



UNIVERSITETET I  
NORDLAND

HANDELSHØGSKOLEN I BODØ • HHB

---

# MASTEROPPGAVE

*Strategisk analyse og verdsettelse av  
Rosenborg Ballklub*

BE305E Finansiering og investering

Bodø, 2015

Stig Roland Nyvik

Kristian Holhjem Almli



## Abstract

The purpose of this master's thesis was to value Rosenborg Ballklub per 1 January 2015. The valuation of Rosenborg was conducted using fundamental valuation. We chose this method because it allowed us to base the valuation on analyses of strategy and financial statements. This method is considered to be the most suitable to use when valuing a football club such as Rosenborg.

Rosenborg is Norway's most successful football club, having won more than 20 league titles. Norwegian football clubs have in recent years experienced a recession due to declining attendances, lower revenue from sponsorship deals and few success stories in European club competitions.

Our valuation is based on financial statements for the period 2010-2014, while the strategic analysis stems from statements by Rosenborg, sports websites and news articles.

The PESTEL analysis indicates that the main macroeconomic challenges for Norwegian football clubs are legislative changes and fluctuations in the economy. The external analysis revealed that the greatest threats were high rivalry among clubs and the media's increased bargaining power. In the internal analysis we have identified Rosenborg's strengths and weaknesses. The strategic analysis is summarised in a SWOT analysis, where we see that the club has several enduring advantages.

The analysis of the financial statements shows that Rosenborg's revenue has been declining through the period, which confirms the economic challenges the industry is facing. Simultaneously, we see that Rosenborg is better equipped to meet these challenges through a greater solvency than the footballing industry at large. Furthermore, the analysis clearly shows that the club has gained better control over its wage budget, which has previously been deemed too high.

Our forecasts are based on findings made in the strategic and accounting analysis. The fundamental valuation gave us a value of equity for Rosenborg at NOK 317 872 741. Finally, we conducted a sensitivity analysis and a Monte Carlo simulation showing that the growth rate and the required rate of return has the greatest impact on the value estimate.

## Forord

Denne masteroppgaven er skrevet som en avslutning på mastergradsstudiet i finansiering og investering ved Handelshøgskolen i Bodø. Temaet i masteroppgaven er strategisk analyse og verdsettelse av Rosenborg Ballklub. Valgt om å fordype oss i verdsettelse springer ut fra interessen i fagområdene finans, strategi og regnskap. Verdsettelse smelter sammen disse tre fagområdene, og forenklet vårt valg av tematikk.

Bakgrunnen for å verdsette Rosenborg kommer av vår lidenskap til fotball og Rosenborg spesielt. Norsk fotball har stått overfor utfordringer med sviktende interesse, og manglende internasjonal suksess, og har ført til at Rosenborg må tenke nytt og annerledes. For første gang på over 25 år er ikke Rosenborg det beste laget i norsk fotball. Klubben har ikke lengre det finansielle fortrinnet den tidligere hadde. Vi mener disse faktorene gjør det spennende å verdsette Rosenborg på nåværende tidspunkt.

Underveis i oppgaven har vi fått inspirasjon, innspill, og råd fra en rekke personer, og ønsker å rette en takk til disse. Videre vil vi rette en stor takk til vår veileder Frode Sættem for grundige og hurtige tilbakemeldinger gjennom hele prosessen. Avslutningsvis vil vi takke våre korrekturlesere.

Bodø, 18. mai. 2015

-----  
Stig Roland Nyvik

-----  
Kristian Holhjem Almli

## Sammendrag

Hensikten med masteroppgaven var å verdsette Rosenborg Ballklub pr. 1.1.2015. Verdsettelsen ble gjennomført ved hjelp av fundamental verdsettelse. Valget falt på denne metoden, hvor vi har brukt strategiske- og regnskapsbaserte analyser i verdsettelsen, fordi denne metoden egner seg best for Rosenborg og bransjen de opererer i.

Rosenborg er Norges største klubb, med en merittliste som inkluderer over 20 seriemesterskap. Norsk fotball har den siste tiden opplevd en nedgangskonjunktur med sviktende publikumsinteresse, sponsorinntekter, og prestasjoner i Europa.

Vi har valgt å basere verdsettelsen på regnskapsrapporter for perioden 2010-2014, mens den strategiske analysen er forankret i uttalelser fra Rosenborg, bransjenettsted, og artikler.

PESTEL-analysen indikerer at de største makroøkonomiske utfordringene til norsk fotball kommer fra lovendringer og svingninger i økonomien. Fra ekstern analysen kom det fram at de største truslene var høy rivalisering blant klubbene og økende forhandlingsmakt hos media. I intern analysen har vi kartlagt Rosenborgs sterke og svake sider. Den strategiske analysen er oppsummert i en SWOT-analyse, hvor vi ser at klubben har flere varige fortrinn.

Regnskapsanalysen bekrefter de økonomiske utfordringene bransjen står overfor siden Rosenborgs inntekter har vært fallende i den perioden. Allikevel ser vi at klubben har bedre soliditet enn bransjen å er bedre rustet til å møte slike utfordringer. Videre kommer det tydelig frem at klubben har fått bedre kontroll over lønnskostnadene som tidligere var for høye.

Vårt framtidsregnskap er basert på funn gjort i den strategiske- og regnskapsmessige analysen. Den fundamentale verdsettelsen ga oss en verdi på egenkapitalen til Rosenborg på NOK 317 872 741. Avslutningsvis har vi gjennomført sensitivitetsanalyser, og Monte Carlo simulering som viser at vekstraten og avkastningskravet har størst innvirkning på verdierestimatet.

# Innholdsfortegnelse

<b>Abstract</b> .....	<b>i</b>
<b>Forord</b> .....	<b>ii</b>
<b>Sammendrag</b> .....	<b>i</b>
<b>Innholdsfortegnelse</b> .....	<b>ii</b>
<b>Tabelloversikt</b> .....	<b>vi</b>
<b>Figuroversikt</b> .....	<b>viii</b>
<b>1 Innledning</b> .....	<b>1</b>
1.1 Bakgrunn og motivasjon.....	1
1.2 Problemstilling .....	2
1.3 Datagrunnlag.....	2
1.4 Avgrensning.....	2
1.5 Oppgavens struktur .....	3
<b>2 Presentasjon av Rosenborg Ballklub</b> .....	<b>5</b>
<b>3 Metode</b> .....	<b>7</b>
3.1 Forskningsstrategi.....	7
3.2 Forskningsdesign.....	8
3.3 Tidsaspektet .....	9
3.4 Datainnhenting .....	9
3.5 Dataanalyse.....	10
3.6 Reliabilitet.....	10
3.7 Validitet.....	11
3.7.1 Begrepsvaliditet.....	11
3.7.2 Intern validitet.....	12
3.7.3 Ekstern validitet.....	12
<b>4 Hva er verdsettelse</b> .....	<b>13</b>
<b>4.1 Fundamental verdsettelse</b> .....	<b>14</b>
4.1.1 Kontantstrømmmodellen (DCF) .....	15
4.1.2 Dividendemodellen (DDM) .....	18
4.1.3 Adjusted Present Value Model ( Justert nåverdmodell).....	20
<b>4.2 Komparativ verdsettelse</b> .....	<b>21</b>

4.2.1	Multiplikatorer .....	21
<b>4.3</b>	<b>Opsjonsbasert verdsettelse .....</b>	<b>24</b>
<b>4.4</b>	<b>Valg av verdsettelsesmetode.....</b>	<b>26</b>
<b>5</b>	<b>Strategisk analyse.....</b>	<b>27</b>
<b>5.1</b>	<b>Innledning .....</b>	<b>27</b>
<b>5.2</b>	<b>Makroanalyse .....</b>	<b>28</b>
5.2.1	PESTEL-analyse.....	28
<b>5.3</b>	<b>Ekstern analyse.....</b>	<b>33</b>
5.3.1	Porters fem konkurransekrefter.....	33
5.3.2	Bransjens livssyklus .....	44
<b>5.4</b>	<b>Intern analyse .....</b>	<b>46</b>
5.4.1	SVIMA-analyse .....	46
5.4.2	KIKK-analysen.....	51
<b>5.5</b>	<b>SWOT analyse.....</b>	<b>54</b>
<b>6</b>	<b>Regnskapsanalyse .....</b>	<b>57</b>
<b>6.1</b>	<b>Presentasjon av historiske regnskap .....</b>	<b>58</b>
6.1.1	Resultatregnskap .....	58
6.1.2	Balansen .....	59
<b>6.2</b>	<b>Sammenligning med andre klubber .....</b>	<b>60</b>
6.2.1	Driftsinntekter .....	60
6.2.2	Driftskostnader .....	61
6.2.3	Lønn/omsetning .....	61
<b>6.3</b>	<b>Omgruppering for investororientert analyse .....</b>	<b>63</b>
6.3.1	Omgruppering av resultatregnskapet .....	64
6.3.2	Omgruppering av balanseregnskapet.....	64
6.3.3	Normalisering av regnskapet.....	66
<b>7</b>	<b>Finansiell analyse .....</b>	<b>67</b>
<b>7.1</b>	<b>Likviditetsanalyse.....</b>	<b>67</b>
<b>7.2</b>	<b>Soliditetsanalyse .....</b>	<b>68</b>
<b>7.3</b>	<b>Netto driftsrentabilitet.....</b>	<b>71</b>
<b>7.4</b>	<b>Syntetisk rating.....</b>	<b>72</b>
<b>8</b>	<b>Avkastningskrav .....</b>	<b>74</b>
<b>8.1</b>	<b>CAPM - The Capital Asset Pricing Model.....</b>	<b>74</b>
8.1.1	Risikofri rente .....	77

8.1.2	Markedets risikopremie .....	78
8.1.3	Beta .....	79
8.1.4	Likviditetspremie .....	83
<b>8.2</b>	<b>Beregning av egenkapitalkrav.....</b>	<b>84</b>
<b>8.3</b>	<b>Beregning av gjeldskrav .....</b>	<b>84</b>
<b>8.4</b>	<b>Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC) .....</b>	<b>84</b>
8.4.1	Andel egenkapital og gjeld.....	86
8.4.2	Beregning av avkastningskrav til totalkapitalen .....	86
<b>9</b>	<b>Fremtidsregnskap .....</b>	<b>87</b>
<b>9.1</b>	<b>Introduksjon.....</b>	<b>87</b>
9.1.1	Budsjetthorisont .....	87
9.1.2	Vekstanalyse .....	88
<b>9.2</b>	<b>Inntekter .....</b>	<b>89</b>
9.2.1	Sponsorinntekter .....	89
9.2.2	Billettinntekter .....	90
9.2.3	Gevinst spillersalg .....	91
9.2.4	Medieinntekter NTF .....	93
9.2.5	UEFA inntekt.....	94
9.2.6	Annen driftsinntekt .....	94
<b>9.3</b>	<b>Kostnader .....</b>	<b>95</b>
9.3.1	Lønnskostnader.....	95
9.3.2	Andre driftskostnader .....	96
<b>9.4</b>	<b>Prognose EBITDA.....</b>	<b>97</b>
<b>9.5</b>	<b>Investeringer .....</b>	<b>97</b>
<b>9.6</b>	<b>Arbeidskapital.....</b>	<b>98</b>
<b>10</b>	<b>Verdsettelse av Rosenborg Ballklub.....</b>	<b>100</b>
<b>10.1</b>	<b>Terminalverdi.....</b>	<b>100</b>
<b>10.2</b>	<b>Skattefordel.....</b>	<b>101</b>
<b>10.3</b>	<b>Egenkapitalverdi .....</b>	<b>101</b>
<b>11</b>	<b>Komparativ verdsettelse .....</b>	<b>102</b>
<b>12</b>	<b>Analyse av usikkerhet i verdiestimatet.....</b>	<b>103</b>
<b>12.1</b>	<b>Sensitivitetsanalyse .....</b>	<b>103</b>
12.1.1	Endring i WACC og vekstfaktor.....	103
12.1.2	Endring i vekstfaktor.....	104

12.1.3	Endring i avkastningskrav .....	105
12.1.4	Endringer i variabler som inngår i WACC .....	105
12.1.5	Endring i lønnsandel.....	106
12.1.6	Endring i betaverdi .....	107
12.1.7	Endring i risikofri rente .....	107
<b>12.2</b>	<b>Monte Carlo simulering.....</b>	<b>108</b>
<b>13</b>	<b>Oppsummering og konklusjon .....</b>	<b>114</b>
<b>14</b>	<b>Litteraturliste .....</b>	<b>115</b>



## Tabelloversikt

Tabell 5.1 Oppsummering SVIMA .....	50
Tabell 6.1 Rosenborgs historiske resultatregnskap .....	58
Tabell 6.2 Rosenborgs historiske eiendelsbalanse .....	59
Tabell 6.3 Rosenborgs historiske egenkapital- og gjeldsbalanse .....	59
Tabell 6.4 Omgruppert resultatregnskap .....	64
Tabell 6.5 Omgruppert balanse .....	65
Tabell 6.6 Normalisert EBITDA .....	66
Tabell 7.1 Likviditetsgrad 1.....	67
Tabell 7.2 Egenkapitalprosent .....	69
Tabell 7.3 Rentedekningsgrad .....	70
Tabell 7.4 Rosenborgs netto driftsrentabilitet .....	71
Tabell 7.5 Standard & Poor's modell for syntetisk rating.....	72
Tabell 7.6 Syntetisk rating Rosenborg .....	73
Tabell 9.1 Historisk utvikling i BNP, KPI-JAE og nominell vekst for 2005-2014.....	88
Tabell 9.2 Prognoser for utvikling i BNP, KIP-JAE og nominell vekst for 2015-2018 .....	88
Tabell 9.3 Historisk utvikling i Rosenborgs sponsorinntekter .....	89
Tabell 9.4 Prognose for utvikling i sponsorinntekter 2015-2020 .....	90
Tabell 9.5 Historisk utvikling billettinntekter fra 2010-2014.....	90
Tabell 9.6 Prognose billettinntekter 2015-2020 .....	91
Tabell 9.7 Historisk utvikling gevinst spillersalg.....	92
Tabell 9.8 Prognoser gevinst spillersalg 2015-2020 .....	92
Tabell 9.9 Historisk utvikling medieinntekter .....	93
Tabell 9.10 Prognoser medieinntekter 2015-2020 .....	93
Tabell 9.11 Historiske UEFA-inntekter.....	94
Tabell 9.12 Prognose UEFA-inntekter 2015-2020.....	94
Tabell 9.13 Historisk utvikling annen driftsinntekt.....	95
Tabell 9.14 Prognoser annen driftsinntekt 2015-2020 .....	95
Tabell 9.15 Historisk utvikling lønnskostnader.....	96
Tabell 9.16 Prognose lønnskostnader 2015-2021.....	96
Tabell 9.17 Historisk utvikling andre driftskostnader .....	96
Tabell 9.18 Prognose andre driftskostnader 2015-2021 .....	97
Tabell 9.19 Prognose EBITDA 2015-2021 .....	97

Tabell 9.20 Historisk utvikling investeringer .....	98
Tabell 9.21 Prognose for Rosenborgs driftsinvesteringer i % av driftsinntekter .....	98
Tabell 9.22 Historisk utvikling i arbeidskapital .....	99
Tabell 9.23 Prognose for arbeidskapital 2015-2021 .....	99
Tabell 10.1 Rosenborgs egenkapitalverdi .....	101
Tabell 11.1 Utvikling i egenkapital ved endring av vekst og WACC .....	103
Tabell 11.2 Utvikling egenkapital ved endring av variabler som inngår i WACC .....	106
Tabell 11.3 Parameter for simuleringen .....	109

## Figuroversikt

Figur 4.1 Fundamentalanalyse prosessen (Penman 2013).....	14
Figur 4.2 Hvordan regnskap brukes i verdsettelse (Penman 2013).....	15
Figur 4.3 Fortjeneste av en call opsjon (Damodaran 2012) .....	24
Figur 4.4 Fortjeneste av put opsjon (Damodaran 2012).....	25
Figur 5.1 PESTEL-modellen .....	29
Figur 5.2 Porters fem konkurransekrefter.....	33
Figur 5.3 Gjennomsnittlig tilskuertall Tippeligaen .....	37
Figur 5.4 Bransjens livssyklus (Johnson, Whittington & Scholes 2011) .....	44
Figur 5.5 SVIMA-trapp (Jakobsen & Lien 2015) .....	46
Figur 5.6 SVIMA-testen (Jakobsen & Lien 2015) .....	47
Figur 5.7 KIKK-modell (Hill & Jones 2007) .....	51
Figur 5.8 SWOT oppsummering .....	55
Figur 6.1 Driftsinntekter .....	60
Figur 6.2 Driftskostnader.....	61
Figur 6.3 Lønn/omsetning .....	62
Figur 6.4 NFF sin oversikt over utvikling i personalkostnader .....	63
Figur 7.1 Likviditetsgrad 1 .....	67
Figur 7.2 Egenkapitalprosent.....	69
Figur 7.3 Rentedekningsgrad.....	70
Figur 8.1 Kapitalmarkedslinjen, betegnes som CML på engelsk (Bodie, Kane & Marcus 2014).....	75
Figur 8.2 Verdipapirlinjen, betegnes SML på engelsk (Bodie, Kane & Marcus 2014) .....	75
Figur 11.1 EK-verdi ved endring av vekstfaktor .....	104
Figur 11.2 Endring EK-verdi ved endret WACC .....	105
Figur 11.3 EK-verdi ved endring i lønnskostnader .....	106
Figur 11.4 EK-verdi ved endring av betaverdi .....	107
Figur 11.5 Endring i EK-verdi ved endret risikofri rente .....	108
Figur 11.6 Simulerings prosessen (McLeish 2005).....	109
Figur 11.7 Sannsynlighetsfordeling av egenkapitalverdi .....	110
Figur 11.8 Statistiske data ved simulering.....	110
Figur 11.9 Variablenes bidrag til varians .....	111
Figur 11.10 Oppside potensial i verdiestimatet .....	112

Figur 11.11 Nedsiderisikoen i verdiestimatet.....	112
Figur 11.12 Konkursrisikoen til Rosenborg .....	113

# 1 Innledning

I dette kapittelet tar vi for oss bakgrunnen og motivasjonen vår for valget av tema for masteroppgaven. Videre presentere vi problemstillingen og redegjør for hvilket datagrunnlaget som ligger til grunn. Innledningen avsluttes med en gjennomgang av oppgavens avgrensning og struktur.

## 1.1 Bakgrunn og motivasjon

Masteroppgaven symboliserer avslutningen på 5 års økonomistudie og strekker seg over hele det siste semesteret. Hva oppgaven skulle dreie seg om var et vanskelig spørsmål, som gjorde at vi begge ble enige om at en felles interesse skulle danne grunnlaget for oppgaven. Vi falt ned på et valg som lot oss kombinere interessen for fotball med mastergradsspesialiseringen vår finans. En verdsettelse av Rosenborg ble skjæringspunktet mellom disse interessene.

Fotballen har de siste tiårene utviklet seg fra at klubbene var driftet som idrettslag til å bli store selskaper med mange ansatte. I norsk fotball skal du ikke gå langt tilbake i tid før mange av spillerne i den øverste divisjonen hadde en jobb ved siden av fotballen. En av årsakene til denne utviklingen kan tilskrives tilgjengeligheten av produktet norsk fotball. Fotball har blitt «big business» og det er betydelig større midler i omløp enn tidligere i form av lønninger, overgangssummer, medieinntekter og sponsorat.

Utviklingen har gjort det mer aktuelt enn noen gang å faktisk vite hva en klubb er verdt. Spesielt når det er en del klubber i norsk fotball som sliter med å få endene til å møtes etter en for offensiv satsning, og flere blir avhengige av investorer. Flere klubber har blitt tvunget til å foreta kutt og gå mere tilbake til idrettslagsprinsippene og en nøktern holdning.

Det er ofte blitt sagt at verdsettelse er ingen eksakt vitenskap. Den kjente økonomen John Maynard Keynes har uttalt «It is better to be roughly right than precisely wrong» (Syll 2013). For å komme frem til et mest mulig korrekt verdiestimat vil vi gjennomføre en fundamental verdsettelse av Rosenborg. Gjennom den fordyper vi oss i strategiske og regnskapsrelaterte problemstillinger klubben har, og ser disse fra et økonomisk ståsted isteden for et supporter

ståsted. På grunn av at verdsettelse blir sett på som en subjektiv øvelse vil vi benytte oss av sensitivitetsanalyser og simulering for å avdekke usikkerhet i vårt verdiestimat.

Temaet verdsettelse favner bredt og kan ha flere ulike problemstillinger, samtidig har vi stor interesse for objektet som verdsettes, det gjør at vi er motivert for et utfordrende semester.

## 1.2 Problemstilling

Problemstillingen vi har valgt til vår masteroppgave er som følger:

*Hva er verdien av konsernet Rosenborg Ballklub pr. 01.01.2015?*

Gjennom problemstillingen skal vi prøve å komme fram til et verdiestimat av Rosenborg, men samtidig er målet om å få en dypere innsikt innen verdsettelse som fagområde. Sluttproduktet er viktig, men vi anser prosessen som vel så avgjørende og det vil bidra til å gi oss en bedre forståelse av fotballbransjen enn 4-3-3 og god samhandling. Man kan godt si at veien er selve målet. Ellers er fotballbransjen preget av litt andre mekanismer enn mer tradisjonelle bransjer når det kommer til verdsettelse som bidrar til å gjøre oppgaven både interessant og krevende.

## 1.3 Datagrunnlag

For best mulig å kunne svare på vår problemstilling har vi valgt å benytte oss av anerkjente og godt utprøvde rammeverk for verdsettelse. Datagrunnlaget for regnskapsanalysen vil være årsrapporter fra Rosenborg og de andre klubbene i vårt utvalg. Grunnlaget for analysen kommer fra bransjerapporter, Rosenborgs egen hjemmeside, samt avisartikler.

## 1.4 Avgrensning

Rosenborg Ballklub, heretter omtalt som Rosenborg, er organisert som et idrettslag, men har i dag flere datterselskap. Verdsettelsen vil dreie seg om Rosenborg som helhet, og vil ikke ta for seg hvert enkelt datterselskap. Ellers kommer en del avgrensning som en naturlig konsekvens av bransjen Rosenborg opererer i. Fotballbransjen i Norge må sies å være ganske

liten og har ingen klubber som er børsnotert. Dette har ført til at vi har inkludert FC København og Brøndby IF i forbindelse med betaberegningene. FC København og Malmø FF er også inkludert i vårt utvalg av sammenlignbare klubber siden vi ser på disse som konkurrenter til Rosenborg i et nordisk perspektiv.

På grunn av at Rosenborg er et idrettslag har ikke klubben et aksjonær-/eierforhold tilsvarende det man finner i de fleste andre selskaper som verdsettes. Dette kombinert med bransjen klubben opererer i vil en del verdsettelsesmetoder vanskelig la seg gjennomføre. Det gjør at vi har valgt å legge ned en god del arbeid i sensitivitetsanalyser og simulering av den verdien vi kommer fram til for å se hvor følsom den er endringer i ulike budsjett- og verdidrivere.

Selv om det går frem av problemstillingen at verdien vi finner skal vise hva Rosenborg var verdt 01.01.2015 har det i den strategiske analysen og i noen av drøftelsene blitt brukt kilder fra 2015. Dette dreier seg da om avisartikler, intervju, informasjon fra klubben selv og andre aktuelle aktører. Grunnen til dette er at vi finner det vanskelig å ikke inkludere dem all den tid vi vet de eksisterer.

## 1.5 Oppgavens struktur

Vi ønsker å strukturere oppgaven på en så ryddig måte som mulig slik at det blir enklest mulig å for leseren å sette seg inn i essensen av oppgaven og forstå vår tankegang. Etter innledningen vil det følge en kort presentasjon om Rosenborg fra oppstarten og frem til i dag. Kapittel 3 vil inneholde oppgavens metodedel hvor vi vil redegjøre for ulike forskningsstrategier, datainnsamling og bearbeidelse av dem. Så følger kapittel 4 opp med teori om ulike verdsettelsesmodeller, og litt om deres bruksområder. Til slutt i dette kapitlet blir det konkludert med hvilken metode vi vil benytte. Kapittel 5 som er strategisk analyse består av to hoveddeler. Den eksterne analysen skal se nærmere på fotballbransjen, mens internanalysen skal kartlegge Rosenborgs ressurser. I kapittel 6 skal Rosenborgs regnskap omgrupperes til et mer investororientert perspektiv. Den finansielle analysen vil bli foretatt i kapittel 7, mens kapittel 8 skal se nærmere på avkastningskravet. Kapittel 9 vil vi se på framtidsprognoser for Rosenborg og sette opp et fremtidsregnskap. I kapittel 10 skal verdsettelsen av Rosenborg gjennomføres ved totalkapitalmetoden, mens vi i kapittel 11 vil

se på usikkerhet i verdiestimatet. Avslutningsvis vil funnene oppsummeres i kapittel 12 og vi vil trekke våre konklusjoner.



## 2 Presentasjon av Rosenborg Ballklub

Presentasjonen av Rosenborg er hentet fra Svardal 2007. Fotballklubben ble stiftet den 19. mai 1917 av en guttegjeng på Rosenborg, som er en bydel i Trondheim. Klubben ble oppkalt etter datidens beste fotballag Odd, som holder til i Skien. Fotballklubben byttet navn 10 år senere til Rosenborg Ballklub, som laget heter i dag. Fire år senere skulle klubben for første gang prøve seg i seriespill, og i 1933 kvalifiserte de seg for cupspill.

Tiden før og etter andre verdenskrig var ikke noen stor tid for Rosenborg, innvielsen av Lerkendal Stadion i 1947 var kanskje det mest minnerike som skjedde. Gjennombruddet for Rosenborg kom 43 år etter oppstarten med seier i cupfinalen over Odd i 1960, 3-2 etter ekstraomganger i omkampen. Av spillerne som var med på NM bragden var blant annet læreren Nils Arne Eggen, bankfunksjonæren Kåre Rønnes, og brannmann Sverre Fornes. Dette ble starten på den første gullalderen for Rosenborg.

Selv om det endte med nedrykk året etter gjentok Rosenborg bedriften med å bli norgesmester i fotball i 1964. Klubben tok sitt første seriemesterskap i 1967 og ett nytt i 1969, hvor blant annet Odd Iversen gjorde sitt inntog i norsk fotball. Rosenborg tok «The Double» 1971, med tidligere spiller Nils Arne Eggen på sidelinjen. Seieren i serie og cup i 1971 markerte slutten på den første gullalderen til Rosenborg. De kom til cupfinalen både 1972 og -73, men begge endte tap mot henholdsvis Brann og Strømsgodset.

Resten av 70-tallet og starten på 80-tallet kan beskrives som en mellomperiode hvor nedrykket fra 1. divisjonen i 1977 var det absolutte bunnpunktet. I denne perioden gjorde Nils Arne Eggen comeback som hovedtrener ved to anledninger. Ellers skjedde kanskje ikke det viktigste på banen, men bak Lerkendal stadion. Hvor «Brakka», et gammelt, tysk kullager fra krigens dager, ble tatt i bruk som klubbhus og brukes den dag i dag.

Rosenborg ble igjen seriemestre i 1985 og satte publikumsrekord i siste kamp mot Lillestrøm med 28 569 på Lerkendal. Nils Arne Eggen tok i 1988 fatt på sin fjerde periode som trener for Rosenborg, og startet det som skulle bli klubbens andre gullalder. Med seier i både serie og cup i 1988 startet Rosenborg å dominere norsk fotball. Dominansen varte i over 15 år og savner sidestykke i både norsk og internasjonal fotball.

Rosenborg vant i denne periodene serien 14 ganger, de tretten siste etter hverandre (1992-2004), samt fem kongepokaler. Samtidig debuterte Rosenborg i Champions League i 1995/1996. Siden kvalifiserte de seg hvert år fra 1996/1997 til 2002/2003, noe de var alene om i Europa (Soccerlens 2008). Høydepunktet kom en høstkveld i desember 1996 i Milano, 1-2 over AC Milan etter et hodestøt av Vegard Heggem. Dette sendte Rosenborg til kvartfinale mot Juventus.

Høsten 2002 takket Rosenborgs største profil for seg. Eggen hadde bidratt til to seriemesterskap og en kongepokal som spiller, samt 14 seriemesterskap og 6 cupmesterskap som trener. Gullalderen til Rosenborg varte et par år til med Åge Hareide og senere Ola By Rise på sidelinjen, men arven etter Eggen ble vanskelig å videreføre med stadige trenerbytter.

Tiden fram til i dag har vært preget av opp og nedturer for Rosenborg. Hovedtreneren har blitt skiftet 11 ganger, hvor en av de var en gjesteopptreden av Eggen i 2010. Selv i denne perioden har Rosenborg vært et av Norges beste fotballag, med tre seriemesterskap og kvalifisert seg til Champions League tre ganger.

Foran 2009 sesongen skulle klubben tilbake i toppen av norsk fotball og hentet trener Erik Hamren fra den danske seriemesteren. Hamren tok to gull, hvor Eggen vikarierte på det siste. I ettertid har det blitt to bronse og to sølvmedaljer på Rosenborg som nå står midt i en evalueringsprosess. Prosessen skal finne ut hvordan strukturene og den sportslige ledelsen i Rosenborg skal se ut. Målet er at klubben igjen skal bli ledende i Norge og kvalifisere seg for spill ute i Europa. Så gjenstår det å se om nyansatte Kåre «Bruttern» Ingebrigtsen er mannen til å gjøre det.

## 3 Metode

Metodelæren dreier seg i hovedsak om hvordan vi skal finne ut om våre antakelser stemmer overens med virkeligheten, eller om det er uoverensstemmelse med virkeligheten. For å kunne konkludere, må funnene som gjøres tolkes. I den sammenheng må forskeren legge til grunn den objektive sannhet og ikke sin egen antakelse om virkeligheten. For at antakelsene skal kunne gjøres allmenngyldige må forskningen oppfylle en rekke vitenskapelige krav. Det er nettopp dette samfunnsvitenskapelig metode har til hensikt å hjelpe forskeren med. Det sentrale her er forutsetningen om at de funnene som eventuelt blir gjort i forskningen ikke nødvendigvis er gode og solide bevis, men konklusjoner basert på de resultatene og tilhørende analyser som er foretatt (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011).

### 3.1 Forskningsstrategi

Det finnes to hovedretninger i forskningsstrategi, kvalitativ- og kvantitativ metode. Kvalitativ metode sier noe om kvalitet eller spesielle kjennetegn/egenskaper ved det fenomenet som studeres. Den ønsker å fange opp meninger og hendelser som ikke lar seg tallfeste eller måle. Denne metoden er særlig hensiktsmessig hvis vi skal undersøke fenomener vi ikke kjenner godt og som det er forsket lite på eller vi ønsker å forstå fenomener mer grundig. Grunnen til det er at denne metoden går mer i dybden i sin søken etter å forstå sammenhenger. Vanlige måter å samle inn kvalitative data på er observasjon, intervjuer og gruppesamtaler. Man har gjerne en mer deltakerholdning og ser fenomenet innenfra. Her er ikke utvalgene nødvendigvis representative for hele populasjonen, men heller strategisk begrunnet (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011).

Kvantitativ metode har den fordelen at det omhandler mer målbare enheter. Og her vil man i motsetning til en kvalitativ rapport søke breddekunnskap om fenomenet som studeres, og benytter helt andre metoder for datainnsamling. Innen kvantitativ metode er man mer systematisk i sin innsamling og benytter spørreundersøkelser og statistiske - og økonometriske modeller. Hvilke av disse innsamlingsmetodene som benyttes i det enkelte forskningsprosjektet er situasjonsbestemt. Analysedelen i den kvantitative undersøkelsen skal måle og telle data for å danne et bilde av fenomenets utbredelse. For at en kvantitativ undersøkelse skal gi et best mulig bilde av virkeligheten, må utvalget være representativt for

hele populasjonen som studeres. Med denne inngangsvinkelen har forskeren en mer tilskuerholdning og ser fenomenet mer utenifra (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011).

I vår verdsettelse av Rosenborg vil vi benytte oss av kvantitativ metode og analyse. Hvor sekundærdata som blant annet finansielle rapporter, bransjerapporter og annen offentlig tilgjengelig informasjon vil bli brukt.

### 3.2 Forskningsdesign

Når man skal gjennomføre en undersøkelse er det en rekke overveielser og valg som må tas. Særlig i den tidlige fasen må det tas stilling til hva og hvem som skal undersøkes, og hvordan undersøkelsen skal gjennomføres. Dette betegnes innenfor forskning som forskningsdesignet. Her skiller man gjerne mellom tre forskjellige forskningsdesign, eksplorativt-, deskriptivt- og kausalt forskningsdesign. Eksplorativt forskningsdesign blir ofte brukt når man har uklare problemstillinger. Ved at forskeren for eksempel har lite kunnskap om fenomenet og er usikker på hvordan fenomenet analyseres. Formålet med denne forskningen er å tilegne seg mer kunnskap og øke sin forståelse. Deskriptivt forskningsdesign blir ofte kalt for beskrivende design, og benyttes gjerne når man skal beskrive en situasjon innenfor et gitt område. Her sitter forskeren gjerne også med mye kunnskap innenfor forskningsområdet. Kausalt forskningsdesign brukes når man ønsker å finne årsakssammenhenger mellom flere variabler, noe man kan gjøre med blant annet ulike eksperimenter (Easterby-Smith, Thorpe & Jackson 2012).

Som forskningsdesign i vår verdsettelse av Rosenborg vil vi benytte et deskriptivt casestudie. Årsaken til valget om en deskriptiv retning er at vi vil beskrive situasjonen til Rosenborg i verdsettelsesøyeblikket og beregne verdien ved hjelp av utprøvd verdsettelsesteori. Samtidig er dette et emne vi begge to har stor interesse for og derfor innehar en del kunnskap om. Da falt valget ganske naturlig på et casedesign siden vår oppgave dreier seg i hovedsak kun om Rosenborg og kan bli beskrevet som en form for organisasjonsforskning. Et casestudie består ifølge Johannessen, Christoffersen og Tufte (2011) kort sagt i å samle så mye informasjon som mulig om et avgrenset fenomen (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011).

### 3.3 Tidsaspektet

Et sentralt spørsmål som må besvares i forhold til hvordan en forskningsprosess skal gjennomføres er tidsaspektet, og da spesielt med tanke på datainnsamlingen. I vår verdsettelse av Rosenborg har vi valgt å se på historiske regnskapsdata for en periode på fem år, fra 2010 til og med 2014. Vi har også brukt nyere data i forbindelse med den strategiske analysen. I sum er dette ment å gi oss ett best mulig bilde over situasjonen i Rosenborg på det aktuelle verdsettelsestidspunktet. Det er viktig å være klar over at det kan være enkelte punkter som er utdatert i den historiske regnskapsinformasjonen, noe som også er årsak til at vi bare går tilbake til 2010.

### 3.4 Datainnhenting

I forskningsarbeid skiller man gjerne mellom to forskjellige typer data; primærdata og sekundærdata. Primærdata er data som er blitt samlet inn av forskeren selv eller bearbeidet av forskeren for prosjektets formål. Det er ofte i forbindelse med denne formen for data man snakker om ulike datainnsamlingsteknikker. De forskjellige teknikkene for innsamling av primærdata er intervju, observasjoner og spørreundersøkelser. Hvilken teknikk man ender opp med å benytte avhenger av hva som er mest hensiktsmessig i forhold til det man ønsker å studere. Den største fordelene knyttet til bruken av primærdata er forskerens mulighet til å skreddersy dataene etter forskningsspørsmålet (Ringdal 2007).

