriteten av observasjonene hadde en aksjekurs i intervallet mellom 19 og 23 kroner. Den gjennomsnittlige kursen var kr. 20,75. Vi ser altså at simuleringen gir et resultat som ligger ganske nært gjennomsnittet av nåverdimetodene på kr. 22,66.

## 11. Drøfting av analyseresultatene

Beregningene jeg utførte i denne oppgaven ga en estimert verdi per SATS-aksje på kr. 22,66 basert på gjennomsnittet av nåverdimetodene. Jeg brukte gjennomsnittet av de fire nåverdimetodene fordi estimatene etter nåverdimetodene varierte med 7,70% mellom høyeste og laveste verdi.

Nåverdianalysene er basert på den historiske utviklingen i SATS, spesielt i årene før pandemien. I beregningen av vekstraten vektet jeg både regnskapstall og balansetall med 10% for årene 2020-2021 og 90% for årene 2016-2019. Dette var basert på en antagelse av at tallene for pandemiårene er uegnet til å beregne SATS sitt fremtidige vekstpotensial, i og med at treningsentrene måtte holdes stengt i store deler av de to årene. Jeg har dermed antatt at medlemstall og inntekter vil få en tilnærmet lik vekstkurve som før pandemien i årene som kommer.

Den relative verdsettelsen ved hjelp av multiplikatormetoden ga en estimert verdi per SATS-aksje på kr. 34,70.

Til tross for at nåverdimetodene er bygget på flere subjektive antagelser enn den relative verdsettelsen legger jeg større vekt på nåverdiberegningene. Grunnen til dette er at nåverdimetodene er bygget på mer grunnleggende analyser av forhold i Norge og de andre landene der SATS driver sin virksomhet, mens den relative verdsettelsen omfatter sammenlignbare selskaper i to land utenfor Norden og et tredje i Sverige. Dermed er det usikkert hvor sammenlignbare disse selskapene egentlig er med SATS, og hvordan markedet priser lignende selskaper i andre land, der de økonomiske forutsetningene er forskjellige fra Norge.

Det er også verdt å merke seg at Monte Carlo-simuleringen ga et resultat som lå nært opp til verdsettelsen etter nåverdimetodene. Gjennomsnittsverdien i Monte Carlo-simuleringen var kr. 20,75. Jeg valgte til slutt å vekte estimatene etter nåverdimetodene med 75% og estimatet etter den relative verdsettelsen med 25%.

Dermed ble den endelige estimerte verdien av SATS-aksjer kr. 25,67.

## 12. Kritikk av analysen

Verdsettelse bygger alltid på subjektive antagelser og vurderinger. Jeg vurderte det slik at tallene for de to pandemiårene ikke ga tilfredsstillende grunnlag for å beregne SATS sitt vekstpotensial fremover. I beregningen av vekstraten vektet jeg derfor både regnskaps- og balansetallene med 10% for årene 2020-2021 og 90% for årene før pandemien (2016-2019). Dette bygger på antagelsen om at veksten i tiden før pandemien vil komme tilbake etter gjenåpningen, og at medlemstall og inntekter vil få en tilnærmet lik vekstkurve som før pandemien.

De forskjellige beregningene av markedsverdi og modeller for diskontering av kontantstrømmer bygger på mer eller mindre usikre antagelser og forutsetninger der små feilmarginer kan få store konsekvenser for sikkerheten i både prognosene og selve verdsettelsen. Dette gjelder ikke minst kapitalverdimodellen (KVM), som har flere begrensninger. KVM forutsetter både enighet blant aktører om en eiendels forventet pris og at det er mulig å låne til en risikofri rente. Dette er urealistiske forutsetninger. Likevel har jeg brukt KVM for å beregne kapitalkostnad som igjen er utgangspunktet for å beregne både diskonteringsfaktoren og nåverdien av den uendelige annuiteten i terminalåret. Jeg valgte dessuten å vekte estimatene etter nåverdimetodene med 75% og estimatet etter den relative verdsettelsen med 25%, når jeg regnet ut den endelige estimerte aksjeverdien.

I utarbeidelsen av SATS sitt avkastningskrav var det flere usikkerhetsmomenter. Egenkapitalbetaen baserer seg på kovariansen mellom SATS-aksjen og utviklingen i markedet representert av hovedindeksen, delt på variansen i hovedindeksen. Et høyere avkastningskrav gir som kjent en lavere selskapsverdi, mens et lavere avkastningskrav gir en høyere selskapsverdi. Dermed vil en feilestimering av avkastningskravet basert på den historiske utviklingen gi stort utslag på verdivurderingen av selskapet.