Sekundærdata er i motsetning til primærdata ikke avgrenset til forskningsdata. Dette kan strekke seg fra skribling på toalettveggen til rapporter fra regjeringen, og forskningsdata fra for eksempel SSB. Hvordan og hva man bruker sekundærdata til varierer fra forskningsarbeid til forskningsarbeid ved at man i noen tilfeller bruker det som et supplement til primærdataen, mens andre ganger består forskningsarbeidet bare av sekundærdata. Fordelene med sekundærdata er kostnads- og tidsbesparelse ved at informasjonen allerede er tilgjengelig, og samtidig kan det gi bedre perspektiv av historisk informasjon. Det kan i noen tilfeller være høy kvalitet på sekundærdata når det for eksempel kommer fra SSB, myndighetene eller selskapet som undersøkes. Selv om det kan være høy standard på dataen er det viktig å være kritisk og bevisst på at de kan inneholde feil og mangler (Easterby-Smith, Thorpe & Jackson 2012).

I vår oppgave er det utelukkende brukt sekundærdata som datagrunnlag. Dette dreier seg da om finansielle rapporter fra Rosenborg og de andre klubbene i vårt utvalg, og annen tilgjengelig informasjon fra Rosenborg. I den strategiske analysen har vi benyttet oss av informasjon fra NFF, annen forskning om fotball, databaser for fotballstatistikk og relevante avisartikler.

### 3.5 Dataanalyse

Når det kommer til kvalitative data bør den som har samlet inn dataene også analysere og fortolke dem. Dette på grunn av at de teorier og hypoteser som forskeren har, samt hans forståelse av dataen er et viktig utgangspunkt i dataanalysen. Denne type data blir gjerne karakterisert som primærdata. Når det kommer til kvantitative data som vår verdsettelse baserer seg på er det ikke like avgjørende at samme person som innhenter dataen også analyserer den. Årsaken er at dataen er mer målbar og mindre utsatt for forskerens forforståelse. Denne dataen får gjerne merkelappen sekundærdata og må i større grad være strukturert på en måte som gjør at informasjonen er relevant for å best kunne besvare den aktuelle problemstillingen (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011).

### 3.6 Reliabilitet

I forskning kan det alltid stilles spørsmål ved hvor pålitelig dataen som brukes er. Dette betegnes på forskningsspråket som reliabilitet. Reliabilitet sier noe om nøyaktigheten til forskningen, hvordan dataene er blitt samlet inn, hvilke data som brukes, og hvordan de bearbeides for å prøve å redusere eventuelle målefeil. For å teste reliabiliteten har man flere forskjellige muligheter. En måte man kan gjøre dette på er å foreta en «test-retest-reliabilitet», hvor man utfører det samme forsøket to ganger på to forskjellige tidspunkt. Får man da de samme resultatene er det tegn på høy reliabilitet. En annen mulighet er at fenomenet blir undersøkt av flere forskere. Kommer disse fram til samme resultat er det et tegn på høy reliabilitet, og betegnes som «interreliabilitet» (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011). Man må være oppmerksom på at det alltid kan forekomme visse målefeil. Det er da snakk om to forskjellige feil, tilfeldig og systematisk. Tilfeldig feil går på at feilene like

gjærne kan være for høye som for lave, mens systematisk feil vil si at den tenderer mot enten for høy eller lav verdi (Store Norske Leksikon 2009).

Siden det i en verdsettelse foreligger flere fenomener som er i konstant bevegelse er det vanskelig å måle reliabiliteten. Fenomenene strekker seg fra verdensøkonomien til interne selskaps-spesifikke forhold. Selv om endring i disse fenomenene bidrar til å gjøre det vanskelig å måle reliabiliteten er det likevel forhold som er med på å øke nøyaktigheten på dataen som brukes. Disse forholdene dreier seg om norsk og internasjonal lovgivning. For vår oppgave gjør dette seg gjeldene gjennom blant annet regnskapsloven, hvor det står at årsregnskapet skal gi et rettviseende bilde av den regnskapspliktiges og konsernets eiendeler og gjeld, finansielle stilling og resultat (Lovdata1998). Dette blir kvalitetssikret gjennom revisjon av en objektiv tredjepart. Selv om slikt lovverk er med på å styrke reliabiliteten til deler av sekundrdataene som vi har brukt, må vi derimot være oppmerksomme på de dataene som ikke er underlagt slikt lovverk kan være skrevet for å fremme egne eller andres interesser.

### **3.7 Validitet**

Når det gjennomføres en undersøkelse og forskeren har samlet inn data som skal analyseres og tolkes, er datamaterialets relevans viktig. Validitet refererer til det norske ordet gyldighet. Validitet dreier seg om hvordan datamaterialet representerer fenomenet som studeres (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011). Vi kommer til å presentere tre former for validitet; begrepsvaliditet, intern- og ekstern validitet.

#### **3.7.1 Begrepsvaliditet**

Begrepsvaliditet handler om relasjonen mellom det generelle fenomenet som skal undersøkes, og de konkrete dataene. Representerer dataene det generelle fenomenet godt? Måler man det man faktisk tror man måler? For å sikre begrepsvaliditet er det viktig at forskeren har en god basiskunnskap om fenomenet, og setter seg godt inn i stoffet. Dette skal sikre at forskeren har bedre grunnlag for å skille mellom variabler som har betydning for verdsettelsen av selskapet eller ikke (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011).

I forbindelse med prosjektoppgaven høsten 2014 som fungerte som litteraturstudiet til masteroppgaven tilegnet vi oss god kunnskap om relevant teori i forbindelse med verdsettelse. Denne oppgaven har gjort oss i bedre stand til å skille mellom relevant og ikke relevant informasjon i innhentingsarbeidet, samtidig som det har gitt oss evnen til å vurdere informasjon kritisk. Vi har valgt å omgruppere regnskapene slik at de bedre skal representere et investorperspektiv i stedet for et kreditorvennlig perspektiv, det bidrar til at oppgaven får en sterkere begrepsvaliditet.

### 3.7.2 Intern validitet

Intern validitet handler om hvorvidt undersøkelsen er egnet til å påvise årsakssammenhenger eller ikke. Er den interne validiteten god, gir undersøkelsen et godt grunnlag for å hevde at en påvirkning har, eller ikke har effekt. Desto svakere intern validitet, jo mindre er muligheten for å trekke slike slutninger. Det handler om hvorvidt undersøkelsen er gjennomført slik at man kan eliminere konkurrerende forklaringer (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011). Intern validitet står langt mer sentralt når det kommer til eksperimenter enn det gjør i vår oppgave som er en casestudie.

### 3.7.3 Ekstern validitet

Ekstern validitet tar for seg om resultatene man har kommet frem til kan generaliseres til andre sammenhenger. Er våre resultater gyldige utover de forskningsenhetene og den setting vi har utforsket. Det kan også sies upresist at det handler om undersøkelsens realisme (Johannessen, Christoffersen & Tufte, 2011). Siden vi har valgt forskningsdesignet deskriptivt casedesign ønsker vi å gå i dybden for best mulig å finne verdien av Rosenborg. Generalisering vil derfor ikke være aktuelt for vår oppgave siden dataene oppgaven bygger på er spesifikt for Rosenborg, og er lite overførbart.



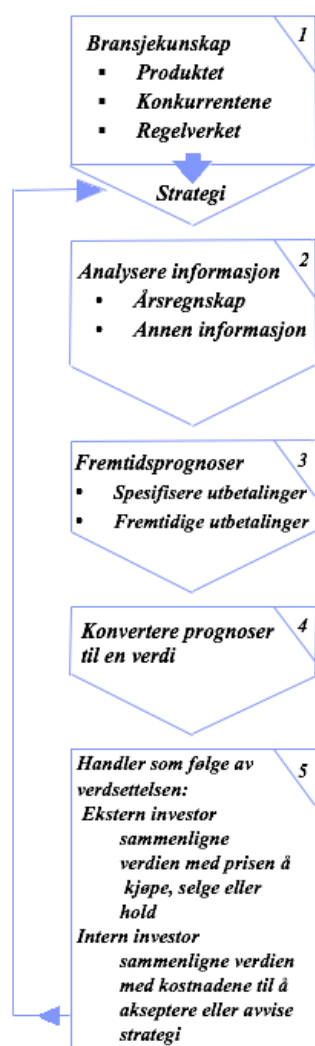
## 4 Hva er verdsettelse

Verdsettelse blir definert som «An estimation of the worth of something, especially one carried out by a professional valuer» av Oxford Dictionary (2014). Ethvert aktiva, både finansielle og reelle, har en verdi (Damodaran 2006).

I følge Damodaran (2006) er det to ekstreme syn på verdsettelse. På den ene siden er det de som mener at verdsettelse gjort riktig er en naturvitenskap, hvor det er lite rom for analytikerens synspunkt eller menneskelige feil. På den andre siden er det de som mener at verdsettelse er en kunst, hvor smarte analytikere kan manipulere tallene for å få resultatene de ønsker. Sannheten ligger nok et sted midt i mellom (Damodaran 2006). Verdsettelse er ikke en objektiv prosess, og de forhåndsantagelser og skjevheter som inngår i prosessen vil også være til stede i verdien. Selv den beste verdsettelse vil kun gi et estimat av verdien med en betydelig sannsynlighet for at den er feil (Damodaran 2012).

Vi vil videre ta for oss de tre mest brukte verdsettelsesmetodene. Disse er fundamentalverdsettelse, komparativ verdsettelse og opsjoner.

## 4.1 Fundamental verdsettelse



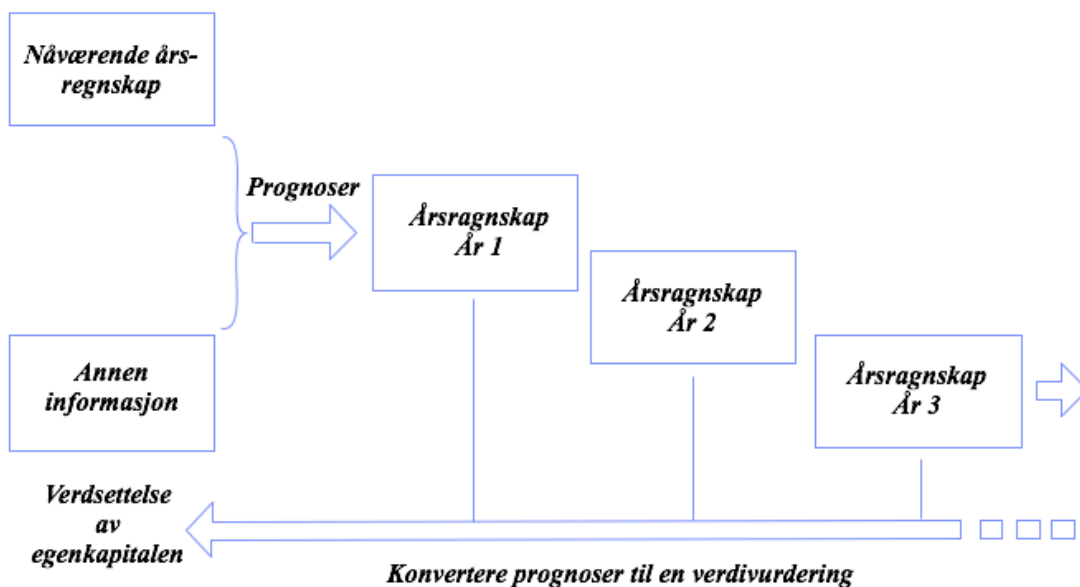
Fundamental analyse er i følge Penman (2013) en metode for å analysere informasjon, estimere fortjenesten av denne informasjonen og komme frem til en verdivurdering basert på disse estimatene.

Figur 4.1 viser stegene i en fundamentalanalyse som gir et estimat på verdien. Steg 1-4 viser prosessen som kommer frem til verdsettelsen som investeringsavgjørelsen baseres på.

Det første steget tar for seg at man må kjenne selskapet og strategien som det har valgt for å gi resultat. Steg nr. 2 tar for seg å identifisere og analysere den informasjonen som indikerer resultatet. Verdien på investeringen er basert på gevinsten som den gir, derfor er steg 3, som tar for seg å gi prognoser på resultat, viktig. Det fjerde steget tar for seg det å gjøre om prognosene til en verdsettelse. Dermed må alle fremtidige kontantstrømmer neddiskonteres både med tanke på at de er fremtidige og med tanke på investorens diskonteringsrente, også kjent som kapitalkostnaden. Steg 5 sammenligner dette estimatet med prisen på å investere. Steget tar for seg investeringsavgjørelsen.

Figur 4.1 Fundamentalanalyse prosessen (Penman 2013)

Regnskap blir vanligvis tenkt på som dokumenter man finner info om selskaper i, noe vi har sett i analysering av informasjonssteget i modellen over. Regnskap spiller en annen viktig rolle i fundamental analyse. Det å kunne gi prognoser på regnskap blir kalt pro forma analyse, og er det regnskapet som vil bli avgitt hvis selskapet møter forventningene i markedet. Prognoser er hjertet av fundamental verdsettelse og pro forma analyser er hjertet av prognosen (Penman 2013). Figur 4.2 viser hvordan regnskapsinformasjon brukes i verdsettelsesprosessen.



Figur 4.2 Hvordan regnskap brukes i verdsettelse (Penman 2013)

Vi vil videre presentere de ulike modellene vi mener er aktuelle ved fundamental verdsettelse.

#### 4.1.1 Kontantstrømmodellen (DCF)

Kontantstrømmodellen går ut på å finne dagens verdi av en kontantstrøm som gir netto nåverdi for en gitt aktiva. Metoden har lenge blitt brukt av selskaper til å vurdere investeringer, men kan også bli brukt til å verdsette hele selskap (Koller, Goedhart & Wessels 2005). Måten dette gjøres på er at man neddiskonterer kontantstrømmer med en risikojustert diskonteringsrente for å komme fram til et verdianslag (Damodaran 2012).

$$Verdi = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

$n$  = Antall perioder

$CF$  = Kontantstrøm i periode  $t$

$r$  = Diskonteringsrente som reflekterer risikoen av de estimerte kontantstrømmene

Kontantstrømmen vil variere fra prosjekt til prosjekt - dividende på en aksje, rentekuponger og pålydende på obligasjoner. diskonteringsrenten vil være en funksjon av risikoen av de estimerte kontantstrømmene, med høyere rente for risikofulle aktiva og lavere rente for trygge aktiva (Damodaran 2012).

Man kan faktisk tenke på diskontert kontantstrøm verdivurdering som et kontinuum. På den ene enden av spekteret har man misligholdsfrie nullkupongobligasjoner, hvor man er garantert en kontantstrøm i framtiden. Ved å neddiskontere den framtidige kontantstrømmen med risikofri rente får man verdien på obligasjonen. Går man i motsatt ende av spekteret til mer risikable aktiva som aksjer, er det stor usikkerhet rundt den forventede kontantstrømmen. Verdien skal da være netto nåverdi av den forventede kontantstrømmen neddiskontert med en rente som reflekterer usikkerheten knyttet til aksjen (Damodaran 2012).

Det er viktig å ha i bakhodet at det er flere forskjellige kontantstrømsmodeller, hvor «alle» mener de har den beste eller mest sofistikerte. Men til syvende og sist kan kontantstrømsmodeller bare variere et par dimensjoner (Damodaran 2012). Videre skal vi ta for oss noen av disse modellene.

#### 4.1.1.1 Egenkapitalmetoden (FCFE) og Totalkapitalmetoden (FCFF)

Egenkapitalmetoden vurderer bare egenkapitalandelene i selskapet. Totalkapitalmetoden verdsetter hele selskapet, som i tillegg til egenkapitalen inkluderer de andre rettighetshavere i selskapet (for eksempel aksjonærer og obligasjonshavere). Forskjellene mellom de to tilnærmingene går på at det er forskjellige kontantstrømmer som blir neddiskontert, og renten det neddiskonteres med (Damodaran 2012).

Verdien av egenkapitalen finner man ved å neddiskontere forventede kontantstrømmer til egenkapitalen (f.eks. gjenværende kontantstrømmer etter alle utgifter er møtt, reinvesteringsbehov, skatteforpliktelser, renter og avdrag) med avkastningskravet til egenkapitalen (Damodaran 2012).

$$FCFE = \text{Netto inntekt} - (\text{Kapitalkostnader} - \text{Avskrivninger}) - (\text{Endringer i ikke} \\ - \text{kontant arbeidskapital}) + (\text{Ny gjeld} - \text{Betaling av gammel gjeld})$$

$$\text{Verdi} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{k_e - g_n}$$

*Verdi* = Verdien av egenkapitalen i dag

*FCFE* = Forventet FCFE neste år

$k_e$  = avkastningskrav til egenkapitalen

$g_n$  = Evig vekstrate i FCFE

Et spesielt tilfelle av egenkapitalmodellen er dividendemodellen (DDM), hvor verdien av egenkapitalen er netto nåverdi av framtidig forventede utbytte/dividende (Boye & Koekebakker 2006a).

Verdien av selskapet finner man ved å diskontere forventet kontantstrøm til selskapet (f.eks. resterende kontantstrøm etter at alle driftskostnader, investeringsbehov, skatter, men før noen utbetalinger til enten gjeld eller aksjonærer) med avkastningskravet til totalkapitalen (WACC, Weighted Average Cost of Capital), som er nærmere forklart over (Damodaran 2012).

$FCFF = EBIT (1 - skatteraten) + Avskrivninger - Kapitalutgifter - \Delta Arbeidskapital$

$$Verdi\ av\ selskap = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_1}{(WACC - g_n)}$$

$FCFF$  = Forventet FCFE neste år

$WACC$  = avkastningskravet til totalkapitalen

$g_n$  = Evig vekstrate i FCFE

Selv om disse tilnærmingene bruker forskjellig definisjon når det gjelder kontantstrøm og diskonteringsrente, vil de gi konsistente estimater av verdien på egenkapitalen så lenge man er konsekvent i sine forutsetninger i verdsettelsen (Damodaran 2012).

Nøkkelen her er å unngå et uegnet forhold mellom kontantstrømmer og diskonteringsrate, siden det å diskontere kontantstrømmen til egenkapitalen med WACC vil føre til at man overvurderer verdien av egenkapitalen. I motsatt tilfelle vil det føre til at man undervurderer verdien av selskapet (Damodaran 2012). I følge Bodie, Kane & Marcus (2014) fungerer begge disse tilnærmingene som et alternativ til dividendemodellen, uavhengig om man ser på egenkapitalen eller selskapet som helhet. De er nyttige å bruke om selskapet som skal verdsettes ikke betaler dividende, da dividende modellen ikke lar seg bruke.

Kontanstrømmodellen er som nevnt over basert på forventede kontantstrømmer og diskonteringsrater. Gitt at disse forutsetningen er oppfylt er denne tilnærmingen enklest å bruke for selskaper som har en positiv kontantstrøm. Den kan bli estimert med en viss grad av sikkerhet for fremtidige perioder, og hvor et substitutt for risiko kan bli brukt til å finne diskonteringsraten. Jo mer man avviker fra denne ideelle målsetningen, desto vanskeligere blir det å bruke denne tilnærmingen (Damodaran 2012). Nedenfor vil vi nevne noen situasjoner hvor DCF kan få problemer og trenge tilpasning.

Ifølge Damodaran (2012) vil selskaper som har finansielle problemer kunne by på en utfordring siden de gjerne har negativ inntjening og kontantstrøm, og forventer muligens også å tape penger i tiden som kommer. Sykliske selskap kan det også være vanskelig å verdsette på denne måten siden inntjening og kontantstrøm følger visse trender i markedet. Videre kan man nevne selskaper som har ubenyttede patenter eller lisenser som ikke produserer noe kontantstrøm nå eller i nærmeste framtid, men er verdifulle uansett. Den største utfordringen er private selskap, og hvordan man måler risiko, dette kan løses ved å se på risikoen til sammenlignbare selskap.

Ellers er det verdt å nevne at Bodie, Kane & Marcus i sin bok Investments fra 2014 tar for seg en del problemer knyttet til kontantstrømmodellen. Siden modellene er veldig avhengig av terminalverdi og denne verdien kan være svært følsom for selv små endringer i noen av inputverdiene. Man må derfor være bevisst på at verdsettelse på denne måten nesten alltid vil være upresise. Vekstmuligheter og fremtidige vekstrater er vanskelig å fastsette. På grunn av dette velger mange investorer å bruke et hierarki av verdivurderinger.

#### 4.1.2 Dividendemodellen (DDM)

Om en investor kjøper en aksje i et gitt selskap er det i utgangspunktet bare to typer kontantstrøm den vil generere, dividender for perioden man har aksjen og den forventede prisen man oppnår når aksjen skal selges (Bodie, Kane & Marcus 2014). Ifølge Damodaran er den enkleste metoden for verdsettelse av egenkapitalen dividendemodellen også kalt DDM, hvor verdien av en aksje er netto nåverdien av framtidige forventet dividende av den. Selv om mange analytikere har gått bort fra dividendemodellen og ser på den som utdatert stammer mye av intuisjonen bak kontantstrømmodellen fra dividendemodellen.

$$\text{Verdi per aksje} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(DPS_t)}{(1 + k_e)^t}$$

$DPS_t$  = Forventet dividende per aksje

$k_e$  = Egenkapitalkostnad

Det er to grunnleggende variabler i modellen, forventet fremtidig dividender og egenkapitalkostnad. For å finne forventede dividender må man gjøre antagelser om forventet fremtidig vekst i inntjening og utbyttegrad. Mens den forventede avkastningen til en aksje er bestemt av dens risiko, noe som måles forskjellig i ulike modeller (Damodaran, 2012). I følge Miller og Modigliani (1961) vil verdien på aksjen falle om det betales utbytte fra selskapet, fallet vil da tilsvare størrelsen på utbyttet.

Siden prognoser av dividendene til en aksje til evig tid vanskelig lar seg gjøre, har det blitt opprettet flere versjoner av dividendemodellen basert på forskjellige antagelser om framtidig vekst. Man har modeller som *The Gordon growth modell (Gordons vekstformel)* som er en av de mer utbredte dividendemodellen, videre har man *to og tre stegs modellen* hvor man antar at veksten vil endre seg i tiden som kommer, samt en god del flere modeller (Damodaran, 2012). Det vil bli sett nærmere på Gordons vekstformel.

Gordons vekstformel kan brukes til å verdsette firma som har stabil vekst hvor dividendene vokser i et tempo som kan opprettholdes for alltid. Modellen relaterer verdien av en aksje til dens forventede dividende i neste periode, egenkapitalkostnad, og den forventede veksten i dividendene (Damodaran, 2012).

Verdien av en aksje = Forventet dividende neste periode / (Egenkapitalkostnader - Forventede evig vekstrate)

Damodaran (2012) mener det er to forhold man må ha i tankene når det kommer til å estimere en stabil vekstrate. Det første er at siden vekstraten til selskapets dividende er forventet å være evig, kan man også forvente at selskapets andre ytelsesmål har samme vekstrate. For å skjønne hvorfor det må være sånn kan man se på konsekvensene på lang sikt om selskapets inntekter vokser med 2% i året fremover, mens dividendene vokser med 3%. Over tid vil

dividendene overstige inntjeningen. Snur man på det og inntektene vokser raskere enn dividendene på lang sikt, vil utbytteraten konvergere mot null som heller ikke er en stabil tilstand. Forhold nummer to er å stilling til hva som er en stabil vekstrate, den må være mindre eller lik veksten i økonomien den opererer i. Ingen selskap uansett hvor godt driftet det er vil kunne ha en vekst for all fremtid som overgår veksten i økonomien, fordi dette vil føre til at selskapet til slutt blir større en selve økonomien. Gordons vekstformel er som mange analytikere oppdager raskt, svært følsom for antakelser om vekstraten så lenge alt annet holdes likt. Den passer derfor best til selskaper som har en vekst lavere eller lik den nominelle vekstraten i økonomien, med veletablerte dividende utbytterutiner som de vil følge i tiden fremover.

To- og tre stegs modellene tar utgangspunkt i Gordons vekstformel, men i stedet for å ta utgangspunkt i en vekstrate for selskapet tar de for seg henholdsvis to og tre forskjellige vekstperioder. Man går da fra høy vekst til stabil evig vekst, med en mulig overgangsfase mellom de. Dette bidrar til at disse modellene passer bedre for alle typer selskap siden de er mer fleksible når det kommer til vekst, så vel som andre dimensjoner som for eksempel risiko og utbyttepolitikk.

#### 4.1.3 Adjusted Present Value Model ( Justert nåverdimodellen)

I justert nåverdimodellen starter man med verdien av selskapet uten gjeld. Når vi legger til gjeld, vurderer vi nettoeffekten på verdien ved å vurdere både fordelene og kostnadene ved å låne. Verdien av selskapet med gjeld kan estimeres på forskjellige gjeldsnivå, og man kan finne det nivået som gir høyest verdi som vil være det optimale gjeldsnivået (Damodaran 2012). Kontantstrømmodellen antar en konstant vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad, noe som antar at selskapet styrer sin kapitalstruktur etter en gitt gjeld til verdi ratio Selskaper med betydelig gjeld betaler ofte ned denne når kontantstrømmen bedrer seg, i disse tilfellene vil en verdsettelse basert på WACC overvurdere verdien av skatteskjoldet. Selv om WACC kan justeres årlig er dette komplekst og det er i denne sammenheng at justert nåverdi modellen er et godt alternativ(Koller, Goedhart & Wessels 2005). I APV-modellen er skatteeffekten et viktig element, dette bryter med Miller og Modiglianis (1961) forutsetning om at det ikke er skatteeffekter.



$$\text{Nåværende selskapsverdi} = \text{Verdien til gjeldfritt selskap} + \text{Nåverdi av skattefordeler} - \text{Forventet konkurskostnad}$$

Det som er fordelen til APV modellen er at den skiller effekten av gjeld i forskjellige komponenter, og gjør at du kan bruke forskjellige diskonteringsrenter for hver komponent. APV modellen har fleksibiliteten til å kunne holde kroneverdien av gjeld fast og regne ut nytten og kostnaden av den faste kronegjelden. Dette må vurderes opp mot vanskeligheten av å estimere sannsynligheten for å gå konkurs, og kostnaden av dette. Generelt sett er APV mer praktisk når selskaper har et gitt kronebeløp i gjeld, mens modellene som bruker WACC er nyttig når selskaper analyserer gjeldsandelere.

## 4.2 Komparativ verdsettelse

### 4.2.1 Multiplikatorer

Formålet med komparativ verdsettelse er å verdsette eiendeler opp mot hvordan lignende eiendeler er priset. Det er disse multiplikatorer skal hjelpe til med, ved å gi et sammenligningsgrunnlag mellom selskaper. Multiplikatorer er populære siden de er enkle og intuitive å bruke, men de er også lette å misbruke. I komparativ verdsettelse er det to hovedelementer. Det første elementet går på å verdsette eiendeler på relativ basis, for å gjøre dette må prisene være standardisert, det er her multiplikatorer kommer inn i bildet. Det siste elementet går på finne like selskaper, som er en vanskelig oppgave siden ingen selskaper er identiske. Selv selskaper i samme bransje er forskjellige når det kommer til risiko, vekstmuligheter, og kontantstrøm (Damodaran 2012). Problemstillingen blir hvordan man skal ta høyde for disse forskjellene når man skal sammenligne priser mellom flere selskaper.

Bruken av komparativ verdsettelse er bredt omfavnet, vi skal nå se nærmere på noen av grunnene for populariteten, samt enkelte av fallgruvene. Det er flere grunner til at komparativ verdsettelse blir mye brukt. Verdsettelse som er basert på multiplikatorer og sammenlignbare selskaper trenger langt færre antagelser, og er ganske mye raskere enn kontantstrømmodellen. Videre er komparativ verdsettelse enklere å forstå og lettere å presentere for kunder enn kontantstrømmodellen. For å omformulere dette er det langt lettere å framstille en eiendel som dyr eller billig med bruk av multiplikatorer, enn med bruk av kontantstrømmodellen. Det

er mer sannsynlig at komparativ verdsettelse bedre reflekterer konjunktorene i markedet, siden den prøver å måle relativ verdi og ikke egenverdi. Komparativ verdsettelse vil generelt gi en verdi som er nærmere markedsprisen enn kontantstrømmodellen for de aller fleste selskap (Damodaran 2012).

Styrkene til komparativ verdsettelse blir også sagt å være dens svakheter. Man kan enkelt sette sammen en komparativ verdsettelse ved å bruke en multippel, og sammenligne den opp mot en gruppe selskaper. Dette kan føre til inkonsekvente verdiestimer, spesielt hvis viktige variabler som risiko, vekst eller kontantstrømpotensialet blir ignorert. Et annet punkt er at siden multiplikatorer bedre reflekterer konjunktorene i markedet betyr det at bruk av komparativ verdsettelse kan resultere i at man verdsetter selskapet for høyt eller lavt om markedet som helhet er over- eller undervurdert. Selv om det er mulighet for manipulasjon i alle typer verdivurderinger, gjør mangelen på åpenhet om de underliggende antagelsene i komparativ verdsettelse at den er sårbar for manipulasjon. En forutinntatt analytiker som fritt får velge multiplikatorer og sammenlignbare selskaper kan dermed sikre at nesten enhver verdi kan rettferdiggjøres (Damodaran 2012).

#### **4.2.1.1 Price to Earnings Ratio (P/E)**

Price-earnings viser forholdet mellom aksjekurs og resultat per aksje (Bodie, Kane & Marcus 2014). Dette kan formuleres slik:

$$P/E = \frac{\text{Markedspris per aksje}}{\text{Resultat per aksje}}$$

P/E-multiplikatoren er den mest brukte og misbrukte av alle multiplikatorer. Det at den er så enkel å bruke gjør den til et attraktivt valg når det gjelder komparativ verdsettelse. En forutsetning for å bruke denne multiplikatoren er at selskapet har en positiv resultat per aksje. Det største problemet med P/E er de mange forskjellige måtene man kan regne ut resultat per aksje. Dette bidrar til at det blir vanskelig å sammenligne P/E-verdier på kryss av selskap. Et annet problem er at selskapets finansielle struktur ofte blir ignorert, noe som fører til vesentlige feil i beregningen av multiplikatoren (Damodaran, 2012).

Penman (2013) mener at P/E-multiplikatoren skal tolkes på følgende måte. Pris er markedets forventning av selskapets fremtidige resultat basert på fremtidig salg, mens resultat er basert på dagenes salg. P/E-multiplikatoren viser forholdet mellom prognoser på fremtidig resultat og dagens resultat. Forventer man høyere resultat i framtiden enn i dag vil P/E-verdien være høy, om det motsatte er tilfelle vil man få en lav P/E-verdi.

#### 4.2.1.2 Price to Book Ratio (P/B)

Price-book viser forholdet mellom markedsverdien til egenkapitalen og bokført verdi til egenkapitalen (Damodaran, 2012).

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

Det er tre gode grunner til at P/B-multiplikatoren er nyttig i investeringsanalyse. For det første gir bokført verdi et relativt stabilt mål på verdi som kan sammenlignes med markedsverdien. Det andre er at bokført verdi av egenkapital kan brukes til å sammenligne selskaper for å se om de er under- eller overvurdert. Den tredje fordelen er at den kan brukes på selskap som har negativt resultat.

P/B-multiplikatoren har også noen negative sider. For det første er bokført verdi sårbar om selskapene bruker ulike regnskapsstandarder. Det vil også være en del selskap hvor bokført verdi av egenkapitalen vil ha liten verdi, eksempelvis service- og teknologiselskaper siden de ikke har noen anleggsmidler av betydning. Bokført verdi av egenkapitalen kan bli negativ, og da har ikke P/B-multiplikatoren noen hensikt (Damodaran, 2012).

#### 4.2.1.3 EV/EBIT

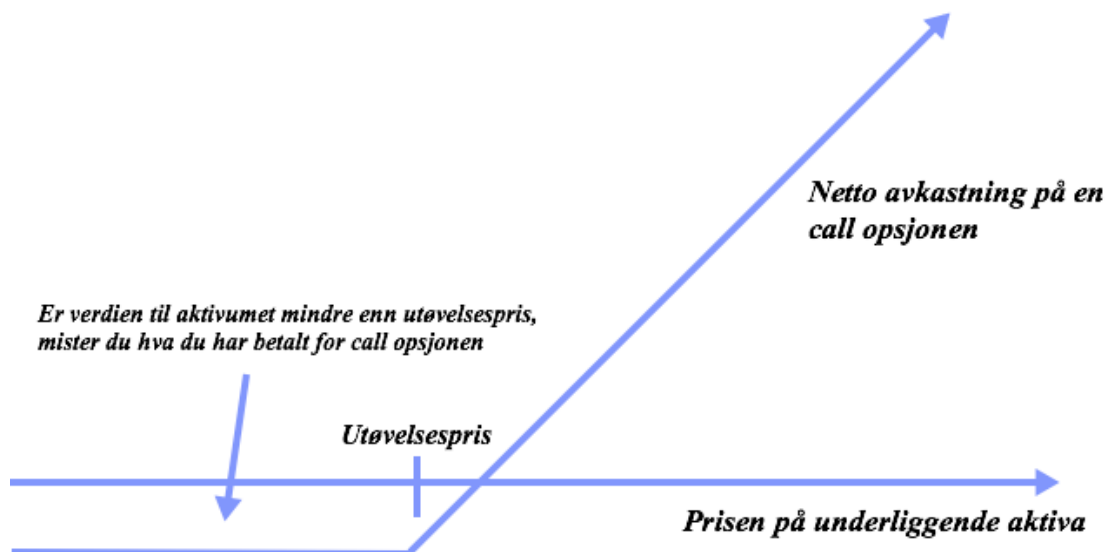
Dyrnes (2004) argumenterer for at EV-baserte multiplikatorer er bedre enn P-baserte multiplikatorer da disse ikke blir påvirket av forskjeller i kapitalstruktur eller selskapenes besittelse av finansielle eiendeler. Den meste kjente av disse multiplikatorene er EV over EBIT, hvor EV står for summen av markedsverdien av egenkapitalen og netto rentebærende gjeld. EBIT står for resultat før finanskostnader og skatt, men etter avskrivninger og avdrag på lån.

$$EV/EBIT = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapitalen og rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat}}$$

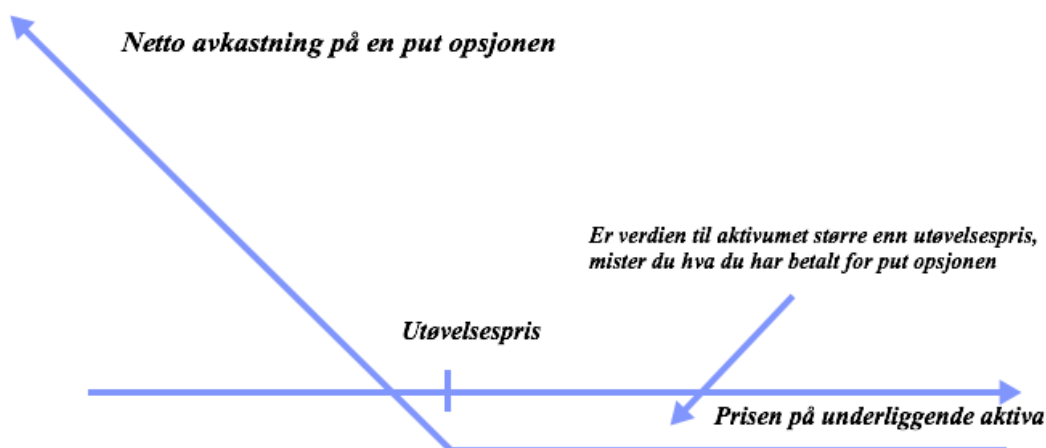
Denne multiplikatoren måler selskapets verdi basert på størrelsen på driftsresultatet.

### 4.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Som Damodaran (2001) uttrykker, det gir en opsjon holderen muligheten til å kjøpe eller selge en underliggende aktiva til en gitt pris (kalt utøvelsespris) på eller før utløpsdatoen til opsjonen. Siden det er en mulighet, og ikke en forpliktelse, kan opsjonsholderen velge å ikke utøve sin rett og la opsjonen utløpe. Det finnes to typer opsjoner: call opsjoner og put opsjoner, hvor en call opsjon gir kjøperen rettigheten til å kjøpe et underliggende aktiva, mens en put opsjon gir kjøperen muligheten til å selge.



Figur 4.3 Fortjeneste av en call opsjon (Damodaran 2012)



Figur 4.4 Fortjeneste av put opsjon (Damodaran 2012)

En call opsjon er lønnsom å utøve hvis verdien er over utøvelsesprisen. Bruttofortjenesten blir da differansen mellom verdien til aktivumet og utøvelsesprisen. Bruttoprofitten fratrukket det kjøperen betalte for call opsjonen blir nettoprofitten. Hvis verdien til aktivumet er lavere enn utøvelsesprisen vil ikke kjøperen utøve sin opsjon, og den blir dermed verdiløs.

En put opsjon vil ikke bli utøvd hvis prisen på det underliggende aktiva er høyere enn utøvelsesprisen, da vil opsjonen være verdiløs. Hvis prisen på det underliggende aktiva er lavere enn utøvelsesprisen vil eieren av opsjonen utøve den, og får dermed forskjellen mellom utøvelsesprisen og markedsverdien av aktivumet som bruttoprofit. Nettoprofitten blir da bruttoprofitten fratrukket det kjøperen betalte for put opsjonen.

Ifølge Damodaran (2001) blir verdien av en opsjon bestemt av flere variabler knyttet til det underliggende aktivumet, opsjonen i seg selv og finansmarkedene. Opsjoner er aktiva som får sin verdi fra et underliggende aktiva, og dermed vil verdien av dette påvirke verdien av opsjonen. Verdien av en call opsjon vil øke når verdien av det underliggende aktivumet øker, mens en put opsjon vil få lavere verdi hvis det underliggende aktiva øker i verdi.

Økt varians i verdien av det underliggende aktiva vil øke verdien av både en call og en put opsjon. Det kan virke merkelig at økning i noe som måler risiko skal øke verdien. Dette skiller opsjoner fra andre verdipapirer ved at kjøperen aldri kan tape mer enn kjøpesummen. Derfor har kjøperne potensiale til å tjene betydelig summer fra store prissvingninger.

Verdien av en call opsjon avtar når forventet størrelse på dividende utbetalinger øker, mens det er motsatt når det gjelder put opsjoner som øker i takt med økningen i dividende. Utøvelsesprisen på en opsjon påvirker også verdien på opsjonen. Når det gjelder call opsjoner vil verdien av disse bli lavere når utøvelsesprisen økes, mens put opsjoner vil øke i verdi når utøvelsesprisen øker. Både calls og puts er mer verdifulle desto lengre tid det er til de utløper. Dette kommer av at desto lengre tid det er til opsjonen utløper, desto lengre tid har det underliggende aktivumet på seg til å svinge, og dermed øke verdien på begge typer opsjoner.

I følge Damodaran 2012, er det to modeller man vanligvis verdsetter opsjoner med. Den ene er den binomiske modellen som tar for seg et gitt tidsrom, denne konvergerer til Black-Scholes modellen når man går over til kontinuerlig tid. Vi velger ikke å gå videre inn på disse modellene fordi vi mener de ikke er essensielle for vårt arbeid.

#### 4.4 Valg av verdsettelsesmetode

Vi har valgt å verdsette Rosenberg ved bruk av fundamental verdsettelse. For andre selskaper ville komparativ- og opsjonsbasert verdsettelse også vært aktuelt, men vi mener at dette ikke gjelder for Rosenberg. Begrunnelse om hvorfor komparativ verdsettelse ikke blir benyttet kommer vi tilbake til i kapitlet Komparativ verdsettelse. Opsjonsbasert verdsettelse blir også vanskelig siden norsk toppfotball ikke kan sies å være en effisient bransje, og derfor vil verdien av det underliggende aktivumet heftes med for stor usikkerhet.

Vi benytte oss av den fundamentale verdsettelsesmetoden som tar utgangspunkt i fremtidig fri kontantstrøm til totalkapitalen. Når vi har kommet frem til totalkapitalverdien vil vi trekke fra finansiell gjeld, og legge til eventuelle skattefordeler. Fremtidig fri kontantstrøm tar utgangspunkt i Rosenborgs EBITDA (Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization), fordi grunnet at en investor kun er interessert i driftspostene som gir kontantstrømmer som kan benyttes av selskapet i fremtiden. Denne metoden krever også beregningen av en terminalverdi, som er den neddiskonterte verdien av alle Rosenborgs fremtidige kontantstrømmer.

## 5 Strategisk analyse

### 5.1 Innledning

Strategisk analyse er sammen med regnskapsanalysen det første trinnet av en fundamental verdsettelse. Den strategiske analysen er ment å kartlegge selskapets konkurranseposisjon og framtidige utvikling i forhold til konkurrentene i bransjen. Dette gjøres med hjelp av forskjellige modeller, som vi har delt de inn i tre grupperinger med makro-, ekstern- og internanalyse.

Makroanalysen tar for seg de overordnede områdene som for eksempel hvordan verdensøkonomien påvirker selskapet. Dette dreier seg om de større linjene som selskapet og bransjen har lite eller ingen råderett over. Eksternanalysen tar for seg bransjen og konkurrerende selskaper. Mens internanalysen tar for seg de interne forholdene i selskapet.

Til slutt i den strategiske analysen vil vi summere opp de ulike modellene i en SWOT-analyse. Denne skal bidra til å belyse de truslene og mulighetene som makro- og eksternanalysen måtte finne, samt de styrker og svakheter som internanalysen avdekker. Det vil bli gitt en nærmere gjennomgang av SWOT-analysen til slutt i dette kapitlet.

Før vi starter på den strategiske analysen er det viktig å definere hva som er markedet og hva som er bransjen. Vi har valgt å definere Tippeligaen og OBOS-ligaen som bransjen norsk toppfotball og utelukker både de resterende divisjonene i Norge, og ser bort fra resten av verden, men har gjort to unntak med FC København og Malmø FF. Det kan argumenteres for at vi kunne utelatt OBOS-ligaen fra vår definisjon siden Rosenborg har spilt på øverste nivå siden 1978. Vi har likevel valgt å ta den med i vår definisjon fordi det også på dette nivået blir bedrevet profesjonell fotball hvor spillerne hever lønn. Videre fikk vi når Brann rykket ned i 2014 erfare at ingen lag er for store til å rykke ned..

Det kan også være naturlig å argumentere for at norsk toppfotball er en del av den internasjonale fotballbransjen, blant annet gjennom Europa-cuper. Vi har valgt å se bort fra dette siden norsk fotball er relativt liten sammenlignet med de større ligaene i Europa og

verden. Det vil i mange tilfeller være snakk om to forskjellige virkeligheter når det kommer til økonomiske forutsetninger.

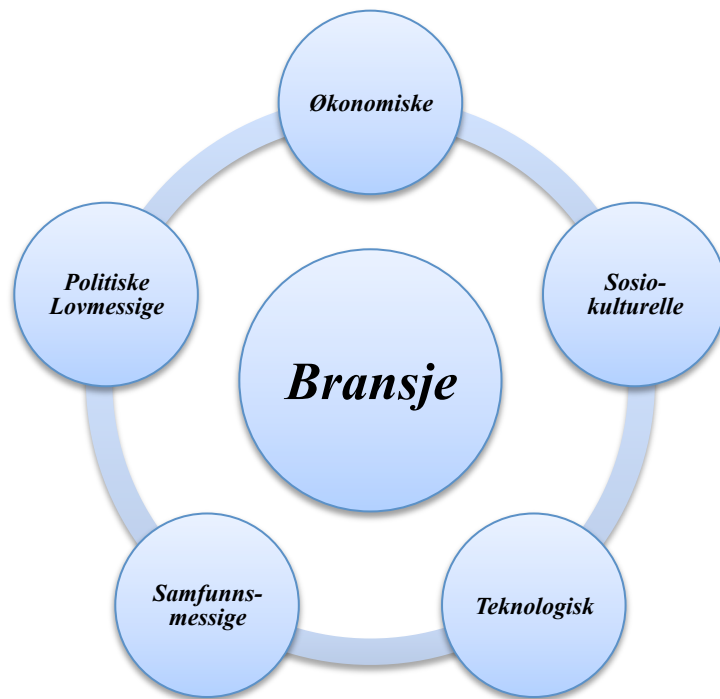
Den strategiske analysen vil være viktig for hvordan man vurderer framtidig inntjening og eventuelt lønnsomhet for selskapet, og er med på å danne grunnmuren for den videre verdsettelsen. En god og grundig strategisk analyse kan bidra til å gi verdsettelsen en større pålitelighet.

## **5.2 Makroanalyse**

### **5.2.1 PESTEL-analyse**

I følge Johnson, Whittington & Scholes (2011) kategoriserer PESTEL-analysen påvirkningen omgivelsene har på selskapet i seks hovedtyper: Politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og juridiske. Denne modellen tar for seg makro-miljøet til selskaper, og tar for seg miljømessige faktorer som påvirker alle selskaper i varierende grad. Politikk tar for seg rollen til myndighetene. Økonomi tar for seg makroøkonomiske forhold slik som valutakursen, konjunkturer og forskjeller i økonomiske vekstrater i verden. Sosial innflytelse omfatter endring i kulturer og demografi for eksempel den aldrende befolkningen i vesten. Teknologisk innflytelse handler om innovasjoner som Internett, nanoteknologi eller nye materialer brukt i industri. Miljømessige forhold dreier seg spesielt om grønne problemstillinger som forurensning og avfall. Juridiske forhold angår lovgivende rammer eller endringer, eksempelvis HMS eller begrensninger når det gjelder sammenslåinger og oppkjøp.





Figur 5.1 PESTEL-modellen

#### 5.2.1.1 Politiske og lovmessige forhold

Vi har valgt å slå sammen politiske og lovmessige forhold siden disse er tett beslektet. Politiske involvering tilhører sjeldenhetene i norsk fotball, selv om det finnes unntak. Et av unntakene var når Bodø/Glimt fikk slettet en gjeld på NOK 5,5 millioner av Bodø kommune. Det ble gjort slik at klubben skulle slippe å spille i andredivisjon som følge av brudd på lisenskravene (Haraldsen og Norstrøm 2005).

Lovmessige eller juridiske forhold spiller en langt større rolle for norske fotballklubber enn de politiske. For norske klubber dreier dette seg i hovedsak om nye- eller endring av lover, regler og andre vedtekter. For norske fotballklubber er det i dag tre nivåer med lovgivende organ hvor Fédération Internationale de Football Association bedre kjent som FIFA er øverste organ. Neste nivå blir Union des Associations Européennes de Football (UEFA) som er en kontinental underorganisasjon av FIFA for Europa. Det siste nivået består av Norges Fotballforbund (NFF), og er det organet som har størst påvirkning på norske fotballklubber.

Årsaken er at NFF utsteder klubbisens til klubbene i de to øverste divisjonene i Norge. Det er flere kriterier som må oppfylles for å få klubbisens, blant annet sportslige, strukturelle, økonomiske osv. (NFF 2015) . I det siste har det vært stort fokus på norske fotballklubbers

evne til oppfylle de økonomiske kriteriene, det har ført til at Lillestrøm SK må starte 2015 sesongen med 1 minuspoeng (Stokstad 2015).

Til forskjell fra toppklubber i andre land er norske klubber i Tippeligaen og OBOS-ligaen pålagt å være organisert som idrettslag. Spillere og trener må være medlemmer i et idrettslag som igjen må være medlem av NFF for å få klubbisens for spill i de to øverste divisjonene. Det har ført til at noen klubber i Norge har inngått samarbeidsavtaler med aksjeselskap, hvor dette selskapet leier hele eller deler av klubbens økonomiske virksomhet, utenom det sportslige. Denne organiseringen blir omtalt som dualmodellen.

Dette gjør at en spiller må lønnes gjennom klubben selv om det er aksjeselskapet som har finansiert kjøpet av spilleren og sitter på markedsrettigheten. Aksjeselskapet har heller ikke noen makt over når en av spillerne de har finansiert skal selges, dette er helt og holdent opp til klubben (Gammelsæter og Jakobsen 2008). Noe som står i kontrast til praksisen i en del andre land, som for eksempel Portugal og store deler av Sør-Amerika. Her sitter den eksterne investoren på mye av makten når det gjelder om en spiller skal bli solgt eller ikke. FIFA har kommet frem til at de ønsker denne praksisen til livs, og bestemt at dette skal ikke være lov etter 1. mai 2015. NFF er usikker på hvordan det vil påvirke norske klubber (Bakke 2015).

Rosenborg er en av få klubber i Norge som ikke opererer med en dual styringsstruktur hvor de samarbeider med et aksjeselskap. Dermed er ikke NFF sin lovgivning på dette området like relevant for Rosenborg som for andre norske klubber. De er ikke like berørt av de nye FIFA-reglene som vil forby «tredjeparts eierskap». Selv om Rosenborg også har fått hjelp av eksterne investorer til spillerkjøp gjennom selskapet Rosenborg Investor AS har dette vært langt mer vanlig i andre Tippeliga-klubber. For eksempel ville ikke Vålerenga vært i stand til å kjøpt toppscoreren i Tippeligaen 2014 Vidar Örn Kjartansson om det ikke var for eksterne investorer (VIF 2015).

#### **5.2.1.2 Økonomiske forhold**

Man har den siste tiden sett at de økonomiske forholdene ellers i samfunnet gjenspeiles i den økonomiske situasjonen i fotballen. Flere klubber har fått erfare dette etter finanskrisen inntraff Norge og norsk fotball i 2008. Flere klubber har blitt tvunget til å kutte i spillerlønninger og administrasjon. Samtidig ser man at sponsorinntektene har falt som en

konsekvens av dårligere tider, dette ført til at klubbene er blitt mer forsiktige i sin overgangspolitik enn tidligere.

På grunn av suksessen Rosenborg har hatt i forskjellige europeiske turneringer sto de langt bedre rustet til å møte denne perioden enn de fleste av konkurrentene. Det gjorde at Rosenborg i stedet for å innføre sparetiltak som mange andre klubber investerte stort på spillermarkedet. Investeringene førte med seg en viss suksess, men gikk på bekostning av økonomien. De store investeringen i 2008 og mangel på e-cupspill må ta sin del av skylden, og har ført til at klubben i dag har gjennomført nedbemanninger etter år med store underskudd. Rosenborg er ikke alene om å måtte gjøre dette, bare i 2014 kuttet eliteserieklubbene 32 årsverk. For Rosenborgs del har det de siste fem årene blitt kuttet NOK 85 millioner (Sagbakken 2015a). Ett unntak er Molde FK, som har et større økonomisk spillerom takket være bidrag fra investorer.

Selv om Rosenborg de siste årene har sett seg nødt til å kutte kostnader er de fremdeles klubben i Norge som har størst inntekter. Kommer de i havn med de planlagte sparetiltakene og omstruktureringen som klubben er i gang med vil det være et godt utgangspunkt for å skape gode resultater. Ser man på dette i et litt lengre perspektiv kan det hende at den tøffe tiden er med på å gjøre norske fotballklubber mer bevisst over hvordan man bør drive. I Rosenborg kan man si at satsingen i 2008 bidro til å skape et kunstig høyt lønnsnivå som klubben først nå begynner å få under kontroll.

### **5.2.1.3 Sosiokulturelle forhold**

Sosiokulturelle forhold omhandler ulike ting i samfunnet som for eksempel demografi, inntektsfordeling, religion, utdanningsnivå osv. (Göran m.fl. 2014). Ser man på inntektsnivået i Norge generelt er det jevnt over ganske høyt, noe som også er representativt for Trondheim og omegn. Befolkningsveksten i Trondheimsregionen har fulgt den generelle trenden i Norge, men har siden tusenårsskiftet ligget litt over landssnittet (Stfk 2014).

For Rosenborg og andre klubber er det positivt at det er et høyt inntektsnivå i Norge siden dette bidrar til at folk har råd til å besøke arenaen når det er kamp og kjøpe supportereffekter. Ellers er det gunstig for Rosenborg med stor befolkningsvekst i området. Dette kan bidra til at det blir bedre rekrutering til klubben i framtiden, og samtidig gi dem større

publikumsgrunnlag. Trondheim er også regionscenter i Midt-Norge og Rosenborg har således bedre forutsetninger til å få sponsorer og annen kapital enn de fleste andre klubbene i Norge.

Rosenborg har ikke bare tenkt på hva samfunnet kan tilby dem, men også sett litt på hva de kan tilby lokalsamfunnet. Det har de gjort gjennom «Ung i jobb» som skal bidra til at ungdom som faller utenfor både skole og arbeidsliv, skal få nye muligheter til å komme ut i jobb. Dette er et samarbeidsprosjekt mellom klubben og Prima, Stavne og Nav. Videre har de bidratt til bygging av «Rosenborg House» i Kenya og nylig inngått et samarbeid med Streetlight. Disse prosjektene er muliggjort gjennom salg av RBK-brødet som gir penger til klubbens støttefond (Bråten 2015).

#### **5.2.1.4 Teknologiske forhold**

Teknologiske nyvinninger utenfra har påvirket fotballen i liten grad. Målene på banen har stort sett vært uforandret, det samme gjelder antall spillere på banen. Det er også lite sannsynlig at noen teknologiske gjennombrudd skal endre på dette i framtiden. De største endringene har gått på hvordan fotball formidles, man er ikke lenger avhengig av å være på stadion eller at laget spiller tippekampen på TV. I dag er fotballen stort sett tilgjengelig over alt, noe som gir forbrukeren en langt større handlefrihet.

Den friheten som forbrukeren har fått har noe av skylden for at tilskuertallet i Norge har gått ned siden toppåret i 2007 (Haavik 2013). Samtidig har den økte mediedekningen bidratt til å eksponere klubbene mer enn tidligere og gjort de mer attraktive for sponsorer. Rosenborg har tatt dette et skritt videre når de nå skal lage TV-serie med likhetstrekk til serier om Petter Northug, kvinnelandslaget ski og iskrigerne (Rasmus 2015). Dette kan bidra til å skape større engasjement rundt klubben, samt en større tilhørighet gjennom økt eksponering.

Ellers er det verdt å nevne at det kom to nyvinninger til internasjonal fotball i forbindelse med verdensmesterskapet i fotball som ble avholdt i Brasil sommeren 2014. Der ble det innført bruk av mållinjeteknologi og dommerspray hvor begge i ettertid er sett på som suksesser. Dette har også åpnet debatten for om man bør tillate mer videodømming i fotballen uten at noe konkret er bestemt. I norsk fotball har dommersprøyen blitt innført, mens mållinjeteknologi har en langt høyere etableringskostnad og ikke blitt innført (Kvam 2014).

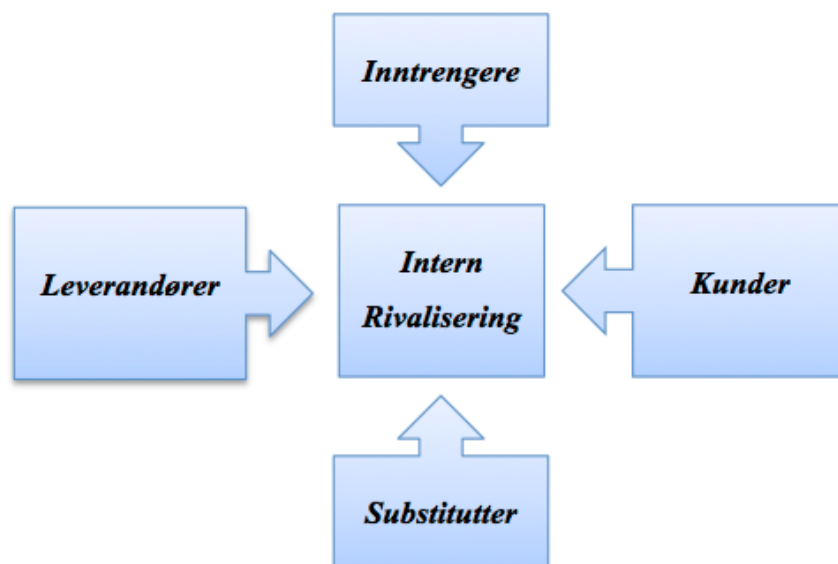
### 5.2.1.5 Miljømessige forhold

Miljømessige forhold handler om hvordan miljøet påvirker fotballen og klubbene i samfunnet. Når det kommer til miljømessige forhold som klima har man i Norge opplevd utfordringer knyttet til det å ha en bra gressmatte gjennom hele sesongen. I kombinasjon med økonomi har dette ført til at stadig flere har tatt valget om å gå over til kunstgress (Kvamme 2012).

At stadig flere lag i Tippeligaen spiller flest kamper på kunstgress kan bidra til at Rosenborg får en hjemmebanefordel mot disse siden det er naturgress på Lerkendal. Samtidig har Rosenborg treningsbaner med kunstgress som bidrar til at de ikke får noen ulempe når de møter de samme lagene borte.

## 5.3 Ekstern analyse

### 5.3.1 Porters fem konkurransekrefter



Figur 5.2 Porters fem konkurransekrefter

Johnson, Whittington & Scholes (2011) beskriver Porters fem konkurransekrefter, et rammeverk som identifiserer hvor attraktiv en industri er ved hjelp av fem konkurransekrefter: trusselen fra nyetablering, trusselen fra substitutter, kundenes forhandlingssituasjon, leverandørenes forhandlingssituasjon og rivaliseringen blant

eksisterende selskaper i bransjen. Vi kommer også til å inkludere en sjetteste konkurransekraft, komplementaritet, siden det er en naturlig forlengelse av modellen.

### 5.3.1.1 Trussel fra nyetablering

Trussel fra nyetableringer er noens ønske om å etablere seg i det aktuelle markedet som ikke er der fra før. Hvor mange som vil inn i et markedet reflekteres av hvor lønnsomt markedet er. Dette utgjør en trussel for de som allerede er i markedet som da vil måtte dele lønnsomheten med flere aktører. Det kan bidra til økte kostnader grunnet større konkurranse og prispress.

Man sier ofte at etableringstrusselen i bransjen står ovenfor avhenger av hva inngangsbarrierene er. Samtidig vil man også vurdere hvilke reaksjoner man vil få fra eksisterende aktører i markedet. Høye inngangsbarrierer og sterke reaksjoner fra eksisterende aktører vil gi lav trussel fra nyetableringer, mens lave inngangsbarrierer og svake reaksjoner fra eksisterende aktører gir stor trussel fra nyetableringer. Inngangsbarrierer kan gjerne deles inn i syv hovedgrupper; *stordriftsfordeler, produkt differensiering, kapitalbehov, byttekostnader, adgang til distribusjonskanaler, kostnadsulempet som er uavhengig av størrelsesfaktoren og myndighetenes politikk* (Roos m.fl. 2014).

Usikkerheten i fotballbransjen er ikke stor når det kommer til trusselen fra nyetableringer. Årsaken er at det er klare begrensninger på hvor mange lag som kan være i de to øverste divisjonene i Norge samtidig. Fra et år til et annet vil det maksimalt være tre utskiftninger i Tippeligaen, når de nye lagene kommer fra OBOS-ligaen. For å kunne slå seg opp i norsk toppfotball vil det kreve store økonomiske muskler samt et godt sportslig fundament.

Dette er blitt prøvd i Norge og utlandet ved at investorer har bidratt til økt økonomisk satsning, men resultatene har vært variable. Som for eksempel Stabæk sin satsning som kulminerte med klubbens eneste seriemesterskap i 2008. Faren ved dette er at investorene går lei etter å ha oppnådd sine mål, noe som skjedde og Stabæk rykket ned fra Tippeligaen i 2012. Ellers kan man peke på Molde som et mer vellykket eksempel, hvor det ble satset store penger når Ole Gunnar Solskjær kom til klubben, og som har gjort de til en maktfaktor i norsk fotball i dag. Dette er likevel unntaket som bekrefter regelen i Norge.

En annen ting som er verdt å ta med er at dette er allerede etablerte klubber som har en kultur og tradisjon å bygge videre på. Å etablere en fotballklubb helt fra bunnen av vil være en tilnærmet håpløs affære, fordi fotballsupportere er usedvanlig lojale ovenfor sin klubb og bytter sjeldent eller aldri lag. Dette gjør at det for et nyetablert lag vil være vanskelig å få stor kundemasse (tilhengere). For et begrenset geografisk område er det liten trussel fra nyetableringer, særlig om klubben er ledende i regionen. Dette gjør at nykommerne vil ha en lang vei å gå for å konkurrere på de fleste områdene som publikumstall, salg av supportereffekter og sponsorinntekter.

### **5.3.1.2 Rivalisering**

Rivalisering henviser til den konkurransen som er mellom selskapene i samme bransje. Denne konkurransen foregår i form av pris, produktdesign, reklame og promotering, kundeservice. Sterk rivalisering innebærer gjerne lavere priser og fortjeneste, mens lav rivalisering gir høyere priser og fortjeneste. Graden av rivalisering mellom etablerte selskaper i en bransje påvirkes i stor grad av noen få forskjellige faktorer som: *markedsstruktur, etterspørsel, kostnadsforhold og utgangsbarrierer.*

Markedsstruktur ser på hvor mange selskaper det er innenfor en bestemt bransje, hvordan miksen av disse selskapene er satt sammen og hvordan de forholder seg til hverandre. Forskjellige markedsstrukturer strekker seg fra perfekt konkurranse til monopol. Desto flere selskaper som tilbyr tilnærmet like produkter, jo nærmere kommer man perfekt konkurranse hvor rivaliseringen er høy. En slik situasjon vil gi lavere fortjeneste til de som opererer i bransjen, i et monopol er situasjonen motsatt.

En annen faktor som også spiller inn på markedsstrukturen er hvor differensiert produktene og selskapene i bransjen er. Er det stor differensiering mellom de forskjellige aktørene vil det føre til mindre rivalisering og motsatt. Hvis det er lite differensiering mellom de forskjellige selskapene vil forbrukeren kunne bytte mellom flere selskaper uten at det vil påvirke vedkommende sin opplevelse av produktet.

Hvor sterk rivalisering det er i en bransje vil bli påvirket av etterspørselen. Om bransjen opplever høy etterspørsel vil det gjøre at selskaper kan øke sin omsetning uten å måtte stjele kunder fra andre. Er det derimot lav etterspørsel i bransjen vil det skape større rivalisering

internt i bransjen. Hvordan dette har en tendens til å forløpe seg kommer vi tilbake til under 5.3.2 Bransjens livssyklus.

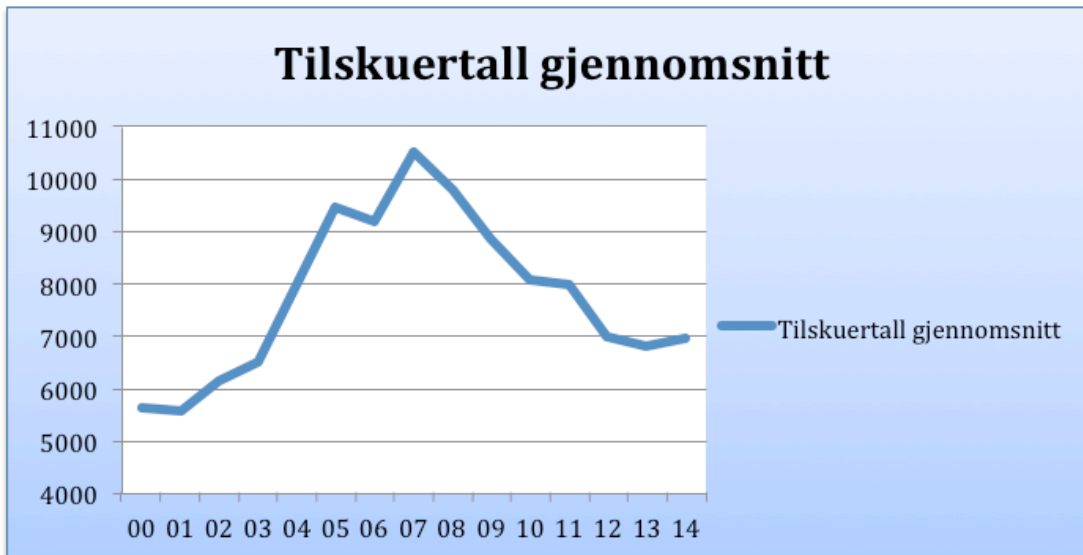
Kostnadsforholdet dreier seg om hvor store de faste kostnadene er og gjerne relativt til de variable kostnadene. I bransjer hvor de faste kostnadene er høye har lønnsomheten en tendens til å være svært avhengig av salgsvolum, et ønske om økt volum kan skape sterk rivalisering i bransjen. Har man høye faste kostnader og opplever at man ikke oppnår ønsket volum kan dette gi problemer med å dekke inn de faste kostnadene. Dette vil gi incentiv til å kutte prisene som vil bidra til økt rivalisering og lavere lønnsomhet. Kostnadsforholdet og lønnsomheten kan også si noe om inngangsbarrierene i bransjen.

Utgangsbarrierer eller avviklingskostnad sier noe om hvor store hindre det er knyttet til å forlate en bransje. Er det høye utgangsbarrierer i en bransje vil det bety økt rivalisering og lavere lønnsomhet. Med høye utgangsbarrierer vil selskapet vurdere å opprettholde driften selv om den er ulønnsom. Utgangsbarrierer kan være knyttet til økonomiske forhold så vel som strategiske og følelsesmessige forhold (Hill & Jones 2007).

For toppfotballen som bransje er antall aktører begrenset siden det bare er plass til 32 lag samtidig, og det er regulert hvor store utskiftningene er fra år til år. Ellers er bransjen differensiert i den grad at fotballklubber i hovedsak ikke er lokalisert på samme sted. I de områdene hvor det er flere klubber lokalisert bidrar det til økt intern rivalisering.

Fotballklubbens økonomi drives av hvor stor etterspørselen etter fotballen er, det gjør at konkurransen om publikum og sponsorer er avgjørende for de ulike klubbene. Som et mål på hvor stor etterspørselen på norsk toppfotball er vil vi bruke gjennomsnittlig tilskuertall pr. Tippeligakamp. Ser vi på utviklingen siden tusenårsskiftet og frem til i dag var det fram til 2007 en fin vekst som kulminerte i over 10 500 tilskuere i snitt pr. kamp. Siden toppåret i 2007 har man derimot opplevd stor nedgang i tilskuerantallet frem til 2013, men det kan se ut som om ting er i ferd med å stabilisere seg.





Figur 5.3 Gjennomsnittlig tilskuertall Tippeligaen

Økningen som norsk fotball opplevde i starten på 2000-tallet skyldes flere ting. En av de er nok at norsk fotball som produkt ble bedre og fikk mer eksponering enn tidligere. I denne perioden gjorde TV2 mye for å bedre Tippeligaen som produkt og gjorde det mer tilgjengelig. Samtidig utbedret flere klubber sine stadionanlegg i denne perioden, blant andre Rosenborg, Viking, og Molde. Det har gitt et oppsving i publikumstallene. En annen mulig forklaring kan være at Rosenborgs 13 år lange dominans i Tippeligaen gikk mot slutten. Dette bidro til spenning knyttet til hvem som ville vinne serien.

Vendepunktet kom i 2008. Noe av forklaringen er at de som opplevde økte publikumstall med nye og oppussede stadionanlegg fikk en tilbakegang når spenningen hadde gitt seg. En annen del av skylden må nok utvidelsen av Tippeligaen fra 14 til 16 lag ta, dette førte til at det ble flere små stadionanlegg i serien og bidro til flere betydningsløse kamper. Utvidelsen har også ført til at sesongene har startet tidligere enn før, som kan ha bidratt til at folk ser kampen hjemme i steden for på stadion. En annen faktor er at rettigheten til Tippeligaen gikk fra TV2 til Cmore, som har forringet fotballens tilgjengelighet, med flere kamper på betal-tv.

Som skrevet over skulle dette bety at det var mindre rivalisering før 2007 enn etter, siden markedet var i vekst trengte man ikke å jobbe like hardt for å opprettholde sine markedsandeler. Samtidig som rivaliseringen skal ha økt som følge av nedgangen i interessen rundt toppfotballen. I selskapssammenheng ville nok dette stemt, men i fotball er ikke det å stjele markedsandeler like «enkelt» og vanlig. Det er uhyre sjeldent at en fotballsupporter bytter klubb, det bidrar til at det er lite å hente på å prøve å stjele noen av konkurrentenes

supportere. Konkurransen om tilskuerne er som regel forutbestemt av bosted og hvilket lag familie eller venner holder med. I Norge er det noen toppklubber som konkurrerer i samme nedslagsfelt, men også her kan de andre faktorene ha betydning.

Utgangsbarrierene i fotballbransjen er høye, og spesielt de følelsesmessige barrierene ved det å avvikle en klubb. Dette kommer som et resultat av at supporterne ofte har en sterk tilhørighet til sin klubb. Det fører til at klubber med svak økonomi ofte blir reddet av enkelt personer, lokalmiljøet eller av kommunen til klubben. Det er flere eksempler på klubber som har stått i fare for å gå konkurs, men de har fått en hjelpende hånd. FK Lyn er en av få klubber i Norge som har gått konkurs i nyere tid (Eid 2010). Dette gjør at fotballklubber i langt større grad en vanlige selskaper kan fortsette driften selv om den er ulønnsom.

Utgiftssiden og da spesielt lønnskostnader er med på å forsterke rivaliseringen i norsk fotball. Stadig flere klubber vil være med å kjempe om de beste spillerne som også innebærer at de må konkurrere på lønn. I dag står lønnsutgiftene for den største utgiftsposten hos en klubb og dette kan føre til at klubber driver ulønnsomt. Noe av grunnen mener vi er dynamikken i norsk fotball. I Norge har du ikke topplag, middelhavsfarere eller bunnlag. En klubb kan gå fra å ha ligget på nedre halvdel av tabellen forrige sesong til å ta medalje den neste, dette bidrar til at klubber ikke innfinner seg med sin posisjon og blir i stedet med på karusellen i jakten på suksess.

Kort oppsummert er den interne rivaliseringen i norsk toppfotball høy, årsaken er at ligaen er såpass tilfeldig, og bidrar til at klubber påtar seg større kostnader en de strengt tatt burde. Samtidig har de store utgangsbarrierene i fotballen har noe av ansvaret.

### **5.3.1.3 Kunder**

Kundenes forhandlingsmakt kan i stor grad avgjøre hvor stor lønnsomheten i en bransje er. Hvor stor denne forhandlingsmakten er varierer fra bransje til bransje, men også innad i bransjen. Hvor sterkt kunden står avhenger blant annet av hvor stor den aktuelle kundegruppen er, samt hvor stor hver kunde er. Andre faktorer kan være størrelsen på byttekostnadene, mulighet for fremover- og bakoverrettet integrering, og substituttmuligheter. Har kundene for stor forhandlingsmakt kan det i verste fall bli sett på som en trussel (Johnson, Whittington & Scholes 2011).

Vi velger å dele kundene til fotballbransjen opp i tre hovedgrupper som står for de viktigste inntektene i fotballen. Disse gruppene er supporterne, sponsorene og media.