I estimeringen av egenkapitalbetaen tok jeg utgangspunkt i den ukentlige avkastningen, både for SATS sine aksjer og for hovedindeksen. Et hyppigere intervall, som for eksempel daglig avkastning, ville ha gitt et annet resultat. Dette kunne også ha påvirket markedets risikopremie. Noen analytikere mener at markedets risikopremie helst skal ligge på 5-6%. Siden jeg har tatt utgangspunkt i den historiske avkastningen på Oslo Børs har jeg kommet frem til en lavere risikopremie på 3,17%.

## 13. Konklusjon

I dette avsluttende kapittelet svarer jeg på problemstillingen og konkluderer med en anbefalt handlingsstrategi for en tenkt investor.

Hovedproblemstillingen jeg har undersøkt er: "Hva var den estimerte verdien av én aksje i SATS ASA den 31.12.2021?"

Underproblemstillingen er: "Burde en tenkt investor kjøpe, holde eller selge aksjene?"

Ved hjelp av nåverdimetodene beregnet jeg en verdi per SATS-aksje på kr. 22,66.

I tillegg utførte jeg en markedsbasert relativ aksjeverdsettelse ved hjelp av multiplikatormodellen. Som et resultat av dette fikk jeg en verdi per aksje på kr. 34,70.

Jeg bruker tallene fra de to verdsettelsesmetodene (nåverdimetodene og relativ verdsettelse) til å finne en vektet gjennomsnittsverdi. Verdsettelsen etter nåverdimetoden er mer pålitelig. Jeg velger derfor å vekte denne tyngst med 75%. Tallet fra den relative verdsettelsen vektes med 25%. Vi får da en **endelig estimert aksjeverdi på kr. 25,67**.

Til sammenligning ga Monte Carlo-simuleringen en gjennomsnittsverdi på kr. 20,75.

Det kan også nevnes at aksjeprisen ved nyemisjonen i februar 2022 ble satt til kr. 19,50 per aksje.

Kursen for SATS-aksjer per 31.12.2021 var kr. 21,10. Dette er lavere enn den endelige estimerte verdien på kr. 25,67 med 17,80 %. Det er også lavere enn den estimerte verdien etter nåverdimetodene, kr. 22,66 med 7,40%.

På bakgrunn av at den estimerte aksjeverdien er høyere enn aksjekursen per 31.12.2021 anbefaler jeg investoren å kjøpe eller holde på aksjen.

## Litteraturliste

### Bøker, akademiske artikler og avhandlinger

- Bain, J. (1954). Economies of Scale, Concentration, and the Condition of Entry in Twenty Manufacturing Industries. *American Economic Review*, 44(1), 15–39.
- Bain, J. (1956). *Barriers to New Competition*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Barney, J. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management* 17(1): 99-120. doi: 10.1177/014920639101700108
- Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M., & Schaefer, S. (2010). *Economics of Strategy* (5. utg.). Hoboken, NJ: Wiley.
- Blume, M. (1975). Betas and Their Regression Tendencies. *The Journal of Finance*, 30(3): 785-795. doi:10.2307/2326858
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2011). *Investments and Portfolio Management* (9. utg.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Bøhren, Ø., Michalsen, D. & Norli, Ø. (2017). *Finans. Teori og Praksis*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation*. John Wiley & Sons.
- Dyrnes, S. (2011). *Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven - en taksonomi for verdibegreper*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Fjeldstad, Ø. D., & Lunnan, R. (2018). *Strategi*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Ghauri, P. & Grønhaug, K. (2010). *Research Methods in Business Studies*. Pearson Education Ltd.
- Gjønnnes S.H. & Tangenes T. (2018). *Økonomisk Styring 2.0*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Goddard, W. & Melville, S. (2004). *Research Methodology: An Introduction*. Blackwell Publishing.
- Graven, L.H. & Larsen, M. (2015). Ex post analyse av fusjonen mellom Sats og Elixia, Masterutredning i samfunnsøkonomi og økonomisk styring. Bergen: Norges Handelshøyskole. URL: <https://beccle.no/files/2015/08/Ex-post-analyse-av-fusjonen-mellom-Sats-og-Elixia.pdf>
- Grenness, T., & Nygaard, T.M. (2015). *Metode og oppgaveskriving*.