Den mest opplagte kundegruppen til fotballbransjen er supporterne som kommer på kamp og kjøper supportereffekter. For en fotballklubb er det en stor trygghet å vite at fotballsupportere er lojale. Denne gruppen består av mange små sluttbrukere som hver for seg har begrenset med forhandlingsmakt, men deres lidenskap overfor de ulike klubbene har ført til dannelse av supporterklubber for å øke sin innflytelse. Hvor stor forhandlingsmakt supporterklubben har avhenger av hvor mange medlemmer den har, desto større supporterklubben er desto mer makt har den. I de aller fleste tilfeller vil en stor supporterklubb være en styrke, siden disse garanterer et visst publikumsoppmøte hver kamp, økt eksponering, og gjør klubben mer attraktive for sponsorer og spillere. Men det finnes tilfeller hvor dette har blitt som en trussel for klubben. Det har hendt at misnøye blant supportergrupperinger har ført til treneravgang, boikott av kamper og så videre.

En annen ting som spiller inn er hvor stort publikumsgrunnlag klubben har. I Norge varierer dette ganske mye fra en klubb til en annen klubb. Klubber med mindre publikumsgrunnlag må ta mer hensyn til sine supportere, siden det er vanskelig å skaffe nye. Det gjør at supporterne for lag fra mindre steder har mer forhandlingsmakt enn de fra større steder, selv om de har mindre «organiserte» supportere. Ellers er det viktig å huske at det finnes flere typer supportere enn de som er med i supporterklubben. Forskjellene mellom disse vil det bli sett litt nærmere på under substitutter.

For de fleste fotballklubber spiller sponsorer en sentral rolle for å få driften til å gå rundt. De fleste klubber har flere forskjellige sponsoravtaler som varierer i størrelse og omfang. Av disse er gjerne hovedsponsoren størst både i form og omfang. Disse har også ofte en lokal forankring i det samme geografiske området som klubben holder til. Som gjensjeldelse ønsker de fleste sponsorer eksponering av sine merker og produkter. Noe som har blitt mer vanlig den siste tiden er salg av navnerettigheter på stadionanlegg og særlig når ny stadion skal bli bygd. Som en konsekvens av de summene som sponsorer og private investorer legger igjen i norsk toppfotball har disse stor forhandlingsmakt overfor klubbene. Hvor stor denne makten er avhenger selvsagt av hvor viktig klubben anser den aktuelle sponsoren å være, og om den kan erstattes.

For klubbene som holder til i de største byene i Norge er tilgangen på sponsorer større fordi de har større nedslagsfelt, mer eksponering og flere store selskaper. Dette kan medføre at sponsorene for klubbene fra de mindre stedene har en større forhandlingsmakt siden det er vanskeligere å skaffe nye.

Media har de siste årene vokst seg til å bli en stor kunde for toppfotballen i Norge. Noe som kommer som en konsekvens av den teknologiske utviklingen som har vært den seneste tiden, med bedre TV-tilbud og stor utbedring av Internett. Salget av medierettighetene til norsk toppfotball er derfor blitt omfattende og innebærer store summer. Disse rettighetene bestemmer langt på vei hva det norske folk får se av toppfotball. De er samtidig med for å legge føringer på når kampene skal avvikles. Med summene disse avtalene genererer ser man at media får en større forhandlingsmakt.

Kort oppsummert har kundene til norsk toppfotball en stor forhandlingsmakt, spesielt sponsorer og media. Årsaken er størrelsen på summene de tilfører fotballen hvert år. For de største klubbene er veien til disse summene enklere siden de har større nedslagsfelt og blir mer eksponert, men uansett hvor man holder til er sportslig suksess en viktig faktor. Suksess bidrar til at publikum kommer på kamp, og gjør klubben mer attraktiv for sponsorer, og gir flere TV overførte kamper som sponsorene setter pris på.

#### **5.3.1.4 Leverandører**

I likhet med kundenes forhandlingsmakt kan leverandørene påvirke lønnsomheten i en bransje. Prinsippene er på mange måter lik som for kundene. Er det få, men store leverandører utgjør dette en større trussel enn mange små leverandører. Denne trusselen blir større om man som kunde har høyere byttekostnader, få substitutter, og verken leverandørene eller kundene har muligheten til å integrere frem- eller bakover. Man kan si at leverandørene sin forhandlingsmakt er et speilbilde av kundenes forhandlingsmakt (Jakobsen og Lien 2015).

Følger vi tankerekken med at media er kunde til fotballbransjen, er spillerne deres leverandører. Ut i fra det kan man si at spillerne ikke har stor forhandlingsmakt, siden det ikke er noen knapphet på fotballspillere. Det er andre ting som gjør seg gjeldene for hvor stor forhandlingsmakt en spiller har. Kvalitet på spilleren, oppførsel utenfor banen, interesse fra

andre klubber, alder, gjenværende kontraktstid og økonomien til klubben er avgjørende for graden av forhandlingsmakt. Selv om disse faktorene spiller inn kan man på generell basis si at hver enkelt spiller ikke har for stor forhandlingsmakt, unntakene gjelder ofte spillere som presterer på et eksepsjonelt høyt nivå, er store profiler for sin klubb, og er umulige å erstatte. Slike spillere vil klubbene strekke seg langt for i kontraktforhandlinger, og dette er spilleren selv er klar over. Slike tilfeller er langt mer vanlig i de store ligaene i Europa enn i Norge hvor spillere med ekstremferdigheter ofte blir solgt til større klubber utenfor Norge, som var tilfellet med for eksempel Martin Ødegaard (Hulleberg 2015).

Økonomien til norske fotballklubber er i dag med på å bremse noe av forhandlingsmakten til spillerne siden de og klubbene er innforstått med at lønnsnivået må ned i forhold til tidligere nivå. Det som taler til spillernes fordel er at mye av inntektsgrunnlaget baserer seg på en sportslig suksess. Det vil gjøre at det er konkurranse om de beste spillerne, og det gir dem forhandlingsmakt. For å oppsummere vil vi si at enkeltspillere som leverandører har liten forhandlingsmakt, og kan derfor ikke true lønnsomheten i fotballbransjen.

#### **5.3.1.5 Substitutter**

Substitutter er produkter eller tjenester som kan dekke samme funksjon og behov som produktet i den aktuelle bransjen. Et substitutt kan være en trussel selv om det er dyrere enn produktet det erstatter, så lenge det tilbyr ytelsesfordeler kundene verdsetter. Om det ikke er tilfellet må substituttet være rimeligere enn produktet det skal erstatte. Substituttene må komme utenfra og ikke forveksles med trusler fra konkurrenter i samme bransje. På lik linje som konkurrenter i samme bransje truer også substitutter den potensielle lønnsomheten ved at de setter en prisbegrensning på produktene i den aktuelle bransjen (Hill og Jones 2007).

Fotballbransjen må sies å være hovedsakelig i underholdningsbransjen, og hovedmålet er å få et så stort publikum som mulig. Dette gjøres gjennom arrangementer før og under kampen, mens hovedattraksjonen er spillet som leveres på gressmatten. Andre underholdningsformer vil komme inn under kategorien substitutter, hvor man skiller mellom direkte substitutter og indirekte substitutter.

#### 5.3.1.5.1 Direkte substitutter

Med direkte substitutter menes det substitutter som går på bekostning av det aktuelle produktet. Siden vi ser på fotball som et underholdningsprodukt vil direkte substitutter være andre underholdningsprodukter som for eksempel teater, kino, og bowling. Hvorvidt man ser på dette som substitutter for å dra på fotballkamp kommer i stor grad an på personens interesser. På en fotballkamp har man de som støtter laget sitt i med- og motgang, samtidig har man de som går på en og annen kamp for å bli underholdt.

For den første gruppen hvor man har den typiske supporteren er det nok lite sannsynlig at andre underholdningsprodukter sees på som substitutter i det tidsrommet fotballkampen pågår. Spesielt siden fotballkamper gjerne spilles i helgene og i en begrenset tidsperiode. I Norge spiller man 15 hjemmekamper i Tippeligaen fordelt over en periode på 7 mnd. De vil da heller velge å gå på kino/teater eller andre sosiale settinger en dag det ikke kolliderer med fotballkampen.

For den andre gruppen vil disse underholdningsproduktene utgjøre en større trussel, og denne gruppen vil også ha en lavere betalingsvillighet enn en ihuga supporter. Blir billettprisen for høy vil vedkommende som går på kamp for å bli underholdt velge å benytte tiden sin på noe annet. Dette bidrar til at klubbene har et press på seg til å holde billettprisene nede for å få denne gruppen på kamp. Videre setter det krav til det som leveres av underholdning på banen. Noen variasjoner i forhold til størrelse og forventninger knyttet til klubben er det selvsagt.

#### 5.3.1.5.2 Indirekte substitutter

Indirekte substitutter handler ikke om at man bytter ut det aktuelle produktet til noe annet, men at man opplever/benyttter det samme produktet. For fotballen har dette blitt langt mer aktuelt de siste årene. Fotballene som underholdningsprodukt har utviklet seg de siste tiårene gjennom nye TV-avtaler og Internett, det har ført til at stadion ikke lenger er det eneste stedet man får sett sitt lag.

Gjennom 90-tallet og inn på 2000-tallet bygget TV2 opp Tippeligaen som underholdningsprodukt (Sjøstrøm 2014). Det resulterte i langt bedre og bredere dekning av Tippeligaen med flere direkteoverførte kamper, og studiosendinger. Som et resultat ble dette

et substitutt til å dra på kamp. Det er viktig å presisere at den økte eksponeringen gjør at fotballen også når ut til et langt bredere publikum enn tidligere, og til at flere velger å se kamper på TV fremfor å dra til arenaen.

For den harde kjernen av supporterne vil nok ikke det at kampen går på TV spille noen stor rolle, de vil uansett møte opp på stadion for å støtte sitt lag. Derimot for den vanlige mann i gata vil det være en faktor for om man drar på kamp eller ikke. Siden det å se kampen hjemmefra er et rimeligere alternativ til å dra på stadion kan det fremstå som en trussel for klubbens billettinntekter.

Presset fra substitutter er helt klart til stede for fotballen. Hvor stort dette presset er avhenger fra supporter til supporter, jo mer ihuga supporteren er desto mindre er presset fra substitutter. Hvor stor denne faren er avhenger av størrelsen på gruppen med vanlige supportere, fordi det er disse som er mest tilbøyelige til å bytte til et substitutt fremfor det aktuelle produktet.

#### **5.3.1.6 Komplementaritet**

I Porters fem konkurransekrefter legges det kun vekt på verdikapring og ikke verdiskapning, noe som gjør at muligheter til økt verdiskapning gjennom samarbeid overses. Komplementaritet er produkter som i bunn og grunn har motsatt effekt enn substitutter, ved at de tilfører bransjen eller selskapet en merverdi. For at produkter skal oppfattes som komplementære må verdien av produktene bli større for kunden når begge er tilgjengelige enn hver for seg. Eksempler på slike produkter er datamaskin og programmer, ski og staver (Jakobsen og Lien 2015).

Det finnes i varierende grad komplementære produkter også i fotballbransjen. To essensielle faktorer i å forbedre fotballen som underholdningsprodukt var introduksjonen til TV og delvis Internett. Disse faktorene står også under 5.3.1.5 Substitutter siden det har gitt publikum flere måter å se kamp på. Det har bidratt til å eksponere bransjen for et større publikum som og har gitt klubbene flere tilhengere samt bedre sponsoravtaler. Dette kan vi også se utfra at over en femtedel av de 50 mest sette programmene på TV i Norge er fotballrelaterte. Ser man på listen har program før og etter kamp fått flere seere som følge av

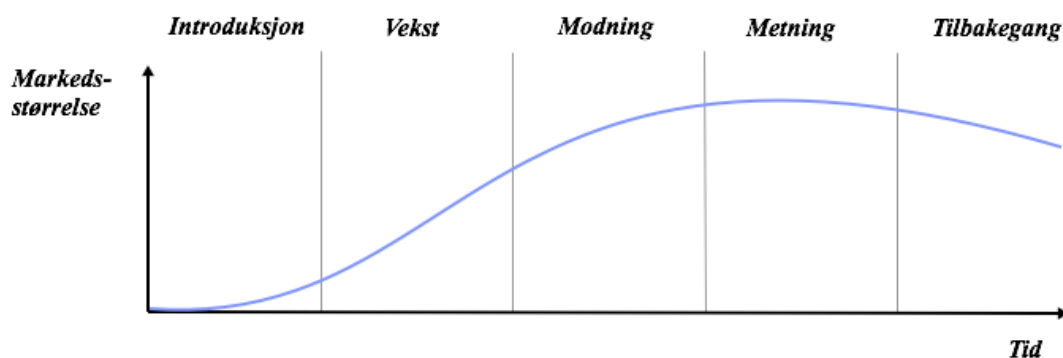
fotballkampene (NRK 2010). Internett har tatt dette enda litt lenger og gjort fotballbransjen mer tilgjengelig enn noen gang før, med liveoppdateringer og se kamper på mobilen.

### 5.3.2 Bransjens livssyklus

I følge Johnson, Whittington & Scholes (2011) varierer kraften av Porters fem konkurransekrefter med stegene i bransjens livssyklus. Denne modellen går ut på at bransjer starter ut i det små i utviklingsstadiet, før de går inn i en fase med kraftig vekst som kulminerer i en periode med modning. De to siste stegene i modellen er først en periode med metning, altså lav eller ingen vekst før man kommer til siste periode med tilbakegang.

Utviklingsstadiet er eksperimentelt, typisk med få selskaper, lite direkte rivalisering, og differensierte produkter, hvor differensiering er nøkkelen til suksess. Neste stadium kjennetegnes av høy vekst og lav rivalisering siden det er nok markedsmuligheter for alle. Kundene har dårlig forhandlingskraft og etableringsbarrierene er lave. Evnen til å vokse er nøkkelen i dette stadiet. Modningsstadiet starter når veksten begynner å avta, fordi økt rivalisering tvinger de svakeste av nyetableringene ut av bransjen. Her er god ledelse og finansiell styrke suksesskriterier.

I metningsstadiet øker etableringsbarrierene, siden kontroll over distribusjonen er etablert og skalafordeler og erfaringskurven gjør seg gjeldende. Her er markedsandel og kostnadsfokus viktig for å lykkes. Stadiet med tilbakegangs er en periode preget av ekstrem konkurranse, spesielt hvis det er høye utgangskostnader, siden fallende salg tvinger de gjenværende selskapene inn i en destruktiv konkurranse. Nøkkelen her er kostnadsfokus og forpliktelse (Johnson, Whittington & Scholes 2011).



Figur 5.4 Bransjens livssyklus (Johnson, Whittington & Scholes 2011)



Dagens fotballbransje i Norge må beskrives som rimelig moden om ikke litt i tilbakegangsstadiet, etter en periode med ganske høy vekst fra starten av 1990-tallet frem til 2007. Vekstperioden ble trigget av den digitale utviklingen som ga oss mer fotball på TV. Dette gjorde at gjennomsnittlig tilskuertall i Norge mer enn doblet seg. Spesielt med den økte TV dekningen som ble utover 2000-tallet med blant annet TV2 og Canal Digital gjorde at det ble rekordhøy interesse (Sjøstrøm 2014).

Det ser ut som om norsk toppfotball opplevde en viss metning etter toppåret i 2007. Vi kan se av Figur 5.3 at tilskuerantallet har gått ned de siste årene, og kan være et tegn til at markedet begynner å bli mettet. Den nye TV-avtalen som trådte i kraft i 2013 og utvidelsen fra 14 til 16 lag i Tippeligaen kan ha noe av skylden for at nedgangen har vært såpass stor. Avtalen gjorde toppfotballen mindre tilgjengelig i en periode hvor det allerede var en avtagende trend, og den kan ha vært med på å forsterke nedgangen (Kvam 2013). Utvidelsen førte til flere lag med mindre stadionanlegg og flere «betydningsløse» kamper.

Det blir spennende å se når det snart skal forhandles om ny TV-avtale for norsk toppfotball, og om det blir tatt hensyn til den utviklingen som har vært siden forrige avtale ble inngått. Avtalen som gjelder i dag var 35% større enn den foregående selv om trenden også da var avtagende (Kvatningen 2011). Om toppfotballen har mulighet til å gjenskape veksten fra tidligere stiller vi spørsmål ved.

Det har i ettertid av inngåelse av nåværende avtalen blitt spekulert i om klubbene kom dårligere ut enn tidligere, fordi fotballen ble mindre tilgjengelig og sponsorene fikk mindre eksponering (Kvam 2013). Det kan tenkes at det blir gjort en mer helhetlig vurdering når den neste TV avtalen skal inngås enn hva som gir mest penger på kort sikt. Dette kan føre til at den neste avtalen ikke har den samme økningen man opplevde sist, men at totalen blir bedre.

Fotballbransjen skiller seg ut fra de mer tradisjonelle bransjene hvor man typisk følger livssyklusen mer uvilkårlig. Den opplever mange av de samme tingene ved de ulike stadiene i livssyklusen som andre bransjer gjør. Men det som skiller den fra mange andre bransjer er etter vårt syn at den går mer i en loop mellom ulike stadier.

## 5.4 Intern analyse

### 5.4.1 SVIMA-analyse

SVIMA-analysen tar i følge Jacobsen og Lien (2015) for seg hvordan ressursen skaper konkurransefortrinn. Det er fem kriterier som må være oppfylt for å skape varige konkurransefortrinn: den må være sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobiliserbar og approprierbar.

**Sjelden:** en ressurs konkurrentene ikke har i lik mengde og kvalitet.

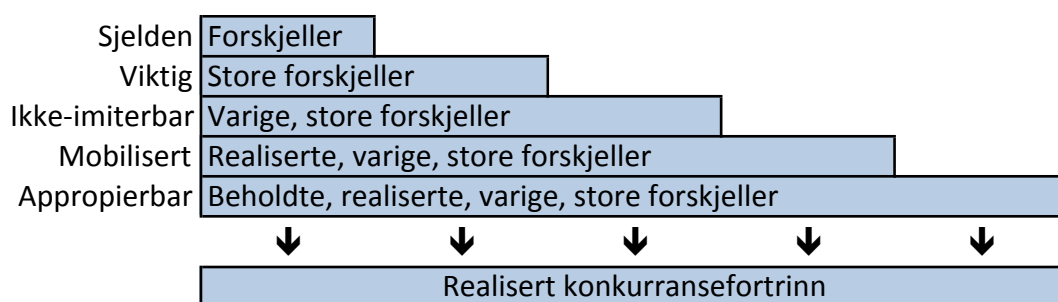
**Viktig:** En ressurs som har betydelig effekt på selskapets kostnader, kundenes betalingsvilje eller begge deler.

**Ikke imiterbar:** at konkurrenter ikke kan kopiere eller substituere ressursen.

**Mobilisert:** at ressursen er utnyttet og realisert økonomisk.

**Approprierbar:** At selskapet og ikke andre blir sittende igjen med den økonomiske verdien som skapes.

SVIMA modellen stammer fra Barney (2011) sin VRIO modell som står for: Value, rarity, imitability og organization. I SVIMA har organization blitt splittet opp i M for mobilisert og A for Approprierbar. Noe som stemmer godt med hva Barney legger vekt på i sin beskrivelse av organization.



Figur 5.5 SVIMA-trapp (Jakobsen & Lien 2015)

Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Approprieterbar	Utfall
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Ikke-beholdt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig fortrinn

Figur 5.6 SVIMA-testen (Jakobsen & Lien 2015)

#### 5.4.1.1.1 Lerkendal Stadion

I dag har de fleste Tippeliga-klubber et moderne stadionanlegg. Rosenborg er dermed ikke alene om å ha et moderne anlegg, men ikke mange har kapasitet på 20 000 i Norge. Det gjør at Lerkendal gir Rosenborg et godt utstillingsvindu samt bedre inntektsmuligheter enn de fleste andre klubbene i Norge. Selv om kapasiteten på Lerkendal er blant de største hindrer ikke det andre fra å utvide eller bygge nytt, noe som betyr at denne ressursen ikke er ikke-imiterbar. Lerkendal gir derfor Rosenborg bare et midlertidig konkurransefortrinn i form av sin store kapasitet.

#### 5.4.1.1.2 Geografisk beliggenhet

De fleste klubber i dag er prisgitt det området de ligger i, uten mulighet til å flytte til ett annet område. Det er derfor ønskelig å ha et stort geografisk område man er enerådende i. I en bransje som er drevet av tilgangen til publikum, sponsorer og talenter er området klubben ligger i en viktig ressurs. Denne ressursen er tilnærmet umulig å imitere for andre klubber som er lokalisert andre steder. For Rosenborg er deres geografiske beliggenhet i Trondheim, og trøndelagsregionen som har en befolkning på i underkant av en halv million (SSB 2015a). Det spesielle for Rosenborg er at de ikke har noen nevneverdig konkurranse fra andre klubber i regionen om publikum, sponsorer eller talenter. De geografisk nærmeste konkurrentene til Rosenborg blir Bodø/Glimt i nord og Molde i sørvest. For å illustrere hvor lite konkurranse de har innad i Trøndelag kan man se på tilskuertallene til førstedivisjonsklubben Ranheim som ligger på rundt 600 i snitt (nifs.no 2015). Noe som står i sterk kontrast til mange andre klubbers situasjon med to og tre lag som spiller i Tippeligaen. Rosenborg er sammen med Tromsø de lagene med klart størst oppslutning i eget hjemfylke med 84% (Ingebrigtsen og Bergstrøm 2015). Å være såpass enerådende over et geografisk område tilhører unntaket i norsk fotball, og gjør at vi ser på dette som en sjelden og mobilisert ressurs for Rosenborg.

#### 5.4.1.1.3 SalMar akademiet

I dagens norske fotballandskap sitter ikke pengene like løst som tidligere, men prisen på norske spillere er fortsatt høy. Dette gjør at det mer attraktivt å utvikle spillere selv og er også blitt prioritert i klubben. Dette kan gi positive økonomiske ringvirkninger samtidig som det er med å styrke den lokale forankringen med at man får spillere fra regionen inn på laget. Det at Rosenborg som nevnt over er «enerådende» i et geografisk området gjør at de må konkurrere mindre om talentene enn klubber som ligger mer samlet. Rosenborgs ungdomssatsing gjennom SalMar akademiet har de siste årene vært blant de aller beste i landet. Dette har resultert i tre av de fire siste NM titlene for G16-laget, mens G19-laget har fire finaler på de seks siste årene hvor av tre er vunnet (NFF 2014). Rosenborgs gode ungdomssatsing er sjelden i Norge, men det hindrer ikke andre i å følge etter og komme opp på samme nivå. Derfor gir SalMar Akademiet Rosenborg bare et midlertidig konkurransefortrinn.

#### 5.4.1.1.4 Kultur/Historie

De fleste fotballklubber har en lang historie å se tilbake på, men ikke alle har en like stolt historie. Det er også tilfellet for Tippeliga-klubbene hvor de fleste ble opprettet rundt starten av 1900-tallet. Historie som ressurs gjør seg gjeldene ved rekruttering av spillere og ledere ved at klubben har en fordums storhet å vise til, desto nyere jo bedre. Rosenborg er i norsk sammenheng den mest tradisjonsrike klubben i Norge. For Rosenborg er mye av historien ganske ny ved at de dominerte norsk fotball fra starten på 90-tallet til langt ut på 2000-tallet. Den hjemlige suksessen kombinert med en viss suksess ute i Europa har gitt Rosenborg et navn også utenfor Norge. Det har gjort det enklere å selge spillere til større klubber. Samtidig har det gitt klubben en vinnerkultur som sitter i veggene i brakka. Selv om denne arven har brakt mye positivt med seg er det ikke til å komme bort fra at det til tider har hengt over spillere og trener i negativ forstand. Likevel mener vi en slik ressurs er sjelden i norsk fotball, og ikke så lett og imitere for andre klubber siden det krever sportslig suksess over en lang periode. Vi vil derfor si at Rosenborgs historie er et varig fortrinn.

#### 5.4.1.1.5 Finansielle midler

De siste årene har det vært økonomisk dårlige tider for klubbene i norsk toppfotball. Som følge av finanskrisen og den store nedgangen i etterspørselen etter norsk fotball. Noe som har ført til at flere klubber sliter økonomisk og må kutte i kostnadene i stedet for å styrke sin konkurransedyktighet. Selv Rosenborg har fått merke at det er andre tider i norsk fotball, og

har måttet gjennomført kutt i utgifter (Sagbakken 2015b). Rosenborg har en god soliditet- og likviditetsgrad sammenlignet med andre klubber i bransjen, noe som vi vil vise senere i oppgaven. Klubbens økonomiske fortrinn er et midlertidig konkurransefortrinn, siden dette kan imiteres av andre.

#### 5.4.1.1.6 Spillerstall

En god og bred spillerstall er en nøkkelfaktor for en fotballklubb, likevel er det et fåtall av klubbene i Norge som har det. Hva som er en bra spillerstall kan diskuteres. Er den balansert nok, har man stor nok dekning i forsvar og så videre. Vi har valgt å si at de lagene som er topp fire-fem har en god spillerstall uten å gå nærmere inn på styrker, svakheter og mangler i den enkelte spillerstallen. Dette sjiktet har Rosenborg befunnet seg i de siste 10 årene nesten uten unntak (Svegaarden og Juva 2015). Selv om et lag har en god spillerstall hindrer ikke det andre i å ha det samme, ved å kjøpe like gode eller bedre spillere enn klubben din. I verste fall kan det tenkes at de kjøper dine spillere til sitt eget lag, noe som gjør at Rosenborgs spillerstall bare gir de et midlertidig konkurransefortrinn.

#### 5.4.1.1.7 Rosenborgpublikummet

I fotball snakkes det gjerne om fordelene ved å spille kamper på hjemmebane. Det skyldes støtten de får fra egne supportere. Desto mer støy publikum genererer jo mer gagnar det hjemmelaget i form av at spillerne får mer energi, dommeren gir flere frispark til hjemmelaget og flere 50-50 situasjoner går hjemmelagets vei. Dette gjør at lagene i Tippeligaen stort sett tar flere poeng hjemme enn borte (Jordet 2011). Vi ser derfor at et stort hjemmepublikum kan gi klubben et positivt løft. Rosenborg har siden de oppgraderte Lerkendal stadion i 2002 hatt det høyeste publikumssnittet i Tippeligaen hvert år. Selv om Rosenborg også har opplevd noen svingninger i tilskuertall har Rosenborgpublikummet støttet opp om laget sitt i tykt og tynt. Vi vil beskrive supporter-kulturen til Rosenborg som sjeldent i norsk fotball, og vanskelig å imitere for andre klubber. Vi ser derfor på det som et varig konkurransefortrinn.

#### 5.4.1.1.8 Sponsorer

Sponsorer spiller i dag en stadig større rolle for klubbens økonomi og evne til å være konkurransedyktige. For klubbene vil det være viktig å ha gode og lojale samarbeidspartnere som kjøper ideene til klubben. For Rosenborg står sponsorinntektene for rundt en tredjedel av

inntektene. Selv om dette er en lavere andel enn andre Tippeliga-klubber, har Rosenborg de største sponsorinntektene i Norge, jamfør hovedsponsoravtale med Sparebank 1 SMN til en verdi på over NOK 10 millioner (Sagbakken, Langørgen og Bråten 2014). Det er den største enkeltstående avtalen i norsk fotball i dag (Pamer 2014). Vi mener at størrelsen på Rosenborgs sponsorat er viktig for klubben og sjeldent i norsk fotball. Dette mener vi gir Rosenborg et midlertidig konkurransefortrinn, siden avtalene kan imiteres av andre klubber.

#### 5.4.1.1.9 Ledelse

En god ledelse er viktig, men har i fotballen vist seg å ikke være noen selvfølge. Det finnes utallige eksempler på ledere som har tatt dårlige beslutninger i jakten på kortsiktig suksess. Det har vist seg at det kan være nyttig å tenke mer langsiktig og prøve å bevare en viss kontinuitet. Av den grunn velger vi å se på god langsiktig ledelse som en sjeldenhet i fotballen. Selv om dette er sjeldent hindrer det ikke andre fra å ha det samme, man kan ikke si at det er ikke-imiterbart. For Rosenborgs del har kontinuitet i tiden etter Nils Arne Eggen vært ett problem, det har vært hyppige trenerbytter og en del utskiftninger i administrasjonen. Stadige utskiftninger og da spesielt på trenersiden de siste årene ser vi på som en midlertidig konkurransemessig svakhet for Rosenborg.

	Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbart	Mobilisert	Appropriert	Utfall
Lerkendal stadion	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig
Geografisk beliggenhet	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig
SalMar Akademiet	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig
Kultur/Historie	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig
Finansielle midler	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig
Spillerstall	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig
Rosenborgpublikummet	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig
Sponsorer	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig
Ledelse	Ja	Ja	Nei	Nei	Ja	Svakhet

Tabell 5.1 Oppsummering SVIMA

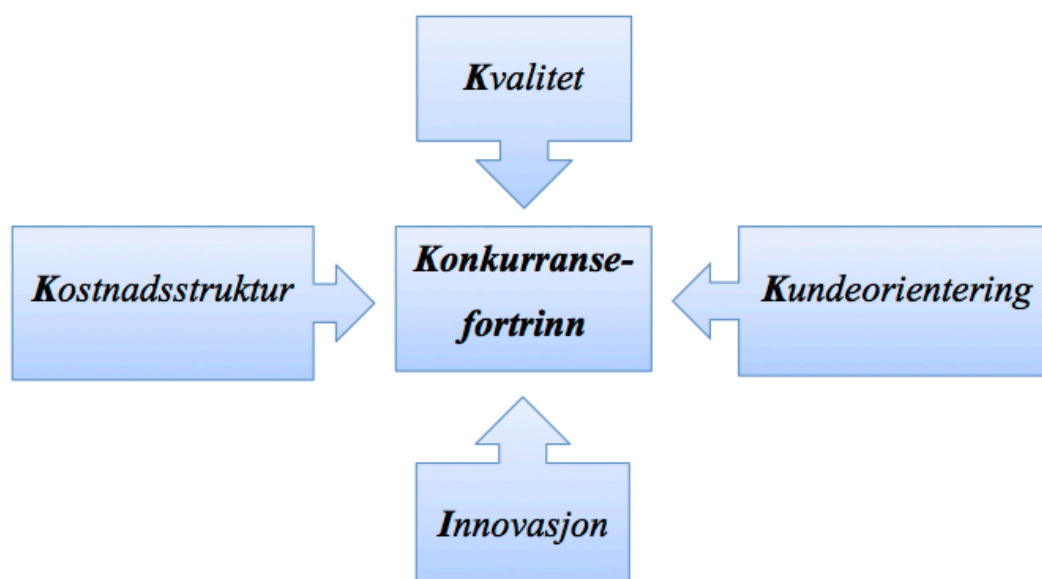
Som vi ser av oppsummeringen i Tabell 5.1 har Rosenborg tre varige konkurransefortrinn, geografisk beliggenhet, kultur/historie og Rosenborgpublikummet som vil være vanskelig for konkurrentene å imitere. Videre har Rosenborg fem midlertidige konkurransefortrinn som kan bidra til suksess frem til andre klubber utligner dette fortrinnet. Totalt sett har Rosenborg gode forutsetninger for å gjøre det godt i årene som kommer både på og utenfor banen.

Spesielt om de klarer og unngå like hyppige skifter på trenersiden og i administrasjonen, siden dette kan hemme en del av de fortrinnene klubben har.

#### 5.4.2 KIKK-analysen

I følge Hill & Jones (2007) har et selskap et konkurransefortrinn når selskapet har en lønnsomhet som er høyere enn gjennomsnittet blant konkurrenter. Fortrinnet er varig hvis selskapet klarer å vedlikeholde en lønnsomhet som er høyere enn bransjesnittet over tid. De har identifisert fire faktorer som bygger og bevarer konkurransefortrinn: **K**ostnadsstruktur, **I**nnovasjon, **K**valitet og **K**undeorientering.

For å kunne oppnå dette må selskaper skape særegen kompetanse. Med dette menes selskapsspesifikke styrker som gir selskapet muligheten til å differensiere sine produkter og/eller oppnå betydelig lavere kostnader enn sine rivaler og dermed skape seg et konkurransefortrinn. Særegen kompetanse kommer fra to komplementære kilder: ressurser og potensial.



Figur 5.7 KIKK-modell (Hill & Jones 2007)

Ressurser er finansielle, fysiske, sosiale, menneskelige, teknologiske og organisasjonelle faktorer som gir selskapet muligheten til å skape verdi for sine kunder. Selskapets ressurser kan deles inn i to typer: materielle og immaterielle. Materielle ressurser er fysiske enheter, som land, bygninger, fabrikker, utstyr, inventar og kapital. Immaterielle ressurser er ikke-fysiske enheter som er skapt av ledere og ansatte, som merkevarer, selskapets rykte, kompetansen til de ansatte inkludert patenter, opphavsrettigheter, og varemerker. Jo mer

selskapsspesifikk og vanskelig å kopiere en ressurs er, jo mer sannsynlig er det at selskapet har en særegen kompetanse.

Kapabiliteter henspeiler til selskapets evne til å koordinere sine ressurser og bruke dem til å skape verdi. Disse evnene er et produkt av selskapets struktur, prosesser og kontrollsystemer. Kapabiliteter er immaterielle. De ligger i måten individer samhandler og tar beslutninger innen konteksten i selskapet (Hill & Jones 2007).

#### **5.4.2.1 Kostnadsstruktur (effektivitet)**

På en måte er selskap ganske enkelt en enhet som omgjør input til output. Input er grunnleggende faktorer for produksjon slik som, arbeidskraft, land, kapital, ledelse og teknologisk ekspertise. Output er varene og tjenestene et selskap produserer. Det enkleste målet på kostnadseffektivitet er kvantiteten av input det kreves for å produsere en gitt output. Jo mer effektiv et selskap er jo mindre input kreves for å produsere en gitt output. To av de viktigste aspektene her er de ansattes produktivitet og kapitalens produktivitet (Hill & Jones 2007).

For Rosenborgs del har mye av den siste tiden gått med til å effektivisere driften i klubben. Det har blitt gjort gjennom en nedbemanning av administrasjonen samt at man har fokusert på hva som er kjerneproduktet. En av måtene dette har blitt gjort på er å outsource RBK-shopen og kioskene på stadion (Rasmus 2015). Vi ser ikke på dette som et fortrinn for Rosenborg, men som en løsning for å unngå en konkurransemessig ulempe.

#### **5.4.2.2 Innovasjon**

Innovasjon handler om å skape nye produkter eller prosesser. Det er to hovedtyper av innovasjoner: produktinnovasjon og prosessinnovasjon. Produktinnovasjon er utviklingen av produkter som er helt nye eller har overlegne egenskaper i forhold til eksisterende produkter. Prosessinnovasjon er utviklingen av nye prosesser for å produsere produkter og levere dem til kunder. Produktinnovasjon skaper verdi ved å skape produkter som gir kundene mer nytte og gir selskapet mulighet til å øke prisen. Prosessinnovasjon gir selskapet mulighet til å skape merverdi ved å senke produksjonskostnadene. Når det gjelder produkter og prosesser er innovasjon den viktigste ingrediensen for å skaffe seg et konkurransefortrinn. Det gir selskapet noe unikt som gjør at selskapet kan differensiere seg fra konkurrentene, og ta seg



ekstra betalt eller ved hjelp av prosessinnovasjon senke sine enhetskostnader (Hill & Jones 2007).

I tiden etter Nils Arne Eggen har mye handlet om å komme tilbake til røttene ute på banen i form av spillestil. Det har skjedd ganske store ting rundt Lerkendal stadion ved bygging av blant annet hotell og konferansesenter. Ellers har det blitt tenkt innovativt i måten å promotere Rosenborg på i tiden fremover med at klubben skal inngå i en TV-serie som sendes i starten av 2016 (Rasmus 2015). Rosenborg håper denne serien vil skape noe av den samme interessen som Vålerenga Ishockey har opplevd i forbindelse med «Iskrigerne» som gikk på TV2 Zebra høsten 2014 (Flygind 2014). Videre har de også inngått et samarbeide med Olympiatoppen for å kunne lære av andre som bedriver toppidrett (Løfaldli 2015).

#### **5.4.2.3 Kvalitet**

Et produkt har overlegen kvalitet når kunder opplever at dets egenskaper gir dem høyere nytte enn egenskapene til et produkt som blir solgt av rivalene. Når kunder skal evaluere kvaliteten på et produkt gjør de det vanligvis på to måter: de som knytter kvalitet som fortrefelighet eller kvalitet som pålitelighet. Med kvalitet som fortrefelighet er de viktigste egenskapene produktets design og stil, dets estetiske appell, dets egenskaper og funksjoner, og servicen ved leveransen av produktet. Når det gjelder kvalitet som pålitelighet, kan et produkt sies å være pålitelig når det gjør jobben det er laget for godt og sjeldent bryter sammen (Hill & Jones 2007).

Kvalitet i denne sammenhengen for Rosenborg sier noe om kvaliteten på underholdningen de leverer. Denne underholdningen er det igjen spillerne og trenerens spillestil som bestemmer. Som vi har konkludert med over har Rosenborg en bra spillerstall etter norsk målestokk, og som er med på å gi dem et konkurransefortrinn. Det er mer vanskelig å definere om en spillestil er bra eller ikke og kommer som oftest an på personen man spør. Ett mål på dette kan være antall scorede mål, siden dette er lett målbart, og de aller fleste er enig om at det bidrar til god underholdning. Rosenborg har de seneste årene hatt for vane og score mange mål noe som kan tolkes dit hen at det blir spilt offensiv og underholdene fotball på Lerkendal.

Vi har også under SVIMA-analysen nevnt SalMar Akademiet, hvor Rosenborgs ungdomssatsing holder til. Klarer klubben å utvikle gode spillere som kan spille seg inn på

førstelaget til Rosenborg, vil det bidra til økt kvalitet ved at man får egenutviklede spillere med lokal tilhørighet, og det vil også være mer kostnadseffektivt enn å kjøpe. Siden det har vært gode resultater fra akademiet kan dette skape en fordel.

#### 5.4.2.4 Kundeorientering

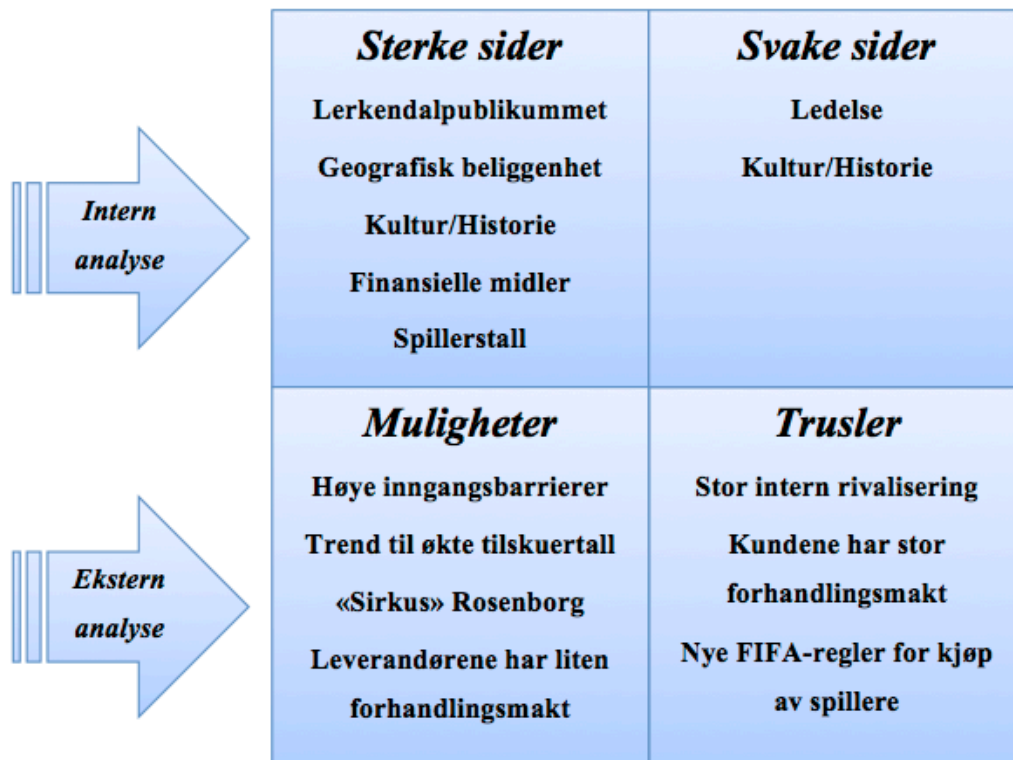
For å oppnå overlegen respons til kundene, bør selskapet evne å gjøre en bedre jobb enn konkurrentene med å identifisere og tilfredsstille sine kunders behov i følge Hill & Jones (2007). Kundene vil da tillegge produktet mer verdi og dermed skape et konkurransefortrinn basert på differensiering. Det å oppnå overlegen kvalitet og innovasjon er en viktig del av å oppnå overlegen respons til kunder. En annen faktor som er viktig for kundeorientering er behovet for å tilpasse varer og tjenester til de unike behovene til individuelle kunder eller kundegrupper. Et annet aspekt som har fått økt oppmerksomhet er selskapets responstid, altså tiden det tar før en vare blir levert eller en tjeneste blir utført.

For Rosenborg handler dette om hvordan man skal tilfredsstille Rosenborgpublikummet på en best mulig måte. Klubben har gått nye veier for å markedsføre seg selv gjennom å være med i TV-serie, samtidig har kvaliteten på det som er blitt levert gjort at publikum kommer tilbake. Lerkendal har de fleste fasiliteter som en stadion skal ha. Rosenborg følger og med på hvordan det går med Viking i forbindelse med deres nye fotballpub som åpnet på Viking stadion sommeren 2014 (Larsen 2014). Dette kan gi Viking ett fortrinn i forhold til de andre klubbene.

## 5.5 SWOT analyse

En SWOT-analyse er en metode for å identifisere nøkkelfaktorer i følge Roos m.fl. (2014). SWOT-analyse fungerer som et bindeledd mellom den interne analysen av styrker og svakheter og den eksterne analysen av muligheter og trusler. Det er først etter å ha gjennomført analysen at man ser om selskapets strategi er gjennomførbar gitt de styrker og svakheter selskapet har, og om disse kan brukes for å møte de utfordringene og endringene selskapet møter. SWOT-analysen består av fire hovedkomponenter. De to første: organisasjonens sterke siden, **S** (strengths) og organisasjonens svake sider, **W** (weaknesses), fokuserer på sterke og svake sider representert av selskapets ressurser. Dette kan da sies å analysere selskapets interne forhold. De to siste komponentene tar for seg de mulighetene, **O**

(opportunities) og truslene, T (threats) som selskapet står ovenfor og oppsummerer de sentrale elementene i en ekstern analyse av selskapets omgivelser.



Figur 5.8 SWOT oppsummering

Det er viktig at SWOT-analysen knyttes til handlinger, hvis ikke er det lett at det bare blir masse lister, det er også viktig at den brukes som en komparativ analyse i forhold til konkurrentene i stedet for et absolutt mål. Johnson, Whittington og Scholes (2011) påpeker at SWOT-analysen bare må brukes for å summere og å konsolidere de andre strategiske analysene, den må ikke sees på som en erstatning for dem. Det er to farer ved å gjøre det. Det første er at siden analysen blir overfladisk vil ledere ta avgjørelser på bakgrunn av forutinntatte og partiske synspunkt. Det andre er faren for at det kan bli lite konkret, hvis man finner generelle styrker vil man ikke kunne forklare hva som er grunnlaget for disse.

Som vi skrev innledningsvis skal vi nå oppsummere den eksterne og interne analysen i en SWOT-analyse som skal belyse Rosenborgs sterke og svake sider, samt muligheter og trusler de har i markedet. Ser vi på truslene som bransjen står ovenfor er den interne rivaliseringen mellom klubbene stor i norsk toppfotball på grunn av at Tippeligaen er uforutsigbar. En annen faktor som klubben i bransjen må være oppmerksom på er regelendringer fra enten

FIFA, UEFA eller NFF som kan endre konkurransevilkårene til klubbene, som forbudet mot tredjeparts eierskap har gjort.

Bransjen står også ovenfor en del muligheter med tanke på at det er lav trussel fra inntrengere siden det er høye inn- og utgangsbarrierer. Ellers kan man se tegn til at tilskuertallene er på tur opp igjen etter en del år med tilbakegang. Videre ser vi tegn til at klubber er mer åpne for nye impulser, som for eksempel Rosenborg som vil prøve å utnytte nye markedsmuligheter med TV konseptet «Sirkus Rosenborg» som skal på luften i første del av 2016 og samarbeid med olympiatoppen.

Går vi over til det som kom fram gjennom internanalysen har Rosenborg langt flere sterke sider enn svake i forhold til konkurrentene i bransjen. Ser vi nærmere på disse er Rosenborgpublikummet, geografisk beliggenhet, og kultur/historie varige konkurransefortrinn i forhold til andre klubber i norsk toppfotball. Vi har også valgt å føre kultur/historie opp på svake sider, siden dette har heftet ved klubben siden sist suksessperiode. Historien til Rosenborg har nok også noe av skylden for den andre svake siden til klubben. Flere av utskiftningen har kommet som en konsekvens av at man ikke har klart å etterleve de forventningene som historien har skapt.

I sum mener vi dette gjør Rosenborg godt rustet til å hevde seg i norsk toppfotball i tiden som kommer. Det er også positivt å merke seg at klubben har ansatt treneren Kåre Ingebrigtsen, som i større grad ønsker å omfavne historien og kulturen i klubben enn å prøve å skille seg mest mulig fra den. Dette kan bidra til at Rosenborg igjen vil oppleve en større kontinuitet på trener- og ledersiden som gjør at man ikke får den konkurransemessige svakheten i forhold til konkurrentene.

## 6 Regnskapsanalyse

Vi har nå gjort oss ferdig med den strategiske analysen og skal gå inn på de regnskapsmessige forholdene i Rosenborg. Dette er steg 2 i Figur 4.1 Fundamentalanalyse prosessen (Penman 2013). Her vil vi gjennomgå historisk regnskapsinformasjon, og forsøke å avdekke de underliggende økonomiske forholdene i Rosenborg. Kunnskapen vi skaffer oss gjennom denne analysen bruker vi til å kunne gi mer nøyaktige prognoser for de fremtidige kontantstrømmene.

Den fundamentale verdsettelsesmetoden vil ta utgangspunktet i Rosenborgs fremtidige EBITDA. I følge Kinserdal (2004) er dette et resultatmål som over 80% av norske analytikere benytter seg av. Vi vil fokusere på de forholdene som inngår i EBITDA og som påvirker vår prognose av denne. Dermed vil analysen ta for seg omgruppering av regnskapet ved å justere ulike poster som ikke er vesentlige. Deretter presentere klubbens regnskapstall sett opp mot utvalget, og analysere Rosenborgs kredittrisiko.

Regnskapsanalysen tar utgangspunkt i offentlige regnskapstall fra årsrapporter. Vår verdsettelse vil ha et fokus på egenkapitalen, noe som gir vår analyse et investorperspektiv. Dette står i kontrast til kreditororienterte aktører som er opptatt av faren for mislighold, og ønsker å få betalt for denne risikoen. Regnskap er i utgangspunktet ført etter prinsipper om at eiendeler er kategorisert etter likviditet mens forpliktelser føres etter forfallstidspunkt. Dette medfører at regnskapet i utgangspunktet er kredittorientert. Vi må derfor omgruppere regnskapet slik at det passer til vårt investorperspektiv.

På grunn av Rosenborgs organisering har vi valgt å ta for oss hele konsernet. Grunnen til dette er at vi mener det ligger en betydelig verdi i å eie sin egen stadion for en fotballklubb. Når det gjelder valg av analyseperiode har vi valgt å gå fem år tilbake i tid og analyserer tidsrommet fra 2010 til 2014. Analysenivå er noe vi også må ta hensyn til i all den tid Rosenborg er organisert som et konsern, hvor selve klubben er morselskapet og Lerkendal Stadion inngår som datterselskap. Vi har valgt å verdsette konsernet som ett da vi mener det å verdsette hvert datterselskap hver for seg ligger utenfor oppgavens omfang.

## 6.1 Presentasjon av historiske regnskap

Vi vil her presentere Rosenborg Ballklubs resultatregnskap. Regnskapet er revidert av Deloitte og er gjennomført i samsvar med regnskapslovens regler og god regnskapsskikk. Forutsetningen om fortsatt drift ansees oppfylt.

### 6.1.1 Resultatregnskap

<b>Resultatregnskap</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Sponsorinntekter	58 125 695	51 293 545	52 657 350	53 991 237	57 107 221
Inntekt kamper og VIP	69 440 003	48 458 743	51 856 099	47 605 536	38 313 729
Gevinst salg spillere	9 476 351	14 176 340	38 785 655	15 658 111	18 151 927
Medieinntekter NTF	19 197 346	18 824 995	17 501 120	19 707 492	20 856 667
UEFA-inntekt	31 364 076	4 597 623	20 135 529	5 441 256	3 901 215
Annen driftsinntekt	46 769 834	53 085 340	34 659 475	32 137 765	26 414 978
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>234 373 305</b>	<b>190 436 586</b>	<b>215 595 228</b>	<b>174 541 397</b>	<b>164 745 737</b>
Lønnskostnader	115 971 306	96 047 797	100 197 435	92 581 819	84 196 396
Av- og nedskrivning	49 976 051	47 251 318	35 724 723	22 494 887	25 504 365
Andre driftskostnader	81 644 888	70 212 507	68 581 158	65 741 401	61 162 670
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>247 592 245</b>	<b>213 511 622</b>	<b>204 503 316</b>	<b>180 818 107</b>	<b>170 863 431</b>
<b>Driftsresultat</b>	<b>-13 218 940</b>	<b>-23 075 036</b>	<b>11 091 912</b>	<b>-6 276 710</b>	<b>-6 117 694</b>
Annen renteinntekt	463 544	681 042	734 185	537 745	299 680
Finansinntekter/kostnader	-168 848	-795 083	51 110 415	-504 978	-2 490 616
Annen rentekostnad	8 980 838	7 512 017	7 349 201	6 931 764	7 544 760
<b>Netto finans</b>	<b>-8 686 142</b>	<b>-7 626 058</b>	<b>44 495 399</b>	<b>-6 898 997</b>	<b>-9 735 696</b>
Ordinært resultat før skatt	-21 905 082	-30 701 094	55 587 311	-13 175 707	-15 853 390
Sum skatt	1 455 688	490 984	781 926	1 141 561	772 612
<b>Ordinært resultat</b>	<b>-23 360 770</b>	<b>-31 192 078</b>	<b>54 805 385</b>	<b>-14 317 268</b>	<b>-16 626 002</b>
<b>Årsresultat</b>	<b>-23 360 770</b>	<b>-31 192 078</b>	<b>54 805 385</b>	<b>-14 317 268</b>	<b>-16 626 002</b>

Tabell 6.1 Rosenborgs historiske resultatregnskap

Som vi kan se ut fra Tabell 6.1 har Rosenborgs inntekter vært fallende de siste årene med unntak av 2012 hvor de fikk en oppsving som følge av deltagelse i Europa League. Klubben deltok også i denne turneringen i 2010, noe man tydelig kan se av størrelsen på inntektene klubben fikk fra UEFA.

Rosenborg har hatt kostnadskutt på agendaen de siste fem år og har lyktes med det. Lønnskostnadene har gått nedover hvert år og det er tydelig kommunisert at disse skal ytterligere ned med nedgang i budsjettet for 2015. Det eneste året i femårsperioden som Rosenborg har evnet å gå med overskudd er i 2012 som i stor grad har bakgrunn i et lukrativt tomtesalg i tilknytning til Lerkendal (NTB 2012).

## 6.1.2 Balansen

Eiendeler	2010	2011	2012	2013	2014
Spillerkontrakter	25 144 831	32 360 705	25 957 297	34 823 655	25 252 904
Utsatt skattefordel	939 132	448 148	3 132 091	3 355 615	2 074 943
<b>Sum immaterielle anleggsmidler</b>	<b>26 083 963</b>	<b>32 808 853</b>	<b>29 089 388</b>	<b>38 179 270</b>	<b>27 327 847</b>
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	321 743 349	302 977 634	274 282 061	306 787 478	315 195 684
Transportmidler, inventar, kontormaskiner	22 684 118	15 891 967	6 967 403	7 860 618	7 394 844
<b>Sum varige driftsmidler</b>	<b>344 427 467</b>	<b>318 869 601</b>	<b>281 249 464</b>	<b>314 648 096</b>	<b>322 590 528</b>
Investeringer i aksjer og andeler	100 000	2 600 000	3 100 004	3 100 004	330 000
Obligasjoner og andre langsiktige fordr.	680 000	0	0	0	0
<b>Sum finansielle anleggsmidler</b>	<b>780 000</b>	<b>2 600 000</b>	<b>3 100 004</b>	<b>3 100 004</b>	<b>330 000</b>
<b>Sum anleggsmidler</b>	<b>371 291 430</b>	<b>354 278 454</b>	<b>313 438 856</b>	<b>355 927 370</b>	<b>350 248 375</b>
Sum varelager	4 417 639	5 750 789	5 939 455	4 017 220	3 384 255
Kundefordringer	9 331 390	5 774 352	4 637 391	10 026 069	6 126 852
Andre fordringer	20 106 779	17 396 242	57 273 641	22 288 895	37 529 501
Sum fordringer	33 855 808	28 921 383	67 850 487	36 332 184	47 040 608
Kasse/bank/post	41 356 355	24 285 584	43 313 661	35 397 226	24 736 546
<b>Sum omløpsmidler</b>	<b>75 212 163</b>	<b>53 206 967</b>	<b>111 164 148</b>	<b>71 729 410</b>	<b>71 777 154</b>
<b>Sum eiendeler</b>	<b>446 503 593</b>	<b>407 485 421</b>	<b>424 603 004</b>	<b>427 656 780</b>	<b>422 025 529</b>

Tabell 6.2 Rosenborgs historiske eiendelsbalanse

Fra eiendelssiden i balansen kan vi se at de største verdiene i Rosenborg henger sammen med at de eier Lerkendal Stadion og deler av området rundt selv.

Egenkapital og gjeld	2010	2011	2012	2013	2014
Annen egenkapital	187 453 121	154 917 949	197 066 744	180 707 971	161 787 118
Sum opptjent egenkapital	187 453 121	154 917 949	197 066 744	180 707 971	161 787 118
Minoritetsinteresser	47 626 574	48 969 669	50 418 176	54 342 639	55 373 859
<b>Sum egenkapital</b>	<b>235 079 695</b>	<b>203 887 618</b>	<b>247 484 920</b>	<b>235 050 610</b>	<b>217 160 977</b>
<b>Gjeld</b>					
Avsetninger til forpliktelser					
Pensjonsforpliktelser	0	0	3 190 725	3 446 559	3 093 966
Utsatt skatt	0	0	3 574 227	4 698 962	5 771 569
Sum avsetninger til forpliktelser	0	0	6 764 952	8 145 521	8 865 535
Øvrig langsiktig gjeld	0	0	0	2 500 000	2 500 000
Gjeld til kredittinstitusjoner	138 731 987	132 195 617	123 360 900	118 111 500	133 111 500
Sum langsiktig gjeld	138 731 987	132 195 617	130 125 852	128 757 021	144 477 035
Leverandørgjeld	6 702 844	8 583 839	6 256 557	15 100 360	2 982 335
Kassekreditt	5 383 033	27 519 763	5 655 498	20 187 713	24 096 213
Skyldige offentlige utgifter	16 805 051	8 960 619	14 187 930	11 381 277	11 847 028
Annen kortsiktig gjeld	43 800 983	26 337 965	20 892 247	17 179 799	21 461 941
Sum kortsiktig gjeld	72 691 911	71 402 186	46 992 232	63 849 149	60 387 517
<b>Sum gjeld</b>	<b>211 423 898</b>	<b>203 597 803</b>	<b>177 118 084</b>	<b>192 606 170</b>	<b>204 864 552</b>
<b>Sum egenkapital og gjeld</b>	<b>446 503 593</b>	<b>407 485 421</b>	<b>424 603 004</b>	<b>427 656 780</b>	<b>422 025 529</b>

Tabell 6.3 Rosenborgs historiske egenkapital- og gjeldsbalanse

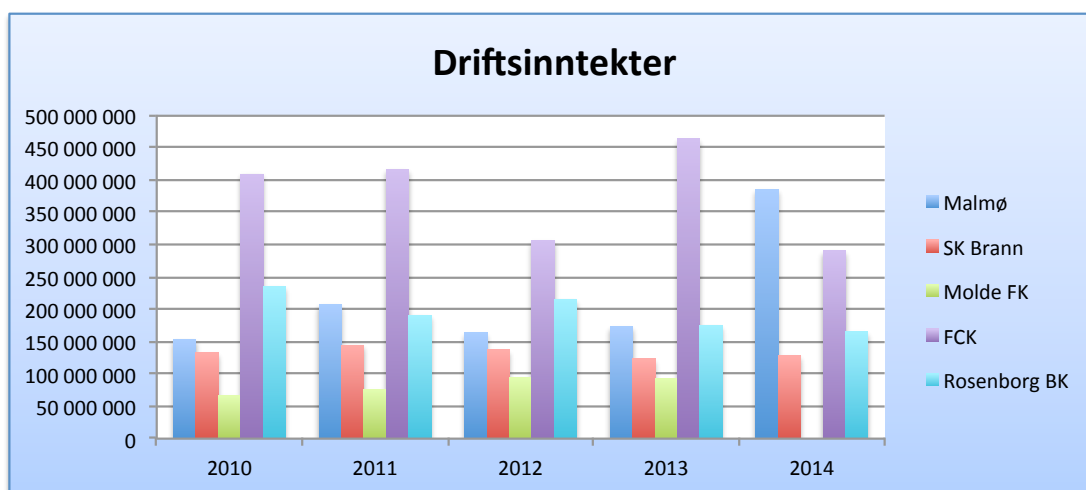
Det fremgår av Tabell 6.3 at Rosenborgs egenkapital har minnet alle årene i perioden bortsett fra 2012 hvor de hadde et positivt årsresultat. Dette er en foruroligende tendens. Tabell 6.3 viser også at Rosenborg har endret sin gjeldssammensetning fordi de har økt sin andel

langsiktig gjeld og redusert sin andel kortsiktig gjeld, noe som er positivt. Rosenborgs samlede gjeld har gått ned perioden sett under et, men har økt noe de siste tre årene.

## 6.2 Sammenligning med andre klubber

Siden fotballbransjen er preget av sterk konkurranse er det naturlig å sammenligne Rosenborgs regnskapstall mot noen av de klubbene vi ser på som deres konkurrenter. Vi har valgt å se på både klubber i Norge og Norden som vi mener er Rosenborgs konkurrenter på lang sikt. Vårt utvalg av klubber er: Brann, Molde, FC København og Malmø. Det at Brann er tatt med i denne sammenhengen kan virke noe merkelig fjoråret tatt i betraktning, men det er vanskelig å komme unna at klubben i fjor hadde den nest største omsetningen i Norge. Brann er en klubb med store med finansielle muskler og bredt nedslagsfelt. Der vi har funnet det hensiktsmessig har vi valgt å slå sammen Rosenborg og vårt utvalg av klubber til en bransje som vi vil sammenligne med Rosenborgs regnskapstall.

### 6.2.1 Driftsinntekter

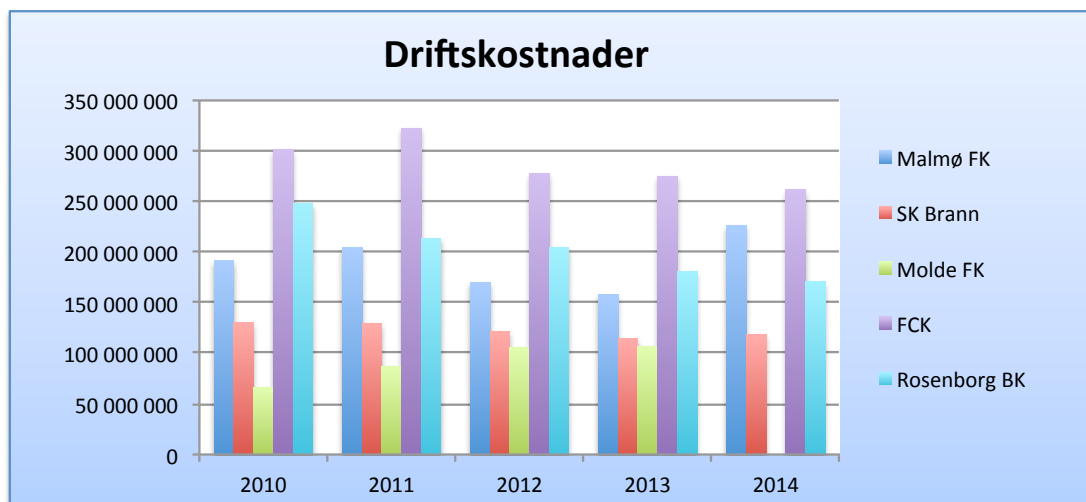


Figur 6.1 Driftsinntekter

En kan se utfra Figur 6.1 at FCK har vært ledende i Norden frem til i fjor hvor Malmø tok denne posisjonen. Utfra denne observasjonen kan en se hvor viktig deltagelse i Champions League er for å kunne generere de virkelig store inntektene. Basert på inntektene er det imponerende hva Molde har fått til med begrensede ressurser, selv om suksess i Europa enn så lenge har uteblitt. Molde har ikke offentliggjort sine regnskapstall for 2014, og er derfor ikke inkludert i figurene dette året.



## 6.2.2 Driftskostnader



Figur 6.2 Driftskostnader

Ikke uventet speiler driftskostnadene driftsinntekter, ved at en økning i inntekten gir en økning i kostnadene og motsatt. Det verdt å merke seg at Molde har et negativt driftsresultat hvert år i perioden, noe som ikke er uventet siden de har lavest omsetning av de utvalgte klubbene.

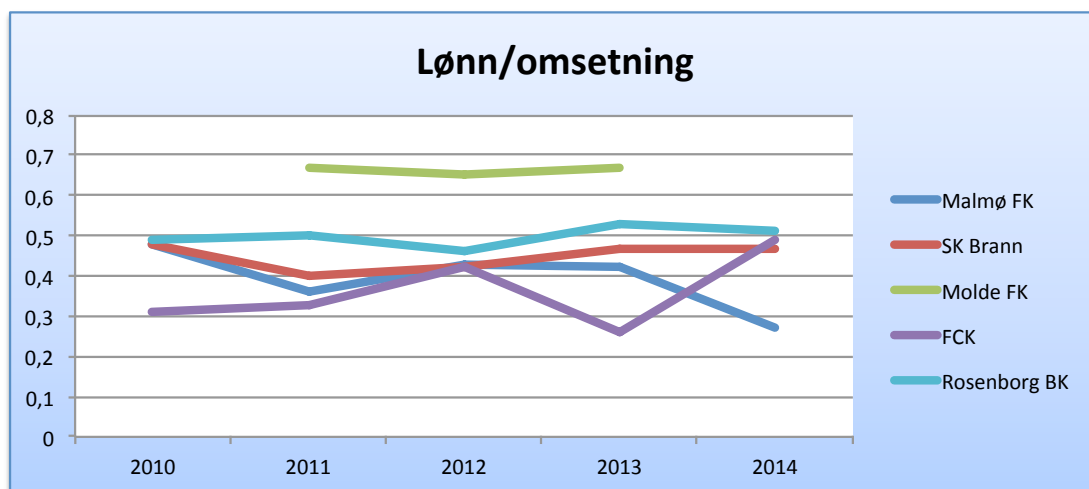
En kan se at klubbene generelt sett har redusert sine kostnader over perioden. Unntakene her er Malmø og Molde, noe som skyldes den sportslige suksessen de har opplevd. Grunnen til dette er at spillerkontrakter gjerne har bonuser som knytter seg til prestasjonene til spilleren og laget, og at det generelle lønnsnivået øker som følger av suksess.

## 6.2.3 Lønn/omsetning

Det mest omtalte forhåndstallet når det gjelder fotballklubber er hvor stor del av omsetningen som går til lønninger. Deloitte & Touche publiserer årlig sin rapport om den økonomiske tilstanden i engelsk fotball. I følge Alan Switzer som leder Deloitte sin sportsbusiness avdeling er det vanskelig for klubber å tjene penger hvis denne ratioen er høyere enn 70%. Det er anslått at for engelske klubber er det mye penger å tjene på å kutte denne ratioen fra 70% til 60% (Press Association 2012).

Vi har her valgt å gjøre en tilsvarende analyse som Deloitte, men vi har basert oss på driftsinntektene til klubbene (Deloitte 2014). Valget med å ikke ekskludere

overgangsinntekter er at de fleste klubbene i Norden er selgende klubber. Selv om de ønsker å kunne forsterke sine lag vil alltid spillere som utvikler seg godt bli attraktive for større europeiske klubber.

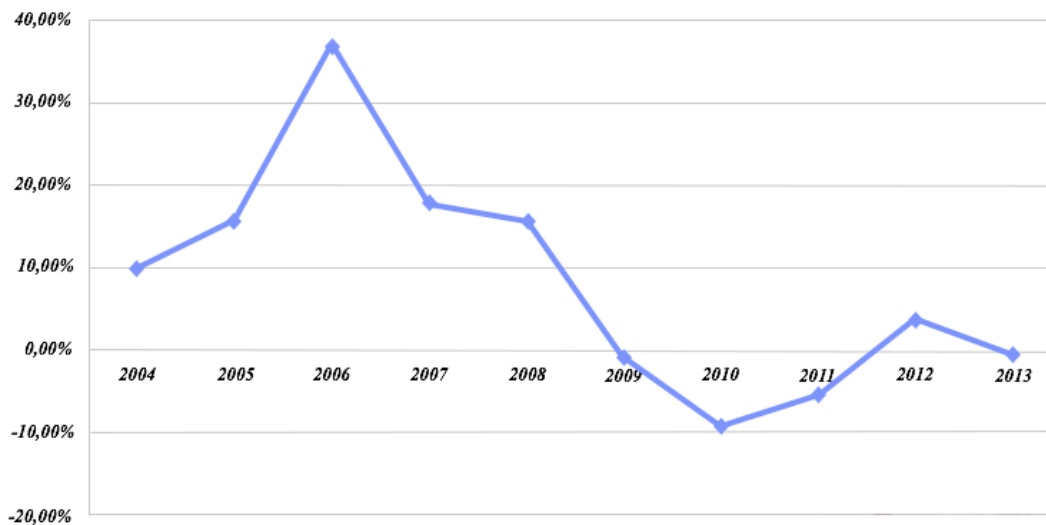


Figur 6.3 Lønn/omsetning

Som en kan lese av Figur 6.3 ligger Molde klart høyere enn de andre klubbene når det gjelder denne ratioen i vårt utvalg. Det kan komme av at de har minst omsetning av alle, og dermed blir tvunget til å bruke en høyere andel av omsetning til lønn for å kunne konkurrere. Dessuten får Molde inn betydelige finansinntekter hvert år som gjør det mulig for dem å opprettholde denne ratioen som i følge Deloitte ikke er holdbar på lang sikt. Hvis man ser på Rosenborg har de ligget på en ratio rundt 50% noe som ikke er faretruende høyt, men klubben jobber stadig med å kutte i lønnskostnadene. Årsaken til at dette ikke har gitt den store effekten i denne ratioen enda er at inntektene har falt tilsvarende det man har klart å kutte i lønnskostnader.

Hvis man ser på de to utenlandske klubbene kommer det frem at denne ratioen er fallende de årene man deltar i Champions League. Det kommer av at inntektene øker hurtigere enn kostnadene. Problemet med dette er at man gjerne øker kostnadsnivået de påfølgende år og for nordiske fotballag er deltagelse i Europa langt fra noen selvfølge. Hvis man ser på FCK sin ratio er den nå på sitt høyeste etter at man ikke klarte deltagelse i Europa i 2014, mens Malmø sin er på sitt laveste etter at de i år klarte å komme seg med i gruppespillet i Champions League.

### *Utvikling personalkostnader år for år TL og 1. divisjon*



Figur 6.4 NFF sin oversikt over utvikling i personalkostnader

Figur 6.4 viser at det helt klart har skjedd noe med lønnsutviklingen i norsk toppfotball etter 2007. Utflatingen i lønnskostnader kan stamme fra den generelle nedgangen i interesse og omsetning som har vært i norsk fotball siden toppåret 2007. Utviklingen tyder også på at klubbene nå satser mer på egne talenter og ikke lengre kjøper fullt så mange dyre utenlandske spillere.

### 6.3 Omgruppering for investororientert analyse

For at vi skal kunne bruke regnskapet til verdsettelse må det omgrupperes. Regnskapet er i utgangspunktet presentert hovedsakelig fra et kreditorperspektiv, mens vi ønsker å se det fra et investorperspektiv. I resultatregnskapet er det i følge Gjesdal og Johnsen (1999) viktig at vi oppretter et skille ved resultat før rentekostnader, slik at vi skiller mellom verdiskapning og verdiutdeling. Balansen har heller ikke en oppstilling som er investororientert. Her er det viktig å skille mellom driftsrelaterte og driftsfremmede investeringer, rentebærende og rentefri gjeld og normale versus unormale poster. (Gjesdal og Johnsen 1999). Omgrupperingen foregår ved fire steg hvor man tar for seg resultatregnskapet, balansen, egenkapitalredgjørelsen, og kontantstrømoppstillingen (Penman 2013). Vi vil her fokusere på det vi skal bruke til den endelige verdsettelsen EBITDA. Dermed trenger vi bare å bruke to av de fire stegene til Penman (2013) og omgrupperer resultatregnskapet og balansen siden de er relevante for EBITDA.

### 6.3.1 Omgruppering av resultatregnskapet

Omgrupperingen av resultatregnskapet skiller mellom de operative og de finansielle postene (Penman 2013). Vi skal videre bruke disse tallene i analysen av kredittrisikoen. Ved å skille ut de operative postene finner vi kilden til verdiskapning i driften av selskapet. Det omgrupperte regnskapet viser kun driftsrelaterte inntekter og kostnader i regnskapsperioden 2010 til 2014. Skattesatsen har vi satt til 28% for 2010-2013, mens den er satt til 27% for 2014.