- Holme, I.M., & Solvang, B.K. (1996). *Metodevalg og metodebruk*. Oslo: Tano Aschehoug.
- Jakobsen, E. W., & Lien, L. B. (2001). *Ekspansjon – Strategi for forretningsutvikling* (1. utg.). Oslo: Gyldendal Norsk Forlag.
- Johannesen, A., Christoffersen, L., & Tufte, P. A. (2020). *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag* (4. utg.). Oslo: Abstrakt Forlag.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering: teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2. utg.). Bergen: Fagbokforlaget.
- Kinserdal, F. (2017). Verdsettelse – ulike metoder gir samme verdi. *Magma*, 54-66. URL: <https://www.magma.no/verdsettelse-ulike-metoder-gir-samme-verdi>
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (7. utg.). Hoboken, NJ: Wiley.
- Lintner J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *Review of Economics and Statistics*, 47(1): 13–37.
- Mason, E. (1939). Price and Production Policies of Large-Scale Enterprise. *American Economic Review*, 29(1), 61–74.
- Mathiesen, J. (2008). SATS strategy and marketing in Denmark. Master thesis, Cand.merc. IMM, Copenhagen: Copenhagen Business School. URL: [https://research-api.cbs.dk/ws/portalfiles/portal/58427882/jens\\_mathiesen.pdf](https://research-api.cbs.dk/ws/portalfiles/portal/58427882/jens_mathiesen.pdf)
- Mossin, J. (1966). Equilibrium in a capital asset market. *Econometrica*, 34(4): 768–783.
- Nyeng, F. (2004). *Vitenskapsteori for økonomer* (4th. Edition). Oslo: Abstrakt Forlag.
- Petersen, C., Plenborg, T. & Kinserdal, F. (2017). *Financial Statement Analysis. Valuation, Credit Analysis, Performance Evaluation*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Porter, M. (1979a). *Competitive advantage*. New York, NY: Simon and Schuster.
- Porter, M. (1979b). How Competitive Forces Shape Strategy. *Harvard Business Review*, March-April 1979.
- Porter, M. (1996). *Competitive strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. New York, NY: Free Press.
- Pratt, S. P. & Grabowski, R. J. (2014). *Cost of Capital: Applications and Examples*. London: John Wiley & Sons, Incorporated.

- Roll, R. (1977). A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests' Part I: On Past and Potential Testability of the Theory. *Journal of Financial Economics*, 4: 129-176.  
[http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90009-5](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(77)90009-5)
- Schølberg, O. (2009). Finansteori anvendt i praksis. *Magma*. URL:  
<https://www.magma.no/finansteori-anvendt-i-praksis>
- Sharpe W. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, 19(3): 425–442.
- Stonehouse, G., Campbell, D., Hamill, J. & Purdie, T. (2004). *Global and Transnational Business: Strategy and Management*. London: Wiley.
- Sucarrat, G. (2017). *Metode og økonometri* (2. utg.). Bergen: Fagbokforlaget.
- Sødal, S. (2003). *Praktisk økonomi og finans* (4. utg.). Oslo: Universitetsforlaget.
- Treynor, J. L. (1961). Market value, time, and risk. (8 August 1961).
- Tvedt, J. (2000). Realopsjoner - verdien av fleksibilitet. *Magma*. URL:  
<https://www.magma.no/realopsjoner-verdien-av-fleksibilitet>
- Vollmer, M. (2015). *A Beta-return Efficient Portfolio Optimisation Following the CAPM: An Analysis of international Markets and Sectors*. Springer.

## Nettressurser

- Brønnøysundregistrene (2022). SATS.
- Eurostat (2019). EUROPOP2019 population projections. URL:  
<https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tps00002/default/table?lang=en>
- Eurostat (2022). Harmonised index of consumer prices - monthly data. URL:  
[https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/ei\\_cphi\\_m/default/table?lang=en](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/ei_cphi_m/default/table?lang=en)
- Freshfitness.no (2022). Om oss. URL: <https://www.freshfitness.no/om-oss/>
- Friskissvettis.se (2019). Hur allt började. URL:  
<https://www.friskissvettis.se/omoss/historia#historia>
- Investopedia (2021). R-Squared. URL: <https://www.investopedia.com/terms/r/r-squared.asp>
- Nordnet (2022). SATS Utvikling. URL: <https://www.nordnet.no/market/stocks/17134374-sats>