<b>Resultatregnskap</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Sponsorinntekter	58 125 695	51 293 545	52 657 350	53 991 237	57 107 221
Inntekt kamper og VIP	69 440 003	48 458 743	51 856 099	47 605 536	38 313 729
Gevinst salg spillere	9 476 351	14 176 340	38 785 655	15 658 111	18 151 927
Medieinntekter NTF	19 197 346	18 824 995	17 501 120	19 707 492	20 856 667
UEFA-inntekt	31 364 076	4 597 623	20 135 529	5 441 256	3 901 215
Annen driftsinntekt	46 769 834	53 085 340	34 659 475	32 137 765	26 414 978
<i>Sum driftsinntekter</i>	<i>234 373 305</i>	<i>190 436 586</i>	<i>215 595 228</i>	<i>174 541 397</i>	<i>164 745 737</i>
Lønnskostnader	115 971 306	96 047 797	100 197 435	92 581 819	84 196 396
Av- og nedskrivning	49 976 051	47 251 318	35 724 723	22 494 887	25 504 365
Andre driftskostnader	81 644 888	70 212 507	68 581 158	65 741 401	61 162 670
<i>Sum driftskostnader</i>	<i>247 592 245</i>	<i>213 511 622</i>	<i>204 503 316</i>	<i>180 818 107</i>	<i>170 863 431</i>
<i>Driftsresultat</i>	<i>-13 218 940</i>	<i>-23 075 036</i>	<i>11 091 912</i>	<i>-6 276 710</i>	<i>-6 117 694</i>
<i>Driftsrelatert skatt (28%)</i>	<i>-3 701 303</i>	<i>-6 461 010</i>	<i>3 105 735</i>	<i>-1 757 479</i>	<i>-1 651 777</i>
<b>Netto driftsresultat</b>	<b>-9 517 637</b>	<b>-16 614 026</b>	<b>7 986 177</b>	<b>-4 519 231</b>	<b>-4 465 917</b>

Tabell 6.4 Omgruppert resultatregnskap

Vi har vurdert alle postene i resultatregnskapet til Rosenborg til å være driftsrelaterte. En kan se av Tabell 6.4 at driftsresultatet har vært negativt alle årene utenom i 2012. Et positivt netto driftsresultat er viktig for å kunne foreta investeringer og avsetninger (Regjeringen.no 1996).

### 6.3.2 Omgruppering av balanseregnskapet

Når det gjelder omgrupperingen av balansen til Rosenborg er det viktig å skille mellom driftsrelaterte og driftsfremmede investeringer. Driftsfremmede eiendeler vil ofte være finansielle og dermed vil markedsverdier benyttes for å verdsette disse. Driftsrelaterte investeringer er derimot ikke like enkle siden markedsverdier stor sett er fraværende, dermed vil man her ta utgangspunkt i inntjening og se på hvilken avkastning investeringene gir (Gjesdal 2007).

Balanse	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Eiendeler</b>					
Spillerkontrakter	25 144 831	32 360 705	25 957 297	34 823 655	25 252 904
Utsatt skattefordel	939 132	448 148	3 132 091	3 355 615	2 074 943
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	321 743 349	302 977 634	274 282 061	306 787 478	315 195 684
Transportmidler, inventar, kontormaskiner	22 684 118	15 891 967	6 967 403	7 860 618	7 394 844
Varelager	4 417 639	5 750 789	5 939 455	4 017 220	3 384 255
Kundefordringer	9 331 390	5 774 352	4 637 391	10 026 069	6 126 852
Andre fordringer	20 106 779	17 396 242	57 273 641	22 288 895	37 529 501
Kasse/bank/post	14 954 564	8 444 761	11 662 406	11 366 781	9 043 067
<i>Driftsrelaterte eiendeler</i>	419 321 802	389 044 598	389 851 745	400 526 331	406 002 050
<b>Gjeld</b>					
Utsatt skatt	0	0	3 574 227	4 698 962	5 771 569
Leverandørgjeld	6 702 844	8 583 839	6 256 557	15 100 360	2 982 335
Skyldige offentlige utgifter	16 805 051	8 960 619	14 187 930	11 381 277	11 847 028
Annen kortsiktig gjeld	43 800 983	26 337 965	20 892 247	17 179 799	21 461 941
<i>Driftsrelatert gjeld</i>	67 308 878	43 882 423	44 910 961	48 360 398	42 062 873
<b>Netto driftskapital</b>	<b>352 012 924</b>	<b>345 162 175</b>	<b>344 940 784</b>	<b>352 165 933</b>	<b>363 939 177</b>

Tabell 6.5 Omgruppert balanse

Tabell 6.5 ovenfor viser balansen etter at vi har trukket ut de eiendelene som ikke er driftsrelaterte.

Gjesdal (2007) poengterer at man i tillegg til å skille mellom driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler også må skille finansiell gjeld fra driftsrelatert gjeld. Finansiell gjeld er lik summen av selskapets langsiktige og rentebærende gjeld. Driftsrelatert gjeld har vi trukket fra driftsrelaterte eiendeler og slik kommet frem til netto driftsrelatert kapital (Gjesdal 2007).

Vi har valgt å klassifisere pensjonsforpliktelser som finansiell gjeld da de ansatte går med på å utsette betaling av lønn til pensjonsalder. Langsiktig gjeld er klassifisert som finansiell gjeld. Leverandørgjeld har vi klassifisert som driftsrelatert siden kostnaden ved den implisitt blir en del av varekostnaden. Kassekreditt klassifiserer vi som finansiell da den er rentebærende. Utsatt skatt har vi klassifisert som driftsrelatert da den i følge Gjesdal (2007) ikke er gjeld i det hele tatt, men heller en justeringspost til andre eiendeler og gjeldspost. Offentlig gjeld kan nåverdiberegnes og man kan således finne et renteelement, men dette er veldig komplisert, og vi har derfor klassifisert denne posten som driftsrelatert. Annen kortsiktig gjeld er knyttet opp mot den daglige driften og blir derfor klassifisert som driftsrelatert (Gjesdal 2007). Kasse/bank/post utgjøres av bundne midler og 2% av omsetning som vi anser som nødvendig for drift.

### 6.3.3 Normalisering av regnskapet

Når målet med regnskapsanalysen er verdsettelse er det viktig å skille mellom de resultatelementene som er varige og de som er mer midlertidige. Dette er spesielt viktig for å kunne definere et normalt driftsresultat fordi dette vil være mest hensiktsmessig for å kunne predikere videre utvikling (Gjesdal 2007).

<b>EBITDA</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Driftsresultat	-9 517 637	-16 614 026	7 986 177	-4 519 231	-4 465 917
Av- og nedskrivning	49 976 051	47 251 318	35 724 723	22 494 887	25 504 365
EBITDA	40 458 414	30 637 292	43 710 900	17 975 656	21 038 448
Justeringer					
Gevinst salg spillere	9 773 326	5 073 337	-19 535 978	3 591 566	1 097 750
Normalisert EBITDA	<b>50 231 740</b>	<b>35 710 629</b>	<b>24 174 922</b>	<b>21 567 222</b>	<b>22 136 198</b>

Tabell 6.6 Normalisert EBITDA

En kan se av Tabell 6.6 at den eneste justeringen vi har valgt å foreta oss er å justere for spillersalg. Dette er en post som har variert veldig og som det er vanskelig å se at det er noen tydelig trend for når det gjelder utviklingen av fremtidige spillersalg. Måten vi har justert på er at vi har funnet gjennomsnittsverdien for denne posten, for så å justere med gjennomsnittsverdien fratrukket hva de faktisk har hatt i gevinst i spillersalg det året.

Vi har kommet frem til en normalisert EBITDA som er positiv for alle årene i vår periode. Dette tyder på at Rosenborg har forutsetningene for å kunne bygge et fotballag som kan være med å kjempe om trofeer. Den normaliserte EBITDA vil danne grunnlaget for vår videre budsjettering og fremtidsregnskap.

## 7 Finansiell analyse

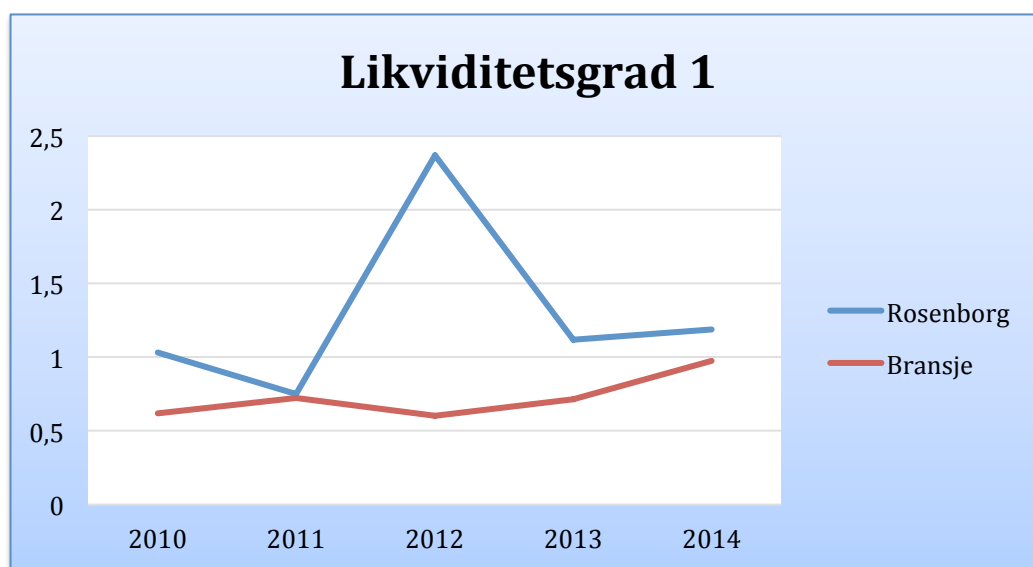
### 7.1 Likviditetsanalyse

En analyse av et selskaps likviditet medfører å kartlegge evnen til å betale sine forpliktelser etterhvert som de forfaller. Likviditetsgrad 1 sammenligner omløpsmidler med kortsiktig gjeld. Det var tidligere sagt at denne ratioen skulle være 2:1 innenfor bankvesenet (Kinserdal 2005). Nå er det mer vanlig å sammenligne selskapet med hvordan resten av bransjen presterer. Likviditetsgraden bør uansett ikke være under en.

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

Likviditetsgrad 1	2010	2011	2012	2013	2014
Rosenborg BK	1,03	0,75	2,37	1,12	1,19
Molde FK	0,37	0,63	0,89	1,09	
SK Brann	0,32	0,45	0,43	0,23	0,24
Malmø FK	0,98	1,20	0,63	0,55	1,98
FCK	0,80	0,62	0,46	0,99	0,7
Bransje	0,62	0,73	0,60	0,72	0,97

Tabell 7.1 Likviditetsgrad 1



Figur 7.1 Likviditetsgrad 1

Som vi kan se fra Figur 7.1 er Rosenborgs likviditetsgrad bedre ved slutten av perioden enn hva den var ved starten i likheten med bransjen. Dette kan tyde på at bransjen som helhet har begynt å tenke mer langsiktig når det gjelder finansiering og pengebruk.

En kan se utfra Tabell 7.1 at Molde FK er den eneste klubben som har en entydig positiv utvikling. Hos de andre klubbene er det vanskeligere å se en klar trend.

## 7.2 Soliditetsanalyse

Hensikten med å utføre en soliditetsanalyse er å finne ut hvordan selskapet tåler lengre perioder med tap. Dette er viktig da flere fotballklubber opplever lengre perioder med underskudd. Vi vil analysere soliditeten ved å se på utviklingen Rosenborg har hatt når det gjelder egenkapitalprosent og rentedekningsgrad.

### 7.2.1.1 Egenkapitalprosent

Det vanligste uttrykket for selskapets soliditet er ved å se på egenkapitalens størrelse i forhold til totalkapitalen. Dette presenteres som oftest i prosent og betegnes som egenkapitalprosenten.

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital} \times 100}{\text{Totalkapital}}$$

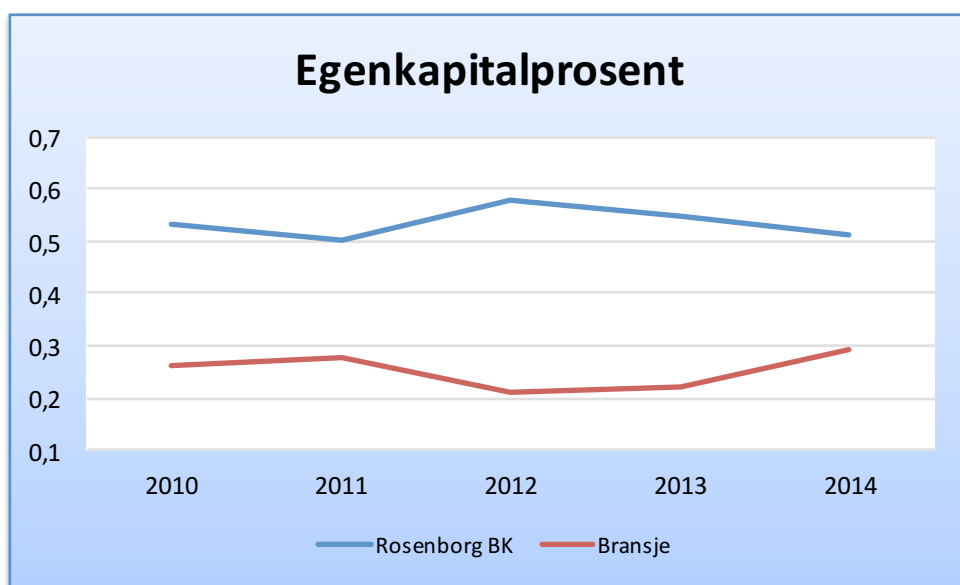
Egenkapitalprosenten viser hvor stor del av totalkapitalen som er finansiert med egne midler, men den forteller også hvor mye selskapet kan tape før det blir tap på fremmedkapitalen. Det er vanskelig å sette en fast grense som denne bør være over siden det er avhengig av hvilken bransje selskapet opererer innen (Kinserdal 2005). Vi presenterer nå Rosenborgs egenkapitalprosent og sammenligner den med bransjen.



Egenkapitalprosent	2010	2011	2012	2013	2014
Rosenborg BK	0,53	0,5	0,58	0,55	0,51
Molde FK	0,22	0,13	0,15	0,13	
SK Brann	0,06	0,08	0,11	0,12	0,13
Malmø FK	0,41	0,52	0,23	0,2	0,35
FCK	0,36	0,37	0,36	0,43	0,4
Bransje	0,26	0,28	0,21	0,22	0,29

Tabell 7.2 Egenkapitalprosent

Vi ser av Tabell 7.2 at Rosenborg gjennomgående har hatt en høyere egenkapitalprosent enn bransjen. Den har dog vært fallende de siste årene som følge av resultater som har tært på egenkapitalen. Siden Rosenborg har en høyere egenkapitalprosent enn bransjen vil de ha en lavere kredittrisiko.



Figur 7.2 Egenkapitalprosent

Som vi ser av Figur 7.2 er Rosenborgs egenkapitalprosent gjennomgående høyere enn hva bransjens er. Det er likevel bekymrende at den har vært fallende de siste årene, mens bransjens er økende, noe som kan bety at Rosenborgs kredittrisiko nærmer seg bransjens.

### 7.2.1.2 Rentedeckningsgrad

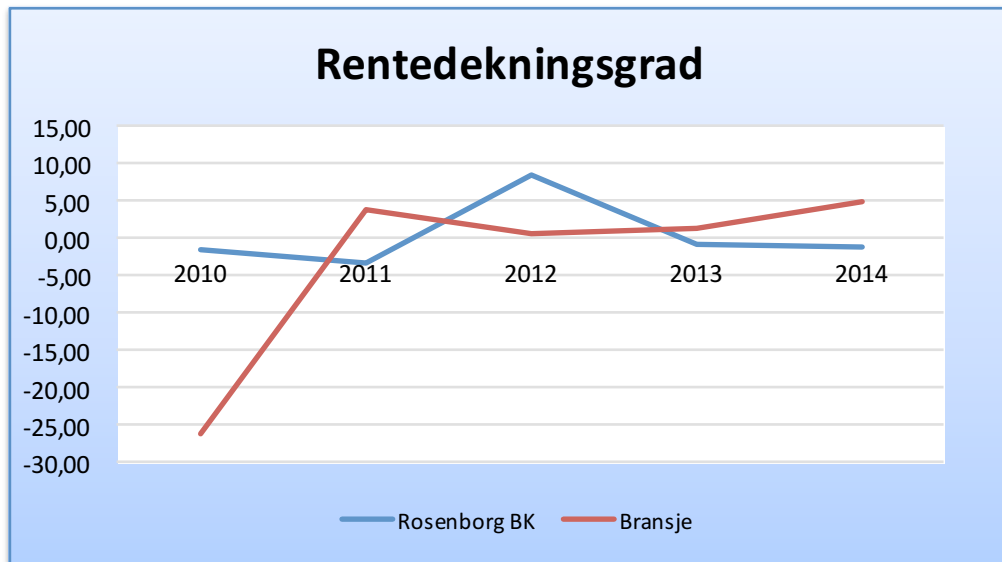
Hvis man ønsker å se på forholdstall fra resultatregnskapet i soliditetssammenheng så er rentedeckningsgraden et interessant tall å se på. Den er knyttet til foretakets inntjening, men vil også gi uttrykk for hvor godt selskapet klarer å betjene sine forpliktelser (Kinserdal 2005). Vi kan bruke den til å predikere hvor mye gjeld selskapet er i stand til å ta opp de nærmeste

årene. Enkelte hevder at dette forholdstallet bør være større enn 3, men at det skal være et generelt krav virker lite logisk. Det bør være tilstrekkelig å kunne betale rentene på dagens gjeld. Den bør imidlertid være større enn 1 fordi ordinært resultat bør være høyere enn 0 (Eklund & Knudsen 2011).

$$\text{Rentedeckingsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{Rentekostnader}}{\text{Rentekostnader}}$$

Rentedeckingsgrad	2010	2011	2012	2013	2014
Rosenborg BK	-1,44	-3,09	8,56	-0,90	-1,10
Molde FK					
SK Brann	0,23	1,53	1,79	1	1,15
Malmø FK	-82,86	8,64	-0,64	1,04	13,18
FCK	4,4	1,94	0,52	1,87	0,47
Bransje	-26,08	4,04	0,56	1,30	4,93

Tabell 7.3 Rentedeckingsgrad



Figur 7.3 Rentedeckingsgrad

Som vi ser av Figur 7.3 er Rosenborgs rentedeckingsgrad mer stabil enn hva bransjens er gjennom perioden. Bransjen blir påvirket av at Malmø har noen ekstreme verdier det første og siste året i perioden. Ellers er det verdt å nevne at Molde FK ikke er med i denne sammenligningen da de ikke har noen rentekostnader.

En kan se at Rosenborg og bransjen er forholdsvis jevne, men at begge tidvis er langt unna det målet som er anbefalt. Like fullt har bransjen hatt et positivt forholdstall med unntak av 2010 og har i så måte hatt en mer positiv utvikling i dette aspektet enn Rosenborg som kun har hatt positiv verdi i 2012.

### 7.3 Netto driftsrentabilitet

I følge Gjesdal og Johnsen er driftsrentabiliteten definert som nøkkeltallet ROCE (Avkastning på sysselsatt kapital) fratrukket rentefri gjeld. Grunnen til at den korrigeres for dette er at den rentefrie gjelden antas å være knyttet til driften. Vi kommer her ikke til å sammenligne med de andre klubbene siden dette nøkkeltallet kun skal brukes i sammenheng med å regne ut den syntetiske ratingen. Netto driftsrentabilitet på etterskuddsbasis regnes ut ved hjelp av denne formelen:

$$ndr_t = \frac{NDR_t}{NDK_{t-1} + (\Delta NDK_t - NDR_t)/2}$$

$ndr_t$  = Netto driftsrentabilitet

$NDR_t$  = Netto driftsresultat

$NDK_{t-1}$  = Inngående netto driftskapital

$\Delta NDK_t$  = Endring netto driftskapital

Netto driftsrentabilitet	2010	2011	2012	2013	2014
Rosenborg	-0,027	-0,047	0,023	-0,013	-0,024

Tabell 7.4 Rosenborgs netto driftsrentabilitet

Som en kan se av Tabell 7.4 har Rosenborgs driftsrentabilitet vært negativ alle årene utenom 2012 som følge av svake driftsresultat. Det er ellers verdt å merke seg at selv om tallene er negative skal det ikke mer til enn at de klarer et positivt resultat før dette nøkkeltallet ser bedre ut. Siden fotballklubbens eiendeler i stor grad består av spillerkontrakter og anleggsmidler er det naturlig at disse vil ha betydelige avskrivninger hvert år, og dermed føre til en lav driftsrentabilitet.

## 7.4 Syntetisk rating

Vi ønsker å avslutte vår finansielle analyse ved å fastsette en syntetisk rating på Rosenberg. Vi har valgt å følge Standard & Poor's retningslinjer for å klassifisere Rosenberg basert på nøkkeltall. For klassifiseringen vil vi benytte tall fra likviditetsanalysen, soliditetsanalyse, og driftsrentabiliteten for å vurdere Rosenbergs konkurssansynlighet og kredittrisikofaktor. Denne analysen er særlig aktuell for Rosenberg siden de befinner seg i en bransje hvor det ikke eksisterer offentlige kredittvurderinger. Standard & Poor's er et av de mest kjente kredittratingsselskapene og klassifiserer de ulike forholdstallene på en skala som går fra AAA til D, hvor AAA er den beste ratingen og D er den svakeste. Dette systemet er utviklet for å kunne gi låneutstedere en indikasjon på om låntaker vil kunne betjene sin gjeld.

Rating	LG1	RDG	EK%	ndr	Konkurssansynlighet	Kredittrisikofaktor	Ratingklasse
AAA	11,6	16,9	0,94	0,35	0,0001	0,1	Investment grade
	8,9	11,6	0,895	0,308			
AA	6,2	6,3	0,85	0,266	0,0012	0,15	
	4,6	4,825	0,755	0,216			
A	3	3,35	0,66	0,166	0,0024	0,25	
	2,35	2,755	0,55	0,131			
BBB	1,7	2,16	0,44	0,096	0,0037	0,4	
	1,45	1,69	0,38	0,082			
BB	1,2	1,22	0,32	0,068	0,0136	0,6	
	1,05	1,06	0,27	0,054			
B	0,9	0,9	0,22	0,04	0,0608	1	
	0,75	0,485	0,175	0,026			
CCC	0,6	0,07	0,13	0,012	0,3085	3	
	0,55	-0,345	0,105	0,002			
CC	0,5	-0,76	0,08	-0,016	0,5418	9	
	0,45	-1,17	0,03	-0,03			
C	0,4	-1,58	-0,02	-0,044	0,7752	27	Speculative
	0,35	-1,995	-0,1	-0,058			
D	0,3	-2,41	-0,18	-0,072	0,9999	1000	In default

Tabell 7.5 Standard & Poor's modell for syntetisk rating

Tabell 7.5 viser hvilken kredittrating Rosenberg vil ha med bakgrunn på nøkkelverdiene likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Konkurssansynligheten viser hvor sannsynlig det er at selskapet skal gå konkurs innen et år gitt hvilken rating det har. Kredittrisikofaktoren viser den kostnaden vi må ta hensyn til når vi skal finne Rosenbergs kostnad ved finansiering av fremmedkapital. Hvert av nøkkeltallene vektlegges like mye under klassifiseringen og resultatene må vurderes i henhold til hvilken bransje selskapet er i.

Syntetisk rating	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Likviditetsgrad 1	1,03	0,75	2,37	1,12	1,19	1,292
Rentedekningsgrad	-1,44	-3,09	8,56	-0,90	-1,10	0,406
Egenkapitalprosent	0,53	0,5	0,58	0,55	0,51	0,534
Netto driftsrentabilitet	-0,027	-0,047	0,023	-0,013	-0,024	-0,0176
Likviditetsgrad 1	BB	B	A	BB	BB	BB
Rentedekningsgrad	CC	D	AAA	CC	CC	B
Egenkapitalprosent	A	A	A	A	A	A
Netto driftsrentabilitet	CC	C	B	CCC	CC	CCC
Overordnet rating	B	CCC	A	B	B	B
Konkurssansynlighet	0,0608	0,3085	0,0024	0,0608	0,0608	0,0608
Kreditrisikofaktor	1,00	3,00	0,25	1,00	1,00	1,00

Tabell 7.6 Syntetisk rating Rosenborg

Tabell 7.6 oppsummerer Rosenborgs forholdstall for den syntetiske ratingen. Et gjennomsnittsselskap på Oslo Børs har en rating på BBB, en rating som Rosenborg er et stykke unna. De ligger over denne ratingen i 2012, men noe under de resterende årene. Noe som ikke er helt uventet da fotballklubber går for å være mer risikable investeringsobjekter enn børsnoterte selskaper. Vi ser at sannsynligheten for konkurs ligger rundt 6% for det meste av perioden.

Dermed er det rimelig å oppsummere med at 2014 er representativt for den overordnede ratingen til Rosenborg. Vi vil derfor bruke den kreditrisikofaktoren som vi fant med utgangspunkt i gjennomsnittlig rating for våre videre analyse. Dette er også støttet av at klubben levert et nullbudsjett for 2015. Konkursansynligheten for Rosenborg vil dermed være på 6,08% noe som er godt over 0,37%, som er snittet på Oslo Børs. Kreditrisikofaktoren til Rosenborg med en rating på B vil være 1,00.

## 8 Avkastningskrav

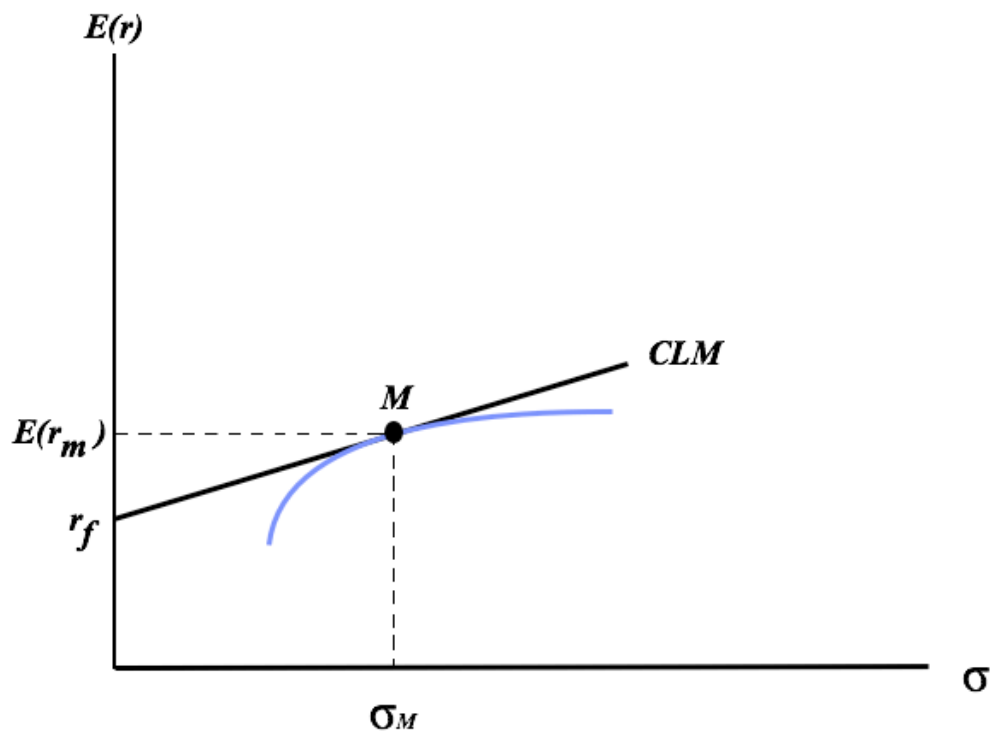
Avkastningskravet for en virksomheten er den avkastning som er nødvendig over tid for å kunne tiltrekke kapital til selskapet. Mer presist kan kravet derfor defineres som den forventede avkastning kapitalmarkedet tilbyr på plasseringer med lik risiko som selskapet. Det er et instrument som brukes både for beslutnings- og kontrollformål. Eiere eller potensielle investorer kan benytte det i sammenheng med verdsettelse, men kreditorer kan også bruke det i sammenheng med innfrielse av lån (Gjesdal & Johnsen 1999).

I vår oppgave vil vi bruke WACC til å neddiskontere den fremtidige kontantstrømmen. WACC vil bli grundigere gjennomgått senere i oppgaven, men består kort forklart av at vi vektet avkastningskravet til egenkapitalen og gjelden med andel egenkapital og netto finansiell gjeld. Først finner vi avkastningskravet til egenkapitalen ved hjelp av kapitalverdimodellen, så benytter vi kredittrisikofaktoren vi fant i den syntetiske ratingen til å finne avkastningskravet for gjelden. Vi benytter WACC til å komme frem til det veide avkastningskravet som vi bruker for å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene.

### 8.1 CAPM - The Capital Asset Pricing Model

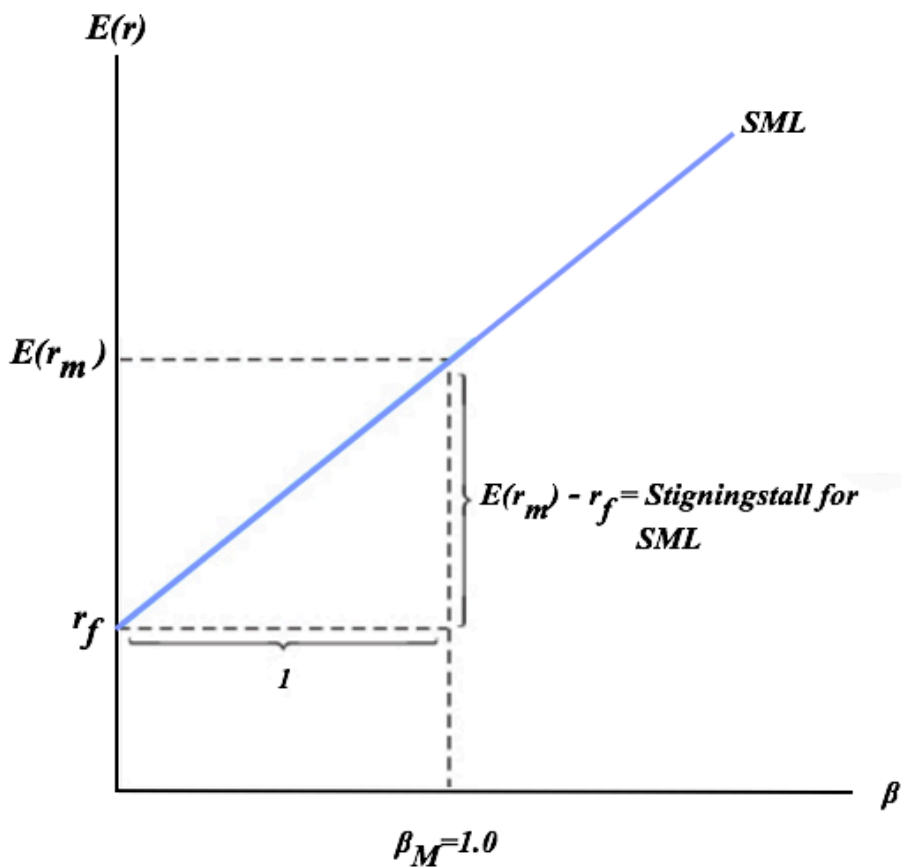
CAPM modellen, heretter kalt kapitalverdimodellen (KVM) er et sett av antagelser angående forventede avkastninger på risikable aktiva i likevekt. Grunnlaget for moderne porteføljeforvaltning ble lagt av Harry Markowitz i 1952. Kapitalverdimodellen ble publisert 12 år senere i artikler skrevet av William Sharpe, John Lintner og Jan Mossin (Bodie, Kane & Marcus 2014). Modellen uttrykker hvordan kravet til avkastning på egenkapitalen er en sum av den risikofrie renten, pluss en risikopremie som i et kompetitiv marked varierer i henhold til en betaverdi (Brealey, Myers & Allen 2014). Betaen er et mål på hvor mye en enkelt aksje bidrar til variansen i markedsporteføljen som en andel av den totale variansen (Bodie, Kane & Marcus 2014).

Dette betyr at alle investeringer kan plottes langs en lineær linje som viser forholdet mellom avkastning og risiko, denne linjen er kjent som kapitalmarkedslinjen (Brealey, Myers & Allen 2014).



Figur 8.1 Kapitalmarkedslinjen, betegnes som CML på engelsk (Bodie, Kane & Marcus 2014)

Det forventede forholdet mellom avkastning og betaverdi kan vises grafisk som verdipapirmarkedslinjen som er vist på Figur 8.2 (Bodie, Kane & Marcus 2014).



Figur 8.2 Verdipapirlinjen, betegnes SML på engelsk (Bodie, Kane & Marcus 2014)

Verdipapirmarkedslinjen viser grafisk risikopremien til et individuelt aktiva som en funksjon av aktivumets risiko. Målet på risiko blir dermed betaen som viser det aktuelle aktivumets bidrag til porteføljens varians. Dette er i kontrast til kapitalmarkedslinjen som viser risikopremien til effisient portefølje som en funksjon av porteføljens standardavvik. Her er dette riktig fordi standardavvik er et gyldig mål på risiko for effisient diversifiserte portefølje som er kandidater til en investors portefølje (Bodie, Kane & Marcus 2014).

Utledet matematisk kan kapitalverdimodellen vises slik:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i[E(R_m) - R_f]$$

$E(R_i)$  = forventet avkastning på aktiva i

$R_f$  = risikofri rente

$E(R_m)$  = forventet avkastning på markedsporteføljen

$\beta_i$  = beta, mål på systematisk risiko

$[E(R_m) - R_f]$  = markedets risikopremie

KVM har to hovedimplikasjoner (Bodie, Kane & Marcus 2014):

1. Markedsporteføljen er effisient.
2. Risikopremien på en risikabel investering er proporsjonal til dens beta

KVM bygger i følge Bodie, Kane & Marcus (2014) på en rekke forutsetninger:

1. Individuell oppførsel
  - a. Investorer er rasjonelle og optimaliserer gjennomsnittsvarians
  - b. Planleggingshorisonten er en enkelt periode
  - c. Investorer har homogene forventninger
2. Markedsstruktur
  - a. Alle aktiva er holdt av allmennheten og er allment tilgjengelig, short handel er tillatt og investorer kan låne og utstede lån til en felles risikofri rente.
  - b. All informasjon er allment tilgjengelig
  - c. Ingen skatt
  - d. Ingen transaksjonskostnader



Kapitalverdimodellen kan by på utfordringer når det kommer til å finne en beta. Hvis vi klarer å finne det vi mener er et godt mål på betaen til selskapet kan det likevel være utfordrende å finne et riktig mål på markedets risikopremie (Penman 2013).

Selv om den har blitt kritisert empirisk og akademisk over lengre tid er fortsatt kapitalverdimodellen en særdeles viktig del av verdsettelsesteori på grunn av sin tiltalende logikk (Bodie, Kane & Marcus 2014).

### 8.1.1 Risikofri rente

Et risikofritt aktivum er et aktiva hvor investoren med sikkerhet vet den forventede avkastningen (Damodaran 2001). For at en investering skal være risikofri over en gitt tidsperiode må to forutsetninger være oppfylt:

- Det er ingen risiko for konkurs. De eneste verdipapirene som kan sies å være risikofrie er statsobligasjoner, siden staten kontrollerer trykningen av penger (Damodaran 2012). Ikke alle stater er sett på som like sikre, noe som skaper praktiske problemer med å finne den risikofrie renten i enkelte markeder (Damodaran 2001).
- For at en investering skal ha en faktisk avkastning som er lik den forventede, kan det ikke være noen reinvesteringsrisiko (Damodaran 2012).

Det er vanlig å bruke 10 års amerikanske statsobligasjoner som den risikofrie renten pluss et eventuelt risikotillegg for andre land enn USA (Damodaran 2012). Hvis vi ser på litteratur tilpasset det norske markedet mener Gjesdal & Johnsen (1999) at det å velge en lengre rente vil føre til en mer stabilitet og gi mindre variasjon. De mener likevel at man bør være forsiktig med å bruke en lang statsrente. Spesielt når yieldkurven er bratt, siden man da vil overvurdere en fremtidig renteendring noe som skyldes en variabel likviditetspremie i den lange renten. Hvis de lange rentene er vesentlig høyere enn de korte og rentenivået er lavt antas det å være en positiv og relativt stor likviditetspremie (Gjesdal & Johnsen 1999).