- Norges Bank (2019). Hvordan påvirker styringsrenten deg? Norges-bank.no, 10. april 2019. URL: <https://www.norges-bank.no/kunnskapsbanken/styringsrenten/hvordan-pavirker-styringsrenten-deg/>
- Norges Bank (2020). Inflasjon. URL: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Inflasjon/>
- Norges Bank (2021). Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet. 4/2021. URL: <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Publikasjoner/Pengepolitisk-rapport-med-vurdering-av-finansiell-stabilitet/2021/ppr-42021/innhold/?q=Norden#4>
- Persson, Charlotte P. (2019). Abduksjon: Metoden for å finne den beste forklaringen. Forskning.no, 3. april 2019. URL: <https://forskning.no/om-forskning-samfunnsvitenskap/abduksjon-metoden-for-a-finne-den-beste-forklaringen/1317339>
- Sander, K. (2020). PESTEL–analyse (analyse av makroomgivelsene). EStudie.no. URL: <https://estudie.no/pestel-analyse/>
- Satsgroup.com (2022) History. URL: <https://satsgroup.com/about-sats/history/>
- Statistisk sentralbyrå (2011). Lønnsnivå og kjøpekraft i OECD-landene. Vanskelig å sammenlikne kjøpekraft, ssb.no, 12. september 2011. URL: <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/artikler-og-publikasjoner/vanskelig-aa-sammenlikne-kjopekraft>
- Statistisk sentralbyrå (2021). Sammenlikning av prisnivå i Europa, 22. desember 2021. URL: <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/konsumpriser/statistikk/sammenlikning-av-prisniva-i-europa>
- Statistisk sentralbyrå (2022a). Idrett og friluftsliv, levekårsundersøkelsen. URL: <https://www.ssb.no/statbank/table/05782/tableViewLayout1/>
- Statistisk sentralbyrå (2022b) Fattigdomsproblemer, levekårsundersøkelsen. URL: <https://www.ssb.no/statbank/table/12118/tableViewLayout1/>
- Sveriges officiella statistic (2022). Undersökningarna av levnadsförhållanden. Friluftsliv, idrott och kulturvanor. URL: [https://www.statistikdatabasen.scb.se/pxweb/sv/ssd/START\\_\\_LE\\_\\_LE0101\\_\\_LE0101F/LE01012019F01/table/tableViewLayout1/](https://www.statistikdatabasen.scb.se/pxweb/sv/ssd/START__LE__LE0101__LE0101F/LE01012019F01/table/tableViewLayout1/)
- Trading Economics (2021) Matrix- Europa – Data – Økonomiske indikatorer. URL: <https://no.tradingeconomics.com/matrix?g=europe>
- Trading Economics (2022) Norway Government Bond 10Y. URL: <https://tradingeconomics.com/norway/government-bond-yield>

Vainu.io (2022) Fitness facilities branche. URL: <https://vainu.io/industry/DK/sport-forlystelser-og-fritidsaktiviteter/fitness-facilities/931300/3>

## Nyhetsartikler

Brodahl, Viljam (2022). Fikk 16.000 nye medlemmer på fire måneder: – Stolte. Avisa Oslo. 11. februar 2022. URL: <https://www.ao.no/fikk-16-000-nye-medlemmer-pa-fire-maneder-stolte/s/5-128-259080>

Dyregrov, Silje (2014). - Burde aldri godtatt sammenslåingen av Sats og Elixia. Aftenposten, 6. november 2014. URL: <https://www.aftenposten.no/oslo/i/rL4OI/burde-aldri-godtatt-sammenslaaingen-av-sats-og-elixia>

FIH Partners (2013). Merger of Health & Fitness Nordic and Elixia. June 2013. URL: <https://www.fihpartners.com/hfn/>

Karlsson, Katarina (2013). Elixia, SATS, and Fresh fitness to be combined into the largest nordic health and fitness group. Altor.com, 14. juni 2013. URL: <https://altor.com/elixia-sats-and-fresh-fitness-to-be-combined-into-the-largest-nordic-health-and-fitness-group/>

Grini, Steinar (2021). Nå spar han SATS til værs. Finansavisen, 9. november 2021. URL: <https://finansavisen.no/nyheter/finans/2021/11/09/7769167/na-spar-han-sats-til-vaers>

Oslo Børs (2019). SATS ASA — Bookbuilding completed — Final offer price set at NOK 23.50 per share. EURONEXT Live markets, 23. oktober 2019. URL: <https://live.euronext.com/nb/node/3435969>