I dag er de langsiktige rentene noe høyere enn de kortsiktige. Noe som kan tyde på at det er en likviditetspremie innbakt i de lange statsrentene. Denne bør i følge Gjesdal & Johnsen (1999) fjernes fra avkastningskravet. Historisk sett har realrenten vært lav, derfor antar vi at likviditetspremien i de lange rentene er liten (Gjesdal & Johnsen 1999).

Vi har i våre beregninger valgt å benytte en lang statsobligasjon med varighet på 10 år som mål på risikofri rente. Dette er etter en egen vurdering og basert på undersøkelser av PwC og NFF (Norske finansanalytikere forening) som sier at det er mest vanlig å bruke blant analytikere i Norge. Denne ligger på verdsettelsestidspunktet på 1,77% (Norges Bank 2015a). Siden rentenivået for tiden er historisk lavt velger vi å justere dette opp til 2%.

### 8.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie måler den ekstra avkastningen som en investor krever for å investere i markedsporteføljen i stedet for i en risikofri investering. Den bør gjenspeile hvor risikoaverse investorene er, og hvor risikable de synes aktiva er i forhold til en risikofri investering. Siden hver investor i et marked har forskjellig oppfatning av hva som er en akseptabel premie, blir premien et veid gjennomsnitt av hver investors akseptable premie (Damodaran 2001).

#### 8.1.2.1 Historisk risikopremie

Den vanligst tilnærmingen til å estimere risikopremie er å bruke historiske data . I KVM er den mest vanlige tilnærmingen å estimere den ved å finne differansen mellom gjennomsnittlig avkastning på aksjer, og gjennomsnittlig avkastning på risikofrie verdipapirer over lengre tidsperioder. Når man bruker historiske risikopremier antar man indirekte at risikoaversjonen til investorer er lik over tid og at den relative risikoen til den risikable porteføljen ikke endrer seg . Et viktig poeng når det kommer til utregningen av disse verdiene er om man skal bruke aritmetisk- eller geometrisk gjennomsnitt . Damodaran (2001) sier at det beste valget er geometrisk gjennomsnitt, siden aritmetisk gjennomsnitt har en tendens til å overvurdere forventet avkastning over lengre perioder. Dette er Gjesdal & Johnsen (1999) uenige i og mener at et aritmetisk avkastningssnitt bør være basis for markedspremien i en diskonteringsrente uavhengig av lengden på kontantstrømmene. Grunnen til dette er at geometrisk gjennomsnitt ikke tar hensyn til at gevinstene i de ekstremt gode årene langt overstiger tapene i de ekstremt dårlige årene (Gjesdal & Johnsen 1999).

I kurset BE331E Finansiering og investering ble det lagt fram data som viser at den historiske risikopremien har vært på 7,6% mellom 1967-2013 (Sættem 2014). Gjesdal & Johnsen (1999) argumenteres for at den er noe lavere på grunn av mindre variasjon i børsens likviditet og i inflasjonen, og selskapene er bedre kapitalisert. Investorene i dag er mer diversifiserte,

tåler risikoen bedre, og skattereformer har endret beskatningen av aksjeinntekter. Den anbefalte risikopremien er derfor på 5% (Gjesdal & Johnsen 1999). Noe som også støttes av norske investorer (PwC 2014). Det er denne risikopremien vi vil benytte oss av.

### 8.1.3 Beta

Når man skal investere i egenkapitalen må man ha en betaverdi som forklarer graden av systematisk risiko som finnes i selskap. Den er også en viktig del av CAPM modellen hvor den indikerer hvor mye en investering øker risikoen til markedsporteføljen med (Damodaran, 2012).

$$\beta = \frac{\text{Investeringens markedsrisiko}}{\text{Representativ markedsrisiko}} = \frac{\text{Korr}(r, rm) * \text{Std}(r)}{\text{Std}(rm)}$$

(Gjesdal & Johnsen 1999)

Betaen som måler risiko i finansielle modeller, har to egenskaper som er viktige å ha i bakhodet når man estimerer de. Det første er at den måler risikoen tillagt diversifisert portefølje i stedet for den totale risikoen. Derfor er det mulig for en investering å være risikabel på individuell basis, men være lite risikabel når det gjelder markedsrisiko. Den andre egenskapen er at betaen måler den relative risikoen til et aktiva og derfor er standardisert rundt en (Damodaran 2001). Det er tre måter å estimere betaverdier på: En er å bruke historiske data på markedspriser for enkeltinvesteringer, den andre er å estimere betaen fra de fundamentale karakteristikker til investeringen, og den tredje er å benytte seg av regnskapstall (Damodaran 2012).

#### 8.1.3.1 Historisk markedsbeta (Top-down)

Den vanligste måten å estimere betaen til en investering er å kjøre en regresjon av avkastningen til en investering mot avkastningen til en markedsindeks. For selskaper som har vært børsnoterte over tid er det en enkel jobb å estimere avkastningen som en investor kunne oppnådd ved å investere i selskapet over ulike intervaller (Damodaran 2012). Standard prosedyren for å estimere betaer er å kjøre en regresjon av aksjer avkastning ( $R_j$ ) mot markedsavkastning ( $R_m$ ):

$$R_j = a + bR_m$$

$a$  = Skjæringspunktet fra regresjonen

$b$  = Helningen til regresjonen = Kovariansen ( $R_j, R_m/\sigma_m^2$ )

Helningen til regresjonen korresponderer til aksjens beta og måler aksjens risiko (Damodaran 2012).

Det er tre avgjørelser som må tas for å sette opp likningen nevnt overfor. Den første tar for seg lengden av estimeringsperioden. En lengre periode gir mer data, men risikoen er at selskapet og dets risikokarakteristikk kan ha endret seg over tid. Det andre estimeringss spørsmålet går på hvilket intervall man måler avkastningen på. Avkastningen til en aksje kan måles på årlig, månedlig, ukentlig, daglig og til og med på intradags basis. Hvis man måler det på daglig basis øker det antall observasjoner, men det gjør estimeringen mer utsatt for skjevheter relatert til at aksjen ikke blir handlet. Hvis man bruker ukentlige eller månedlig avkastning kan man redusere denne skjevheten betydelig. Den tredje avgjørelsen som må tas er valget av markedsindeks som skal brukes ved regresjonen. Det mest vanlige her er å bruke indeksen i landet hvor aksjen handles (Damodaran 2012).

### **8.1.3.2 Fundamental beta (Bottom-Up)**

En alternativ måte å estimere betaverdier på er å vurdere fundamentalverdier og kalles en nedenfra og opp tilnærming (Damodaran 2001). For å forstå denne tilnærmingen er det greit å se på fundamentalverdiene. Betaverdien til et selskap blir bestemt av tre variabler: type virksomhet selskapet driver med, graden av driftsgiring i selskapet, og selskapets finansielle giring.

#### **1. Type virksomhet**

Siden betaer måler risikoen til et selskap i forhold til en indeks vil et selskap som er mer sensitivt for markedsforhold ha en høyere beta enn et selskap som ikke er det. Derfor vil sykliske selskaper hvis alt annet er likt ha en høyere beta enn ikke sykliske selskaper (Damodaran 2001).

#### **2. Graden av driftsgiring**

Graden av driftsgiring er en funksjon av kostnadsstrukturen i selskapet og er vanligvis definert av forholdet mellom faste kostnader og totale kostnader. Et selskap som har høy driftsgiring (for eksempel høye faste kostnader i forhold til totale kostnader) vil også ha høyere variasjon i fortjeneste før renter og skatt (EBIT) enn et selskap som produserer et likt produkt med lav driftsgiring. Er alt annet likt vil høyere variasjon i driftsinntekt føre til en høyere beta for selskapet med høyere driftsgiring (Damodaran 2001).

### **3. Grad av finansiell giring**

Om alt annet er likt vil en økning i finansiell giring øke egenkapitalbetaen til selskapet. Avdragene på gjelden vil øke variasjonen i nettoinntekt, med høyere giring øker inntekten under gode tider og går ned under dårligere tider (Damodaran 2001).

Vi har valgt å bruke den metoden som tar for seg den historiske markedsbetaen. Problemet her er at Rosenborg er eid av medlemmene og dermed ikke børsnotert. Dette gjør at vi ikke kan regne ut en betaverdi ved hjelp av historiske avkastningstall knyttet til Rosenborg. I kapitalverdimodellen blir man bare kompensert for den systematiske risikoen man tar, siden man antar at man kan diversifisere bort den usystematiske risikoen. Dermed blir man kun kompensert for markedsrisiko og ikke for selskapsspesifikk risiko siden det blir antatt at denne kan diversifiseres bort (Gjesdal & Johnsen 1999).

Denne forutsetningen holder ikke når det kommer til fotballklubber siden de er avhengige av hvordan spillerne presterer. Her kommer både form, skader, og utvikling inn. Disse faktorene er det vanskelig å ta høyde for. I fotballbransjen vil derfor investorene være mer opptatt av den totale risikoen. Måten vi tar høyde for dette i KVM er at vi legger til en likviditetspremie siden selskapet ikke er børsnotert. Størrelsen på denne kan variere og vil bli mer utfyllende diskutert i 8.1.4..

For å kunne estimere en fornuftig betaverdi har vi analysert utenlandske klubber. Vi har tatt utgangspunktet i STOXX Europe Football Index, som er en indeks som har alle børsnoterte fotballklubber i Europa. Klubbene som inngår i denne indeksen har de samme utfordringene som Rosenborg når det gjelder usikkerhet rundt spillerne og deres prestasjoner. For at denne analysen skal bli så presis som mulig har vi vektlagt å finne klubber vi mener er så like Rosenborg som overhodet mulig. Vi har valgt to danske klubber som vi mener er tilnærmet

lik Rosenborg når det gjelder størrelse og ambisjoner. Disse har også vært stabile toppklubber i analyseperioden, og har derfor sluppet unna de finansielle utfordringene som er knyttet til opp- og nedrykk. Dessuten er den danske Superligaen ikke ulik den norske Tippeligaen og blir dermed mer naturlig å sammenligne med enn de større europeiske ligaene. De to klubbene vi har valgt å se på er FCK gjennom selskapet Parken Sport & Entertainment og Brøndby IF. Dette er to store klubber i Skandinavia og er forholdsvis ofte handlet på børsen.

Våre data er hentet fra Thomson Reuters og Yahoo Finance for klubbene, og den aktuelle referanseindeksen som i dette tilfellet er OMX Copenhagen består av de tjue mest handlede aksjene i det danske aksjemarkedet. Vi har brukt månedlige data fra 1.januar 2009 til 31. desember 2014 noe som gir oss 60 observasjoner. Vi har benyttet oss av tre måneders rente uttrykt gjennom CIBOR (Copenhagen Interbank Offered Rate) som risikofrirente. For å estimere betaverdier har vi avvendt fremgangsmåten som Boye og Koekebakker (2006b) beskriver i sin artikkel «*Kapitalverdimodellen – tips til praktisk implementering*».

Siden vi har tatt utgangspunktet i KVM må vi trekke fra den risikofrie renten fra avkastningen for å få frem den ekstra avkastningen som markedet gir. Noe som gjør at meravkastningen til en aksje utover risikofri rente blir lineær med meravkastningen til markedet utover risikofri rente. Kapitalverdimodellen i regresjonssammenheng vil da kunne presenteres slik:  $R_{jt} - R_{Ft} = \alpha_j + \beta_j(R_{Mt} - R_{Ft}) + \varepsilon_{jt}$ . Hvor  $R_{jt}$  og  $R_{Mt}$  er avkastningen til aksjen og markedet, mens  $R_{Ft}$  er avkastningen til den risikofrie plasseringen.  $\varepsilon_{jt}$  er feilleddet til regresjonen. Det er vanlig å anta at feilleddet er normalfordelt og med forventning null. Vi kan dermed omskrive likningen over til  $R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{Mt} + \varepsilon_{jt}$ . Det er denne vi har brukt i våre regresjoner.

Ved bruk av denne modellen får vi en beta på 0,43 for Brøndby og 0,33 for FCK, det vil si et snitt for de to klubbene på 0.38. Dette vil si at hvis OMX stiger med 1% så stiger Brøndby med 0,43% og FCK med 0,33% og motsatt hvis børsen går ned. I denne sammenheng må det nevnes at  $R^2$  som her forklarer hvor mye av variasjonen i aksjeprisen som forklares av regresjonslinjen er lav for begge aksjene. Dette tallet varierer mellom 0 og 1, hvor 0 er at regresjonslinjen ikke har noen forklaringskraft på den avhengige variabelen. Man beregner dette ved å sammenligne verdien for et gitt punkt, slik det blir predikert av gjennomsnittet med hvordan regresjonslinjen har predikert det (Dougherty 2011). Denne verdien er under

0,1 for begge aksjene, noe som er svært lavt. Det kan være flere grunner til at verdien er så lav. De aksjene vi har valgt ut er nok ikke de mest likvide på den danske børsen og har dermed mindre fluktuasjoner. I fotballbransjen er tilstedeværelsen bransjespesifikke faktorer høy, noe som vil si at verdien av fotballklubber følger svingningene i sin egen bransje heller enn de svingningene som er i makroøkonomiske forhold. Det vil si at utviklingene i TV-avtaler og tilskuertall vil være mer bestemmende enn at økonomien går bra som helhet. Den indeksen vi har sammenlignet med består av store internasjonale selskaper som er knyttet tett opp mot eksportmarkedet. De vil være mer avhengig av Danmark sin utvikling, mens klubbene er mer avhengig av hvordan de presterer i den danske ligaen og i Europa.

Hvis vi foretar en Merrill-Lynch justering av betaen i henhold til Bodie, Kane og Marcus (2014) får vi:  $\beta = \frac{2}{3} \times 0,38 + \frac{1}{3} \times 1 = 0,6$ . Grunnen til at vi foretar en slik justering er at man antar at alle betaverdier vil nærme seg 1 over tid, i mangel på et annet hensiktsmessig framtidsestimat. Den lave betaen skyldes ikke at volatiliteten i aksjene er lav, den er tvert i mot høy. Det skyldes at den systematiske risikoen er lav. Dette tyder som tidligere nevnt på at fotballbransjen er mer sensitiv for utviklingen i selve bransjen enn i finansmarkedet som helhet. Det kan også forklare den lave andelen av forklart varians for samtlige selskap. Vi velger da å bruke en betaverdi på 0,6 til vår videre beregning selv om det må presiseres at denne er gjort ved en individuell tilnærming, og er langt fra sikker. Vi vil senere foreta en sensitivitetsanalyse av denne verdien.

#### 8.1.4 Likviditetspremie

I følge Gjesdal & Johnsen (1999) brukes likviditetspremien for å justere opp betaverdien for illikvide aksjer, og for selskaper som ikke er børsnotert. Bakgrunnen er at likviditetspremien skal kunne kompensere investoren for at det kan bli relativt dyrt eller vanskelig å komme seg raskt ut av aksjen. Premien kan også forklare med at hos mindre selskaper sitter informasjonen tett på ledelsen, og derfor er det risiko for negative overraskelser eller å bli lurt. Gjesdal & Johnsen (1999) anbefaler en premie i størrelsesordenen 4-5% for unoterte selskaper. Siden Rosenborg er medlemseid mener vi at det ikke er naturlig å legge til en likviditetspremie. Grunnen til dette er at vi mener det blir feil å straffe eierne av Rosenborg i avkastningskravet med noe som hovedsakelig er tiltenkt aksjespekulanter, siden disse eier Rosenborg av andre forretningsmessige hensyn. Likviditetspremien settes derfor til 0. Det vi velger å legge til er en såkalt småbedriftspremie, small stock premium som forkortes SSP,

som vi setter til 4% i samsvar med rapporten til PwC og NFF (PwC 2014). Fordi Rosenberg er et lite selskap, og derfor er avhengig av nøkkelpersonell. Småbedriftspremien vil heretter erstatte likviditetspremie i KVM.

## 8.2 Beregning av egenkapitalkrav

Avkastningskravet for egenkapitalen finner vi ved hjelp av kapitalverdimodellen. Den første variabelen i kapitalverdimodellen er den risikofrie renten, som vi har satt til 2%. Så bruker vi den justerte betaverdien som vi fant tidligere på 0,6. Videre har vi funnet ut at risikopremien er på 5%. Den ingrediensen vi da mangler er småbedriftspremien som er 4%. Vi kommer da frem til et egenkapitalkrav på 8,8%.

$$k_E = R_{fs} + \beta_E \times MP^s + SSP$$

$$R_{fs} = R_f \times (1 - s) = 2\% \times (1 - 0,27) = 1,46\%$$

$$MP^s = R_m - R_{fs} = R_m - R_f + s \times R_f = MP + s \times R_f = 5\% + 0,27 \times 2\% = 5,54\%$$

$$k_E = 1,46\% + 0,6 \times 5,54\% + 4\% \approx 8,8\%$$

## 8.3 Beregning av gjeldskrav

For å finne avkastningskravet til gjelden er det mest vanlig å benytte seg av nominell lånerente, og ikke forventet avkastning når det gjelder kravsetting for gjelden. Dette fordi lånerenten vil inneholde en risikopremie, forventet tapstillegg og administrasjonskostnader (Gjesdal & Johnsen 1999). I følge Rosenborgs årsrapport er den langsiktige gjelden med rentebinding på 5,67%. I og med at dette utgjør store deler av den langsiktige gjelden til Rosenberg velger vi å sette gjeldskravet til 5,67%.

## 8.4 Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC)

Vi bruker den tidligere omtalte KVM modellen for å finne egenkapitalkostnaden som vi bruker i WACC. Det er tre ting som i følge Damodaran (2001) på generell basis bestemmer gjeldskostnaden:

1. Nåværende rentenivå: Når rentenivået øker vil gjeldskostnadene for selskapene også øke.
2. Konkursrisikoen til selskapet: Når denne øker, vil lånekostnaden også øke.



3. Skattefordelen forbundet med gjeld: Siden renter er fradragberettiget, er kostnaden av gjeld etter skatt en funksjon av skattesatsen. Skattefordelen som kommer fra å betale renter gjør at kostnaden av gjeld etter skatt er lavere enn den er før skatt. Denne fordelene øker i takt med skattesatsen.

I sin enkleste form er avkastningskravet til totalkapitalen et veid gjennomsnitt av gjeldskostnaden etter skatt og egenkapitalkostnaden (Koller, Goedhart & Wessels 2005). Her er det viktig å huske på at man kun tar hensyn til den rentebærende gjelden når vektene settes. Årsaken til dette er at man tar hensyn til endringer i den omsetningsavhengige rentefrie gjelden når man beregner kontantoverskuddene til totalkapitalen (Dahl m.fl 1997). Dette avkastningskravet skal oppfylle både aksjonærenes og kreditorenes krav med hensyn på forrentning av henholdsvis egenkapital og lånekapital. (Brealey, Myers & Allen 2014).

$$WACC = \frac{G}{V}k_G(1 - s) + \frac{EK}{V}k_{EK}$$

(Boye & Koekebakker 2006)

$G/V$  = gjeldsandel

$EK/V$  = egenkapitalandel

$k_G$  = gjeldskostnad

$k_{EK}$  = egenkapitalkostnad

$s$  = skattesats

For selskaper som har andre verdipapir som prioriterte aksjer, blir det nødvendig å legge til ytterligere ledd i kapitalkostnaden som representerer hvert verdipapir sin forventede avkastning og andel av total selskapsverdi. Kapitalkostnaden inkluderer ikke forventet avkastning av driftsrelatert gjeld, slik som leverandørgjeld. Nødvendig kompensasjon for midler fra kunder, leverandører, og ansatte er inkludert i driftskostnadene, slik som varekostnad. Derfor er det allerede innbakt i den frie kontantstrømmen. Å inkludere driftskostnader i avkastningskravet til totalkapitalen vil feilaktig telle finansieringskostnadene dobbelt (Koller, Goedhart & Wessels 2005).

#### 8.4.1 Andel egenkapital og gjeld

Markedsverdien av egenkapitalen til Rosenborg er per 2014 på NOK 217 160 977. For å finne markedsverdien av gjelden tar vi den totale gjelden og trekker fra den driftsrelaterte gjelden som vi har beregnet til NOK 42 062 873. Da kommer vi frem til en finansiell gjeld på NOK 162 801 679. Dermed blir totalkapitalen på NOK 379 962 656. Egenkapitalandel på 57,15% og gjeldsandel på 42,85%.

#### 8.4.2 Beregning av avkastningskrav til totalkapitalen

Ved utregning med bakgrunn i de tidligere nevnte parametere kommer vi frem til et avkastningskrav på totalkapitalen på 6,8% etter skatt for Rosenborg.

$$WACC = \frac{G}{V}k_G(1 - s) + \frac{EK}{V}k_{EK}$$

$$WACC = 42,85\% \times 5,67\% \times (1 - 27\%) + 57,15\% \times 8,8\% \approx 6,8\%$$

## 9 Fremtidsregnskap

### 9.1 Introduksjon

Vi skal videre sette opp et fremtidsregnskap basert på Rosenborgs regnskapstall. Det vil da være viktig å velge riktig tidshorisont og spesifisere regnskapet riktig. Fremtidsregnskapet er nødvendig for å kunne finne fremtidige kontantstrømmer som skal neddiskonteres, for så å kunne finne et verdiestimat på Rosenborg. Den kontantstrømbaserte verdsettelsen av Rosenborg er todelt og består av at vi i den første delen vil gjøre en vurdering av den forventede utviklingen i inntekter, kostnader, investeringer og arbeidskapital for de neste årene. Den siste delen tar for seg beregning av terminalverdi for Rosenborg. Terminalverdien beregnes fra prognoseperiodens slutt og det antas fra dette tidspunktet en evigvarende konstant vekst.

For å sikre en så nøyaktig terminalverdi som mulig er det viktig at selskapet er i «steady state» når terminalverdien beregnes. Et selskap som er i «steady state» vil ha en kontantstrøm som har konstant vekst og kan derfor verdsettes ved hjelp av en formel som sikrer evig vekst. Budsjettperioden blir dermed et bindeledd mellom dagens situasjon og den evige veksten inn i fremtiden (Koller & Goedhart 2005).

#### 9.1.1 Budsjetthorisont

Valget av budsjetthorisont er basert på skjønn. Den bør være lang nok til at man får med seg de eventuelle svingningene som kan være i en bransje, men ikke så lang at det blir vanskelig å kunne spå. Koller & Goedhart (2005) anbefaler en periode på 10-15 år, men påpeker selv vanskelighetene med å lage en prognose så langt frem i tid. Fotballbransjen er en relativt moden bransje og kan derfor sies være nærme en «steady state». Vi har derfor valgt en budsjetthorisont på 6 år som strekker seg fra 2015-2020. Dermed blir 2021 normalåret som danner utgangspunktet for terminalverdien for Rosenborg.

### 9.1.2 Vekstanalyse

Det er viktig å kunne fastsette en riktig langsiktig vekst får å komme frem til en så nøyaktig verdi av selskapet i «steady state» som mulig. Det er viktig med en godt begrunnet vekst, og avgjørende at veksten ikke er større enn veksten i økonomien som helhet (Damodaran 2012). For høy vekst vil gi for høy terminalverdi og dermed føre til et for høyt estimat på verdien. Fra normalåret antar vi at kostnadene og inntektene vokser med en lik vekstfaktor. Vi bruker veksten i BNP og inflasjon (KPI-JAE) for å måle den helhetlige veksten i økonomien (SSB 2015b).

Historisk	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
BNP	2,60 %	2,40 %	2,90 %	0,40 %	-1,60 %	0,60 %	1,00 %	2,70 %	0,70 %	2,20 %	1,39 %
KPI-JAE	1,00 %	0,80 %	1,40 %	2,60 %	2,60 %	1,40 %	0,90 %	1,20 %	1,60 %	2,40 %	1,59 %
Nominell vekst	3,60 %	3,20 %	4,30 %	3,00 %	1,00 %	2,00 %	1,90 %	3,90 %	2,30 %	4,60 %	2,98 %

Tabell 9.1 Historisk utvikling i BNP, KPI-JAE og nominell vekst for 2005-2014

Tabell 9.1 viser den helhetlige veksten i økonomien fra 2005 til 2014. Gjennomsnittlig vekst i BNP har de ti siste årene vært på 1,39%. I samme periode har den gjennomsnittlige veksten i inflasjonen vært på 1,59%. Dette gir en gjennomsnittlig vekst de siste ti år på 2,98%. En kan se av dette at inflasjonen de siste ti år har vært lavere enn Norges Bank sitt inflasjonsmål på 2,5% (Bernhardsen & Gerdrup 2006).

For å danne oss et bedre bilde av hva vi kan vente oss fremover har vi også inkludert prognoser fra SSB (2015b) på hvordan situasjonen vil se ut de neste fire årene. Som vi ser av Tabell 9.2 under vil den nominelle veksten nærme seg 4% i denne perioden ut fra SSB (2015b) sine analyser. Selv om inflasjonen er lavere enn inflasjonsmålet mener vi at en nominell vekst på 4% er et godt anslag å bruke i Gordons vekstformel for utregning av terminalverdi.

Prognoser	2015	2016	2017	2018
Bruttonasjonalprodukt	0,90 %	1,70 %	1,90 %	2,20 %
KPI-JAE	2,70 %	1,90 %	1,70 %	1,70 %
Nominell vekst	3,60 %	3,60 %	3,60 %	3,90 %

Tabell 9.2 Prognoser for utvikling i BNP, KIP-JAE og nominell vekst for 2015-2018

For årene 2015-2020 er veksten mer avhengig av interne forhold og utvikling i fotballbransjen som helhet. Dette vil da bygge videre på den strategiske analysen som vi har tatt for oss tidligere. Noe som kan påvirke den kortsiktige veksten til Rosenborg er

kvalifisering til Europacupspill. Det er godt mulig at Rosenborg i løpet av denne perioden kvalifiserer seg til Europacupspill, men for å være forsiktige i våre prognoser vil vi anta at de ikke vil oppleve en stor oppgang i inntektene som følge av spill ute i Europa.

Vi vil nå foreta en gjennomgang av de nøkkeltallene som inngår i EBITDA for å komme frem til fremtidige kontantstrømmer for Rosenborg. For å komme frem til kontantstrømmene vil vi ta utgangspunkt i det omgrupperte regnskapet. Vi mener regnskapet fra de siste 5 årene danner det vårt beste grunnlaget for å kunne gi en prognose for veksten på kort sikt.

## 9.2 Inntekter

I dette kapitlet skal vi gjennomgå de ulike inntekstpostene, og ta for oss hvordan de har utviklet seg gjennom den perioden vi har omgruppert regnskap for. Vi kommer også til å utarbeide en prognose for forventet utvikling i de ulike postene frem mot 2020. Veksten i budsjettperioden vil komme til å avvike noe fra den evigvarende vekstraten.

### 9.2.1 Sponsorinntekter

Sponsorinntekter er en av de største inntektskildene for en fotballklubb, og Rosenborg er intet unntak. Hos Rosenborg utgjør sponsorinntektene en betydelig del av de totale inntektene.

Historisk	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Sponsorinntekter	58 125 695	51 293 545	52 657 350	53 991 237	57 107 221	54 635 010
Endring		-11,8 %	2,7 %	2,5 %	5,8 %	-0,2 %

Tabell 9.3 Historisk utvikling i Rosenborgs sponsorinntekter

Som vi kan se av Tabell 9.3 har Rosenborgs sponsorinntekter minnet marginalt fra perioden 2011 til 2014. Man kan se at det var et fall fra 2010 til 2011, mens det har vært en positiv utvikling fra 2011 frem til 2014. Det er verdt å nevne at variasjonene fra år til år ikke har vært store, det tyder på at sponsorinntektene til Rosenborg har vært forholdsvis stabile. Når vi ser på budsjettet for 2015 budsjetterer Rosenborg med en økning i sponsorinntekter på rundt 2,3%. Det er verdt å nevne at vi i vår regnskapsmessige gruppering har valgt å ha inntekter fra VIP tribunen sammen med billettinntekter, og ikke sammen med sponsorinntekter slik som klubben selv gjør.

Rosenborg har i senere tid fått fornyet sine hovedsponsoravtaler i tider hvor andre klubber sliter med det samme (Sævig 2014). Det tyder på at Rosenborg fortsatt er en sterk merkevare i en tid hvor norsk fotball har hatt fallende popularitet. Vi velger å bruke Rosenborgs budsjett som utgangspunkt når det gjelder utviklingen i sponsorinntekter for 2015 og dermed ha en prognose på en vekst på 2,3%.

For 2016 antar vi som følge av TV2 sitt oppkjøp av Cmore at TV2 kommer til å beholde Tippeligarettighetene videre. Dette mener vi danner grobunn for at Tippeligaen som produkt vil øke sin verdi. Dermed kommer sponsorinntektene også til å øke i takt med dette. Vi antar dermed en vekst i sponsorinntektene på 3% for 2016, og deretter en gradvis økning frem til 2020. Grunnen til at vi ikke antar en høy vekst er at sponsoravtaler, og spesielt de større, inngås for en lang periode. På lang sikt vil veksten være lik den evigvarende vekstraten på 4%.

Prognose	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Sponsorinntekter	58 400 000	60 150 000	62 250 000	64 750 000	67 650 000	70 700 000
Endring	2,3 %	3,0 %	3,5 %	4,0 %	4,5 %	4,5 %

Tabell 9.4 Prognose for utvikling i sponsorinntekter 2015-2020

## 9.2.2 Billettinntekter

Rosenborg har de siste årene opplevd en reduksjon i billettinntektene, noe som hovedsakelig skyldes en reduksjon i antall tilskuere på kamp. Noe av svingningene kan også stamme fra varierende suksess i Europa de siste fem år.

Historisk	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Inntekt kamper og VIP	69 440 003	48 458 743	51 856 099	47 605 536	38 313 729	51 134 822
Endring		-30,2 %	7,0 %	-8,2 %	-19,5 %	-12,7 %

Tabell 9.5 Historisk utvikling billettinntekter fra 2010-2014

Tabell 9.5 indikerer en klart synkende trend de siste årene. Det skyldes at Rosenborg kvalifiserte til Champions League i 2010, og klarte ikke å kvalifisere seg de påfølgende årene. Å komme seg opp på 2010 nivået vil bli vanskelig uten inntekter fra Champions League. Likevel ser vi på 2014 som et uvanlig svakt år når det kommer til billettinntekter, men høsten samme år viste tegn til bedring og økt entusiasme rundt laget. Dette ser vi at klubben har tatt med seg inn i 2015 sesongen, og den gode starten har ført med seg høye tilskuertall.

Derfor mener vi at Rosenborg vil oppleve en stor økning i billettinntektene for 2015, siden de allerede ligger godt over hva de har budsjettert med. Vi mener at Rosenborg vil ha vanskeligheter for å ha et høyere snitt enn 17 000 uten deltagelse i Champions League. Vi har antatt at Rosenborg vil spille europacupspill i 2016 og 2018. Som da vil påvirke denne posten samt en del senere poster.

Prognose	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Inntekt kamper og VIP	45 000 000	53 000 000	46 000 000	56 000 000	47 000 000	48 000 000
Endring	17,5 %	17,8 %	-13,2 %	21,7 %	-16,1 %	2,1 %

Tabell 9.6 Prognose billettinntekter 2015-2020

### 9.2.3 Gevinst spillersalg

Dette er en vanskelig post å gi en god prognose på siden den svinger mye fra år til år. Den er svært avhengig av hvilke spillere som selges, og hvordan Rosenborg og norsk fotball som helhet presterer.

For en klubb som Rosenborg i toppen av norsk fotball vil videresalg til norske klubber kun være aktuelt for spillere som ikke er gode nok for førstelaget. Det er mer aktuelt for Rosenborg å låne ut unge spillere til andre norske klubber for at de skal kunne utvikle seg for senere kunne spille seg inn på førstelaget. For Rosenborg vil det være salg av spillere til utenlandske klubber som hovedsakelig genererer inntekter i denne posten. Her er det flere ting som spiller inn, selvfølgelig har innsatsen til Rosenborg mye å si, men tilstanden i europeisk toppfotball spiller også inn. Det hjelper lite at Rosenborg presterer godt hvis klubbene i Europa ikke har økonomi til å kunne kjøpe spillere.

Innsatsen til det norske landslaget er også en innsatsfaktor her. Når landslaget var på topp under Drillo på 90-tallet var det en jevn eksport av norske spillere til utlandet, og fortrinnsvis til England. I dag har ikke norske spillere like høy stjerne i Europa. Det har nok sin bakgrunn i den dårlige innsatsen til landslaget de siste femten årene, hvor vi ikke har kvalifisert oss til store mesterskap. De beste spillerne havner ofte i Tyskland nå, og der er ikke betalingsvilligheten like høy som den er i England. De siste sesongene har også Kina gjort sitt inntog og kjøpt flere spisser som har spilt i Tippeligaen (Bakkehaug 2015).

Rosenborg er som tidligere nevnt en av de dyktigste klubbene når det kommer til talentutvikling, det har gitt utslag i at de har prestert godt på juniornivå de siste årene. Etableringen av SalMar akademiet bekrefter at utvikling av talenter er noe Rosenborg virkelig satser på. Dette er noe som på sikt vil kunne gi resultat i å kunne selge talenter til utenlandske klubber for betydelige summer. På sikt vil Rosenborg kunne holde på disse talentene lenge nok til at de også vil kunne bidra med sportslig suksess før de drar videre til større klubber. Klubbens satsing på talenter har i tillegg ført til at andelen trøndere på laget har økt, noe som fører til høyere kontinuitet ved mindre utskiftninger i stallen.

Rosenborg har med hell tidligere hentet spillere fra andre norske klubber for å videreutvikle dem og selge de videre. Dette har det blitt mindre av med årene. Både på grunn av at Rosenborgs posisjon som en klar ener er truet, men også på grunn av at norske spillere har blitt dyrere. Derfor har klubben skiftet fokus og henter nå spillere fra våre naboland i større grad enn tidligere, særlig har det blitt en stadig større dansk kontingent i klubben.

Historisk	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Gevinst salg spillere	9 476 351	14 176 340	38 785 655	15 658 111	18 151 927	19 249 677
Endring		49,6 %	173,6 %	-59,6 %	15,9 %	44,9 %

Tabell 9.7 Historisk utvikling gevinst spillersalg

Som vi ser av Tabell 9.7 varierer denne posten forholdsvis mye. Det gjør det vanskelig å gi en prognose for hvordan den kommer til å utvikle seg videre basert på den historiske utviklingen.

I dagens stall er det vanskelig å se at noen av de etablerte spillerne skal kunne generere store salgssummer i løpet av 2015, men på sikt finnes det talenter i klubben som vil kunne generere større inntekter i årene som kommer. Hvis man ser lenger frem i tid vil den økte satstingen på talenter føre til at inntektene nok vil øke mer.

Prognose	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Gevinst salg spillere	12 000 000	15 000 000	18 000 000	18 000 000	20 000 000	22 000 000
Endring	-33,9 %	25,0 %	20,0 %	0,0 %	11,1 %	10,0 %

Tabell 9.8 Prognoser gevinst spillersalg 2015-2020

Vi har fulgt Rosenborg sitt budsjett når det gjelder 2015, noe som innebærer en kraftig nedgang fra 2014. Ellers antar vi en jevn økning videre i perioden. På lang sikt antar vi at denne posten også øker med 4% årlig.