Pedersen, Tone (2014). Opptil 77 % dyrere å være medlem etter Sats Elixia- fusjonen, Stavanger Aftenblad, 27. september 2014. URL: <https://www.aftenbladet.no/lokalt/i/1VoOe/opptil-77-prosent-dyrere-aa-vaere-medlem-etter-sats-elixia-fusjonen>

Vaage, Lars Tobias (2020). SATS fornøyde med redningspakke. Finansavisen, 27. mars 2020. URL: <https://finansavisen.no/nyheter/bors/2020/03/27/7512253/sats-positiv-til-tiltakspakke>

## Offentlige dokumenter

Konkurransetilsynet (2013). Vedtak V2013-12 – Altor Fund III (via ELIXIA Holding IV AS) /TryghedsGruppen smba – ELIXIA Holding III AS/Health & Fitness Nordic AB – konkurranseloven § 19 tredje ledd – pålegg om midlertidig gjennomføringsforbud, 27. november 2013. URL: <https://konkurransetilsynet.no/wp-content/uploads/2018/08/vedtak-v2013-12-altor-fund-iii-via-elixia-holding-iv-as-tryghedsgruppen-smba-elixia-holding-iii-as-health-fitness-nordic-ab.pdf>

Konkurransetilsynet (2014a). Vedtak V2014-6 - Elixia Holding III AS - Health & Fitness Nordic AB v/SATS Norge AS – Aktiv 365 v/OT Invest AS - godkjenning av kjøper av SATS Sandsli, 20. mai 2014. URL: <https://konkurransetilsynet.no/wp-content/uploads/2018/08/vedtak-v2014-6-elixia-holding-iii-as-health-fitness-nordic-ab-v-sats-norge.pdf>

Konkurransetilsynet (2014b). Vedtak V2014-7 - ELIXIA Holding III AS - Health & Fitness Nordic AB v/SATS Norge AS - Studentskipnaden i Oslo og Akershus - godkjenning av kjøper av SATS Vulkan, 28. mai 2014. URL: <https://konkurransetilsynet.no/wp-content/uploads/2018/08/vedtak-v2014-7-elixia-holding-iii-as-health-fitness-nordic-ab-v-sats-norge.pdf>

## Statsbudsjettet

Regjeringen (2021a). Prop. 1 S (2021–2022) For budsjettåret 2022 — Statsbudsjettet (Gul bok). Regjeringen.no. Tilgjengelig for nedlastning fra URL: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop.-1-s-20212022/id2875540/>

Regjeringen (2021b). Statsbudsjettet 2022: Nøkkeltall. Regjeringen.no. URL: <https://www.regjeringen.no/no/statsbudsjett/2022/statsbudsjettet-2022-nokkeltall/id2875836/>

## Årsrapporter, innkallinger, protokoller og pressemeldinger

SATS (2019a). SATS Annual Report 2018. URL: <https://satsgroup.com/wp-content/uploads/2019/10/Godkjent-Annual-Report-2018.pdf>

SATS (2019b). SATS ASA - Bookbuilding completed - Final offer price set at NOK 23.50 per share. Euronext Press Release, 23. oktober 2019. URL: <https://live.euronext.com/nb/node/3435969>

SATS (2020). SATS Annual Report 2019. URL: <https://satsgroup.com/wp-content/uploads/2020/04/SATS-ASA-Annual-Report-2019.pdf>

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

SATS (2022a). SATS Sustainability Report 2021. URL: <https://satsgroup.com/wp-content/uploads/2022/04/SATS-ASA-Sustainability-Report-2021.pdf>

SATS (2022b). SATS Annual report 2021. URL: <https://satsgroup.com/wp-content/uploads/2022/03/SATS-ASA-Annual-Report-2021.pdf>

SATS (2022c). Innkalling til ekstraordinær generalforsamling i SATS ASA, 17. februar 2022. URL: [https://live.euronext.com/sites/default/files/company\\_press\\_releases/announcemen](https://live.euronext.com/sites/default/files/company_press_releases/announcemen)

ts/554186\_Notice%20of%20Extraordinary%20General%20Meting%20of%20SATS%20ASA.pdf

SATS (2022d). SATS ASA: Contemplated private placement. Euronext Live markets 16. februar 2022. URL: <https://live.euronext.com/en/node/8854648>

SATS (2022e). Protokoll fra ekstraordinær generalforsamling i SATS ASA, 10. mars 2022. Tilgjengelig for nedlastning fra URL: <https://newsweb.oslobors.no/message/556075>