## 9.2.4 Medieinntekter NTF

Rosenborg mottar hvert år et årlig tilskudd fra NTF (Norsk toppfotball) som etter dagens modell fordeles i tre pottes. Den største potten er den sportslige hvor 50% er et flatt beløp og 50% fordeles etter tabellplassering. Det er denne summen Rosenborg kan påvirke mest kommende år. I den kommersielle potten fordeles 50% etter tabellplassering mens de resterende 50% fordeles etter tilskuertall, antall ganger klubben er flyttet ut av topprunden, og totalomtale av klubben. Alle disse faktorene vektet over de tre siste år. Den siste potten utvikling fordeles med 80% på stillinger og 20% på prosjekter (Torjusen og Måntrøen 2013).

Historisk	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Medieinntekter NTF	19 197 346	18 824 995	17 501 120	19 707 492	20 856 667	19 217 524
Endring		-1,9 %	-7,0 %	12,6 %	5,8 %	2,4 %

Tabell 9.9 Historisk utvikling medieinntekter

Som en ser av Tabell 9.9 har denne posten vært forholdsvis stabil, men økende de siste årene. De lave inntektene i 2011 og 2012 skyldes at de kom på 3. plass i Tippeligaen disse årene. Stigningen generelt i medieinntektene ser man ved at andreplassen i 2013 ga større inntekter enn førsteplassen i 2010.

For 2015 følger vi de prognosene Rosenborg selv har lagt til grunn for sitt budsjett, noe som innebærer en økning på 2,9%. 2016 er det siste året i den nåværende TV-avtalen (Myren 2013). Derfor legger vi til grunn en forsiktig vekst på 3,0% for 2016. For 2017 vil det komme en ny TV-avtale noe vi antar at vil øke inntektene med i overkant av 4% det første året av avtalen. De påfølgende årene antar vi en mer forsiktig vekst. Disse anslagene er basert på at Rosenborg fortsatt er i toppen, men av forsiktighetshensyn er det ikke antatt at Rosenborg kommer til å vinne Tippeligaen i anslagene.

Prognose	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Medieinntekter	21 456 000	22 100 000	23 000 000	23 500 000	24 000 000	24 500 000
Endring	2,9 %	3,0 %	4,1 %	2,2 %	2,1 %	2,1 %

Tabell 9.10 Prognoser medieinntekter 2015-2020

### 9.2.5 UEFA inntekt

Dette er en post som ikke mange andre norske klubber har. Grunnen til at denne er en egen post og at vi tar den med her er klubbens stolte historie og deres ambisjon om å igjen å kvalifisere seg til spill i Europa.

Historisk	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
UEFA-inntekt	31 364 076	4 597 623	20 135 529	5 441 256	3 901 215	13 087 940
Endring		-85,3 %	338,0 %	-73,0 %	-28,3 %	37,8 %

Tabell 9.11 Historiske UEFA-inntekter

Ser en på utviklingen i denne posten kommer det tydelig fram at dette er en variabel post.. Dette er naturlig da denne posten helt og holdent avhenger av om Rosenborg kommer seg gjennom kvalifiseringen til Europa eller ikke. Det kommer tydelig frem av Tabell 9.11 at Rosenborg var med i Europaligaen i 2010 og 2012.

Klubben selv opererer med beskjedne tall for 2015, med en inntekt på NOK 1,2 millioner. Dette vil gi en reduksjon på nesten 70% i forhold til hva de hadde i år, noe som kan sies å være svært forsiktig. Vi velger derfor ikke å følge dette forsiktige anslaget og antar at Rosenborg kommer gjennom første kvalikrunde. Vi har i våre prognoser antatt at Rosenborg klarer å kvalifisere seg for Europaligaen to ganger, i 2016 og i 2018. Grunnen til at summene her er høyere enn tidligere er at UEFA har besluttet å øke pengepremiene i Europa League fra og med sesongen 2015/2016 (UEFA 2015). Hvilke år de kommer til å kvalifisere seg er vilkårlig, men grunnen til at vi antar at de ikke gjør det i 2020 er at det vil føre til at vi i uttrykket for terminalverdien vil anta at de kvalifiserer seg for Europa League hver år til evig tid.

Prognose	2015	2016	2017	2018	2019	2020
UEFA-inntekt	4 000 000	40 000 000	5 000 000	40 000 000	6 000 000	8 000 000
Endring	2,5 %	900,0 %	-87,5 %	700,0 %	-85,0 %	33,3 %

Tabell 9.12 Prognose UEFA-inntekter 2015-2020

### 9.2.6 Annen driftsinntekt

Denne posten samler opp de resterende inntektene som Rosenborg generer. Størsteparten av disse inntektene er knyttet opp mot Lerkendal Stadion. De kommer fra utleie av lokalene, kurs og konferanser, konserter, og kiosksalg.

Historisk	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Annen driftsinntekt	46 769 834	53 085 340	34 659 475	32 137 765	26 414 978	38 613 478
Endring		13,5 %	-34,7 %	-7,3 %	-17,8 %	-11,6 %

Tabell 9.13 Historisk utvikling annen driftsinntekt

Dette en post som har gått nedover i hele perioden med unntak av utviklingen fra 2010 til 2011. Grunnen til at denne posten har vært fallende kan spores til at tilskuerantallet på Lerkendal har vært fallende. Det er også en underliggende faktor at klubben ikke har klart å ta ut det potensialet som ligger i å bruke Lerkendal Stadion som konsertarena. I løpet av 2014 ble selskapet Rosenborg Arena AS ble avvirket, og kurs og konferansevirksomheten overtatt av Scandic Lerkendal (Årsrapport 2014).

For 2015 har vi tatt utgangspunkt i budsjettet, men justert det litt opp da tilskuertallene så langt i år har vært over det som var budsjettert med. Denne posten avhenger sterkt av hvordan billettinntektene utvikler seg noe som vi tar hensyn til når vi setter opp våre prognoser. Siden den avhenger av billettinntektene vil også innsatsen i Europa påvirke, dermed vil prognosene være høyere for de årene hvor vi har antatt at klubben kvalifiserer seg til Europa League spill.

Prognose	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Annen driftsinntekt	27 000 000	35 000 000	30 000 000	40 000 000	35 000 000	37 000 000
Endring	2,2 %	29,6 %	-14,3 %	33,3 %	-12,5 %	5,7 %

Tabell 9.14 Prognoser annen driftsinntekt 2015-2020

## 9.3 Kostnader

I dette delkapitlet vil vi legge frem våre prognoser for hvordan Rosenborgs kostnader vil utvikle seg fremover de neste seks årene. Vi har valgt å skille kostnadene i to grupper, lønnskostnader og andre driftskostnader.

### 9.3.1 Lønnskostnader

Dette er den største enkeltkostnaden som Rosenborg har. Vi har valgt å se på denne kostnaden ut fra hvor stor andel den utgjør av klubbens omsetning.

Historisk	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Lønnskostnader	115 971 306	96 047 797	100 197 435	92 581 819	84 196 396	97 798 951
Andel av omsetning	49,5 %	50,4 %	46,5 %	53,0 %	51,1 %	50,3 %

Tabell 9.15 Historisk utvikling lønnskostnader

Hvis vi ser på utviklingen i denne posten kommer det frem at Rosenborg har lyktes med å få ned sine lønnskostnader de siste fem årene. Det har vært nødvendig da de var ekstremt høye rundt 2010. Det er ellers verdt å bemerke at selv om lønnskostnadene har gått ned har også omsetningen gjort det samme. Derfor har forholdstallet lønn/omsetning forblitt noenlunde likt gjennom perioden. Videre er det naturlig å se for seg at En økning i omsetningen vil være med å øke lønnsutgiftene.

Vi regner med at Rosenborgs satsning på SalMar akademiet vil gi resultater i at klubben får flere egenutviklede spillere i årene som kommer. Disse spillerne vil kreve lavere lønninger enn etablerte norske eller utenlandske spillere hentet fra andre klubber. Dette vil derfor bremse utviklingen i lønnsvekst i årene som kommer, og gjøre at Rosenborg kommer bedre ut når det gjelder lønn/omsetning.

For 2015 legger vi klubbens budsjett til grunn for vår prognose. Videre tar vi utgangspunkt i en forsiktig vekst, med enkelte svingninger knyttet til prestasjoner i Europa. Derfor vil lønningene som andel av omsetning nærme seg dagens nivå i slutten av perioden.

Prognose	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Lønnskostnader	75 535 200	94 605 000	81 070 000	104 167 500	89 842 500	96 692 000	102 745 760
Andel av omsetning	45,0 %	42,0 %	44,0 %	43,0 %	45,0 %	46,0 %	47,0 %

Tabell 9.16 Prognose lønnskostnader 2015-2021

### 9.3.2 Andre driftskostnader

Andre driftskostnader er en oppsamlingspost for kostnadene Rosenborg har utenom lønnskostnader og av- og nedskrivninger. De største kostnadene i denne posten er knyttet til kampdag, reise til bortekamper, og sponsor- og annonsekostnader. Vi har valgt å se på denne kostnaden som en andel av omsetningen.

Historisk	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Andre driftskostnader	81 644 888	70 212 507	68 581 158	65 741 401	61 162 670	69 468 525
Andel av omsetning	34,8 %	36,9 %	31,8 %	37,7 %	37,1 %	35,9 %

Tabell 9.17 Historisk utvikling andre driftskostnader

Som en ser av Tabell 9.17 har denne posten vært fallende for alle årene i vår periode i absolutte tall. Selv om den har vært fallende i absolutte tall er det viktig å bemerke at som andel av omsetning har den derimot vært høyere for årene 2013 og 2014 enn den var tidligere i perioden. Vi følger anslagene til klubben her, men tror det blir vanskelig for klubben å senke denne kostnaden i de påfølgende år. Dette kommer av at vi regner med en økning i tilskuertall og kvalifisering til Europa som vil øke driftskostnadene.

Prognose	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Andre driftskostnader	59 588 880	75 458 750	62 645 000	82 365 000	71 874 000	77 774 000	83 071 040
Andel av omsetning	35,5 %	33,5 %	34,0 %	34,0 %	36,0 %	37,0 %	38,0 %

Tabell 9.18 Prognose andre driftskostnader 2015-2021

## 9.4 Prognose EBITDA

Vi har nå laget en prognose for de inntektene og kostnadene som inngår i EBITDA og kan dermed samle de i en Tabell 9.19 for å oppsummere hva Rosenborgs EBITDA etter våre prognoser blir. Tallene vil videre bli brukt til å komme frem til en normalisert kontantstrøm.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 (N)
Sponsorinntekter	58 400 000	60 150 000	62 250 000	64 750 000	67 650 000	70 700 000	
Inntekter og VIP	45 000 000	53 000 000	46 000 000	56 000 000	47 000 000	48 000 000	
Gevinst salg spillere	12 000 000	15 000 000	18 000 000	18 000 000	20 000 000	22 000 000	
Medieinntekter	21 456 000	22 100 000	23 000 000	23 500 000	24 000 000	24 500 000	
UEFA-inntekt	4 000 000	40 000 000	5 000 000	40 000 000	6 000 000	8 000 000	
Annen driftsinntekt	27 000 000	35 000 000	30 000 000	40 000 000	35 000 000	37 000 000	
Sum driftsinntekter	167 856 000	225 250 000	184 250 000	242 250 000	199 650 000	210 200 000	218 608 000
Lønnskostnader	75 535 200	94 605 000	81 070 000	104 167 500	89 842 500	96 692 000	102 745 760
Andre driftskostnader	59 588 880	75 458 750	62 645 000	82 365 000	71 874 000	77 774 000	83 071 040
Sum driftskostnader	135 124 080	170 063 750	143 715 000	186 532 500	161 716 500	174 466 000	185 816 800
<b>Normalisert EBITDA</b>	<b>32 731 920</b>	<b>55 186 250</b>	<b>40 535 000</b>	<b>55 717 500</b>	<b>37 933 500</b>	<b>35 734 000</b>	<b>32 791 200</b>

Tabell 9.19 Prognose EBITDA 2015-2021

## 9.5 Investeringer

For å kunne den endelige kontantstrømmen fra drift må vi trekke fra investeringer fra EBITDA. Vår prognose vil bygge på de historiske dataene fra analysen for årene 2010-2014.

Historiske investeringer	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Utbetalinger ved kjøp av varige driftsmidler	-7 203 185	-9 979 730	-906 558	-45 814 810	-21 977 551	-17 176 367
Innbetalinger ved salg av varige driftsmidler	3 307 553	9 470 343	24 645 244	5 464 172	272 400	8 631 942
Utbetalinger ved kjøp av spillerrettigheter	-6 276 501	-36 965 764	-27 698 640	-32 322 441	-12 720 266	-23 196 722
Innbetalinger ved salg av spillerrettigheter	23 917 143	22 573 017	51 092 024	25 529 714	23 057 800	29 233 940
Netto investeringer	13 745 010	-14 902 134	47 132 070	-47 143 365	-11 367 617	-2 507 207
Sum driftsinntekter	234 373 305	190 436 586	215 595 228	174 541 397	164 745 737	
% av driftsinntekter	-5,9 %	7,8 %	-21,9 %	27,0 %	6,9 %	2,80 %

Tabell 9.20 Historisk utvikling investeringer

Fra disse tallene ser vi at det er spillerinvesteringer som er hovedinvesteringen for Rosenborg. Det er naturlig for en fotballklubb at investeringer i spillere enten det er talent eller toppspillere utgjør den største delen av investeringene.

Det er også verdt å merke seg at Rosenborg faktisk har større innbetalinger knyttet til salg enn de har utbetalinger med tanke på kjøp. Noe som tyder på at Rosenborg har lyktes med å videreutvikling spillere og solgt de med fortjeneste. I fremtiden gjelder det å få utviklet flere spillere som er oppfostret i Rosenborg, siden man minimerer utbetalingen med tanke på kjøp men fortsatt opprettholder innbetalingene med tanke på salg.

Rosenborg har også en del utbetalinger når det gjelder kjøp av varige driftsmidler, men med varierende størrelse fra år til år. Innbetalinger knyttet til salg av driftsmidler er tilstede og varierer en del.

Prognose	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Investeringer	3 %	4 %	5 %	4 %	5 %	5 %	5 %

Tabell 9.21 Prognose for Rosenborgs driftsinvesteringer i % av driftsinntekter

Våre prognoser for fremtiden bygger på at Rosenborg fortsatt vil genere såpass med inntekter fra spillersalg at de vil holde investeringsnivået lavt i forhold til inntektene. Vi forventer allikevel at den vil øke noe i satsningen mot spill i Europa. Grunnen til at veksten er moderat er at vi antar at spill i Europa også vil føre med seg økt spillersalg, dermed kommer veksten opp i overkant av den evigvarende veksten.

## 9.6 Arbeidskapital

I tillegg til å gi en prognose på Rosenborgs fremtidige investeringer, må vi også gi en prognose på endringen i arbeidskapital i tiden fremover. Arbeidskapital er definert slik: *Arbeidskapital = omløpsmidler – kortsiktig gjeld* (Eklund & Knutsen 2011).

Omløpsmidler vil i vår utregning være de driftsrelaterte, og gjelden vil være den ikke-rentebærende. En økning i arbeidskapital vil legge beslag på midler som kunne vært brukt på andre områder og dermed ha en negativ effekt på selskapets kontantstrøm, mens en nedgang vil ha motsatt effekt.

Historiske arbeidskapital	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
<b>Operasjonelle omløpsmidler</b>						
Varelager	4 417 639	5 750 789	5 939 455	4 017 220	3 384 255	
Kundefordringer	9 331 390	5 774 352	4 637 391	10 026 069	6 126 852	
Andre fordringer	20 106 779	17 396 242	57 273 641	22 288 895	37 529 501	
Kasse/bank/post	14 954 564	8 444 761	11 662 406	11 366 781	9 043 067	
<b>Ikke-rentebærende gjeld</b>						
Utsatt skatt	0	0	3 574 227	4 698 962	5 771 569	
Leverandørgjeld	6 702 844	8 583 839	6 256 557	15 100 360	2 982 335	
Skyldige offentlige utgifter	16 805 051	8 960 619	14 187 930	11 381 277	11 847 028	
Annen kortsiktig gjeld	43 800 983	26 337 965	20 892 247	17 179 799	21 461 941	
Arbeidskapital	-18 498 506	-6 516 279	34 601 932	-661 433	14 020 802	4 589 303
Arbeidskapital i % av driftsinntekter	-7,9 %	-3,4 %	16,0 %	-0,4 %	8,5 %	2,57 %

Tabell 9.22 Historisk utvikling i arbeidskapital

Fra Tabell 9.22 ser vi at Rosenberg bygde opp arbeidskapitalen de to første årene. Det neste året opplever de en nedbygging, mens det siste året viser en oppbygging. Dermed ender Rosenberg opp med en positiv arbeidskapital i 2014. Dette gir et snitt over perioden som viser at Rosenberg har bygd opp sin arbeidskapital i løpet av perioden.

Vi antar at Rosenberg vil bygge videre på denne trenden og fortsette å bygge opp sin arbeidskapital i årene som kommer.

Prognose	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Arbeidskapital i % av driftsinntekter	3 %	3,2 %	3,4 %	3,6 %	3,8 %	4,0 %	4,0 %

Tabell 9.23 Prognose for arbeidskapital 2015-2021

## 10 Verdsettelse av Rosenborg Ballklub

Etter å ha gjort et grundig arbeid med å komme frem til prognoser for budsjetteringsperioden, gjenstår det nå å komme frem til verdien av egenkapitalen. Her tar vi utgangspunkt i verdien av totalkapitalen, før vi trekker fra netto finansiell gjeld, og legger til nåverdien av eventuelle skattefordeler. Totalkapitalen kommer vi frem til ved å summere de neddiskonterte kontantstrømmene fra 2015 til 2020 for å så legge til terminalverdien.

### 10.1 Terminalverdi

Terminalverdien er nåverdien man får når man neddiskonterer kontantstrømmen selskapet har i terminalåret. Det baserer seg på at man antar selskapets kontantstrømmer vil vokse med en konstant ratio til evig tid (Damodaran 2012). I denne oppgaven er terminalverdien basert på kontantstrømmen i 2021, som vi har satt som normalår, og gir en indikasjon på hvordan klubben vil driftes i fremtiden.

Roller til terminalverdien i kontantstrømsmodeller har blitt kritisert for at den utgjør for stor andel av verdien, og for at det er enkelt å manipulere den for å få de tallene en ønsker. I følge Damodaran (2012) er begge deler feil. Han mener det er korrekt at den største delen av verdien kommer fra terminalverdien, men at det ikke er unaturlig siden den største avkastningen ved en investering kommer når du selger den. Det at terminalverdien manipuleres kommer av at man enten bruker multipler for å komme frem til verdiene, eller fordi de bryter en eller begge av de to grunnleggende forutsetningene for modeller med stabil vekst. Den ene er at veksten ikke kan overstige den samlede veksten i økonomien og den andre er at selskaper må reinvestere nok i den stabile veksten for å kunne generere vekst (Damodaran 2012).

Vi har valgt å bruke modellen under for å beregne Rosenborgs terminalverdi.

$$\text{Terminalverdi} = \frac{\text{Kontanstrøm i normalår}}{(WACC - \text{vekstrate})}$$



## 10.2 Skattefordel

Utsatt skattefordel er skatt som kan dekkes i fremtidige perioder. Den er gjerne knyttet til skattereduserende midlertidige forskjeller og skattemessig underskudd til framføring (Kristoffersen 2014). For å kunne føre opp utsatt skattefordel må det være sannsynlighetsovervekt for at den kan bli benyttet. Etter god norsk regnskapsskikk legges fortsatt drift til grunn, og dermed er dette en grunnløs bestemmelse (Kinserdal 2014). I vår oppgave beregner vi den utsatte skattefordelen basert på fremførbart underskudd som vi multipliserer med den nominelle skattesatsen på 27% for å finne den utsatte skattefordelen.

Rosenborg har i sitt årsregnskap for 2014 oppført et skattemessig framførbart underskudd på NOK 5 220 633. Dette gir en skattefordel på NOK 1 409 571, som vi antar at de kommer til å benytte seg av i 2015, og gir en nåverdi på NOK 1 319 901.

## 10.3 Egenkapitalverdi

Vi startet med å finne den fremtidige kontantstrømmen for budsjettårene 2015 til 2020 og neddiskonterte disse med avkastningskravet 6,8% og får da en nåverdi på NOK 124 325 691. Deretter legger vi inn den neddiskonterte terminalverdien NOK 355 028 828, som gir oss en total kapitalverdi på NOK 479 354 519. For å kunne komme fram til egenkapitalverdien har vi trukket fra den finansielle gjelden på NOK 162 801 679 og lagt til nåverdien av skattefordelen på NOK 1 319 901. Dette gir en egenkapitalverdi på NOK 317 872 741. Verdsettelsen er oppsummert i Tabell 10.1.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 (N)
<b>Normalisert EBITDA</b>	32 731 920	55 186 250	40 535 000	55 717 500	37 933 500	35 734 000	32 791 200
Normaliserte investeringer	5 035 680	9 010 000	9 212 500	9 690 000	9 982 500	10 510 000	10 930 400
Endring arbeidskapital	-8 985 122	2 172 320	-943 500	2 456 500	-1 134 300	821 300	336 320
Normalisert kontantstrøm	36 681 362	44 003 930	32 266 000	43 571 000	29 085 300	24 402 700	21 524 480
Effektiv skatt (27%)	9 903 968	11 881 061	8 711 820	11 764 170	7 853 031	6 588 729	5 811 610
Normalisert kontanstr. etter skatt	26 777 394	32 122 869	23 554 180	31 806 830	21 232 269	17 813 971	15 712 870
Avkastningskrav	1,0679	1,1405	1,2180	1,3007	1,3891	1,4834	1,5842
Neddiskontert kontantstrøm	25 073 955	28 165 884	19 338 891	24 453 358	15 285 127	12 008 476	355 028 828

<b>Total kapitalverdi</b>	479 354 519
Finansiell gjeld	162 801 679
Nåverdi av skattefordeler	1 319 901
<b>Egenkapitalverdi</b>	317 872 741

Tabell 10.1 Rosenborgs egenkapitalverdi

## 11 Komparativ verdsettelse

Vi har tidligere konkludert med at verdsettelse ved hjelp av multipler ikke er gjennomførbart for Rosenborg. Komparativ verdsettelse krever at bransjen har en viss størrelse og med selskaper som enkelt kan sammenlignes. Det er ikke tilfelle i norsk toppfotball. Ingen klubber er på børs og bransjen er liten, derfor har vi søkt etter andre alternativer til fundamentale verdsettelse.

Et interessant alternativ er en multivariat modell utviklet av Tom Markham fra Universitetet i Reading. Modellen tar utgangspunkt i flere variabler som indikerer hvor godt en klubb er driftet. Den er utviklet og testet på engelske klubber, og har gode resultater sammenlignet med tradisjonelle verdsettelsesmetoder. Modellen er som følger:

$$Klubbverdi = \frac{(Omsetning + Netto eiendeler) \times \frac{(\text{Årsresultat} + Omsetning)}{Omsetning} \times (\text{Stadionkapasitet i \%})}{Lønn/Omsetning}$$

I vårt framtidsregnskap har vi kommentert viktigheten av flere variabler i denne modellen. Estimert verdi av egenkapitalen til Rosenborg med denne modellen blir da NOK 436 981 564. Verdiestimatet er høyere enn det den fundamentale verdsettelsen gir, det er ikke uventet siden modellen belønner klubben for sin høye omsetning og klubben eier Lerkendal (Markham 2013).

## 12 Analyse av usikkerhet i verdiestimatet

Vi har nå kommet fram til en verdi på egenkapitalen til Rosenborg på NOK 317 872 741. Bakgrunnen for denne verdien bygger på estimer vi gjorde når vi laget framtidsregnskapet tidligere. Disse estimatene er langt fra sikre, og derfor finner vi det nødvendig å teste hvor sensitivt verdiestimatet er for endringer i de enkelte variablene. Dette vil vi teste ved hjelp av en sensitivitetsanalyse. Vi vil også foreta en simulering av verdiestimatet for å se sannsynlighetsfordelingen.

### 12.1 Sensitivitetsanalyse

Her ønsker vi å undersøke hvilke variabler som er mest sensitive i forhold til endringer. Det sjekker vi ved å endre de verdiene vi bruker i framtidsregnskapet for å se hvordan det påvirker verdien av egenkapitalen.

#### 12.1.1 Endring i WACC og vekstfaktor

		Utvikling i egenkapital ved endring av vekst og WACC						
		WACC						
		5,5 %	6,0 %	6,5 %	6,8 %	7,0 %	8,0 %	9,0 %
Vekst	2,5 %	324 548 605	261 709 845	214 473 295	191 812 351	177 639 611	123 836 895	86 340 008
	3,0 %	397 192 214	312 054 686	251 114 170	222 756 073	205 298 476	140 897 242	97 682 698
	3,5 %	506 157 629	382 537 464	299 968 670	263 094 729	240 859 873	161 748 778	111 087 697
	4,0 %	687 766 654	488 261 631	368 364 969	<b>317 872 741</b>	288 275 069	187 813 198	127 173 695
	4,5 %	1 050 984 702	664 468 575	470 959 419	396 533 108	354 656 344	221 324 595	146 834 359
	5,0 %	2 140 638 849	1 016 882 464	641 950 168	519 048 137	454 228 256	266 006 458	171 410 189
	5,3 %	4 319 947 142	1 369 296 352	778 742 767	610 068 116	525 351 050	294 440 371	186 155 687

Tabell 12.1 Utvikling i egenkapital ved endring av vekst og WACC

De to faktorene har stor påvirkning på verdien til Rosenborg. De estimatene vi har på disse to størrelsene er basert på skjønn, og derfor er det interessant å se hvordan verdien blir påvirket når vi endrer en eller begge av disse.

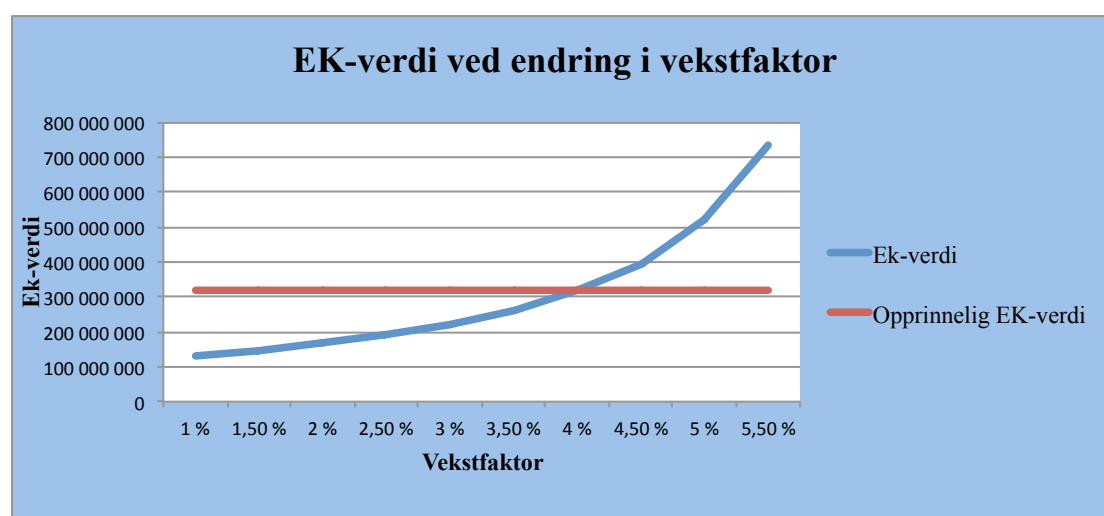
Vi har markert utgangspunktet for vår verdsettelse som er en vekst på 4% og et avkastningskrav på 6,8%. Tabell 12.1 viser hvordan verdien utvikler seg når vi endrer en eller begge faktorene.

Hvis man holder veksten konstant på 4% vil verdien variere fra NOK 127 millioner til NOK 687 million ved ulike avkastningskrav. Holdes avkastningskravet konstant vil verdien variere mellom NOK 192 millioner og NOK 610 millioner ved ulik vekst.

Ytterpunktene i Tabell 12.1 over er ved et avkastningskrav på 9% og en vekst på 2,5% som gir en verdi på NOK 86 millioner, mens et avkastningskrav på 5,5% og en vekst på 5,3% gir en verdi på over NOK 4 milliarder.

### 12.1.2 Endring i vekstfaktor

Vekstfaktoren er en faktor som har stor påvirkningskraft i verdsettelse som benytter Gordons vekstformel når det kommer til terminalverdi. Vår vekstfaktor består av den forventede veksten i BNP på lang sikt, og de langsiktige inflasjonsforventningene. Det er derfor viktig å se på hvordan andre forutsetninger av disse vil påvirke verdien.



Figur 12.1 EK-verdi ved endring av vekstfaktor

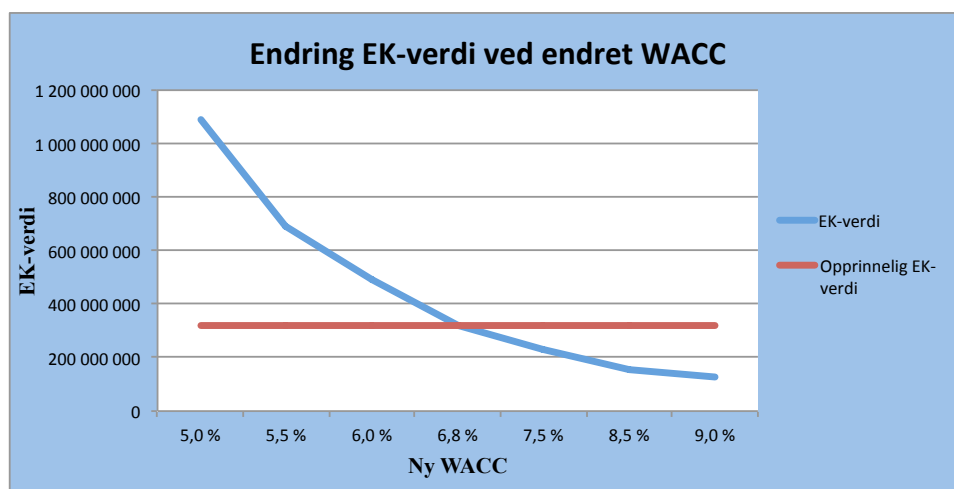
Det kommer tydelig frem av Figur 12.1 at når veksten øker, øker verdien også. Denne sammenhengen er ikke unaturlig siden høyere vekst antyder økte kontantstrømmer fra fremtidens drift.

Kurven i Figur 12.1 er konveks. Det innebærer at når vi øker veksten utover det Figur 12.1 viser, øker verdien kolossalt. Å anta en slik høy vekst er nok urealistisk da det innebærer at Rosenborg vil oppleve en vekst utover økonomien som helhet. Da er det mer naturlig å anta en lavere vekst i dagens økonomiske klima. Dette vil føre til en verdi som etter hvert vil

nærme seg null. Det viktigste poenget å ta med seg fra Figur 12.1 er at den viser at konsekvensene er større ved å anta en for høy vekst enn å anta for lav vekst.

### 12.1.3 Endring i avkastningskrav

Avkastningskravet er også en faktor som påvirker egenkapitalverdien. Den representerer diskonteringsfaktoren og spiller sammen med vekstraten en essensiell del når det gjelder terminalverdien.



Figur 12.2 Endring EK-verdi ved endret WACC

Vi ser av Figur 12.2 at en lavere WACC vil sende verdien til himmels. Grunnen til dette er at avkastningskravet da vil være nære vekstfaktoren, og vi får en svært høy terminalverdi. Hvis kravet senkes til 5% vil verdien til Rosenberg tredobles, og det indikerer en voldsom sensitivitet. Økes kravet til 9% vil derimot verdien bare være litt over en tredjedel av hva den er i normaltstanden. Dette tyder på et krav som er svært sensitivt, vi vil derfor i neste avsnitt se hvordan endringer i noen av disse faktorene som inngår i avkastningskravet påvirker verdien.

### 12.1.4 Endringer i variabler som inngår i WACC

Vi skal nå vise hvordan endringer i ulike variabler som inngår i avkastningskravet påvirker verdien til egenkapitalen. De variablene vi har inkludert er risikofri rente, markedspremie, betaverdien, småbedriftspremie, egenkapital- og gjeldskrav.

Vi har i Tabell 12.2 sett på hvordan egenkapitalverdien utvikler seg når vi justerer de tidligere nevnte faktorene fra -30% til +30%. Fra Tabell 12.2 ser vi at det er småbedriftspremien som har størst påvirkningskraft, og at gjeldskravet spiller en viktig rolle når det gjelder verdien.

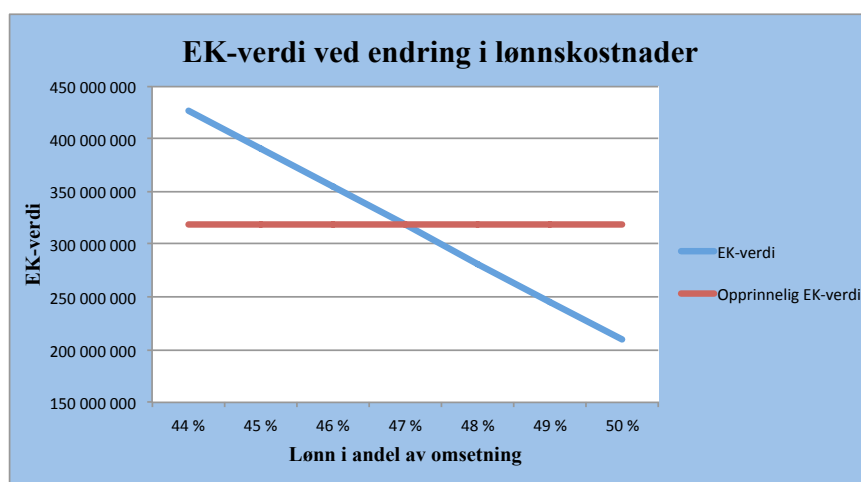
Utvikling egenkapitalverdi ved endring av variabler som inngår i WACC										
	-30 %	-20 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	20 %	30 %	
Risikofri rente	370 720 372	351 725 077	334 161 441	325 866 609	<b>317 872 741</b>	310 163 660	302 724 327	288 599 869	275 398 341	
Markedspremie	414 825 951	378 009 303	345 985 682	331 486 795	<b>317 872 741</b>	305 064 505	292 992 209	270 814 119	250 918 374	
Beta	427 966 773	385 520 815	349 242 123	333 008 554	<b>317 872 741</b>	303 726 414	290 475 090	266 336 080	244 903 713	
Småbedriftspremie	819 259 848	558 642 795	411 991 933	360 310 343	<b>317 872 741</b>	282 393 220	252 282 265	203 909 145	166 724 620	
Egenkapitalkrav	418 950 600	380 382 283	347 020 146	331 971 410	<b>317 872 741</b>	304 636 463	292 185 368	269 373 386	248 976 871	
Gjeldskrav	457 605 050	401 956 053	356 186 984	336 217 249	<b>317 872 741</b>	300 961 849	285 321 948	257 318 980	232 967 678	

Tabell 12.2 Utvikling egenkapital ved endring av variabler som inngår i WACC

Hvis man reduserer småbedriftspremien med 30%, vil klubben være verdt i overkant av NOK 800 millioner, hvis den reduseres tilsvarende vil verdien kun være på NOK 167 millioner. Reduseres gjeldskravet med 30% vil det gi en verdi på over NOK 450 millioner, økes det med 30% vil verdien være på NOK 233 millioner.

### 12.1.5 Endring i lønnsandel

Siden lønnskostnaden er den største enkeltkostnaden i Rosenborg er det interessant å se hvordan endringer i denne variabelen påvirker verdien.



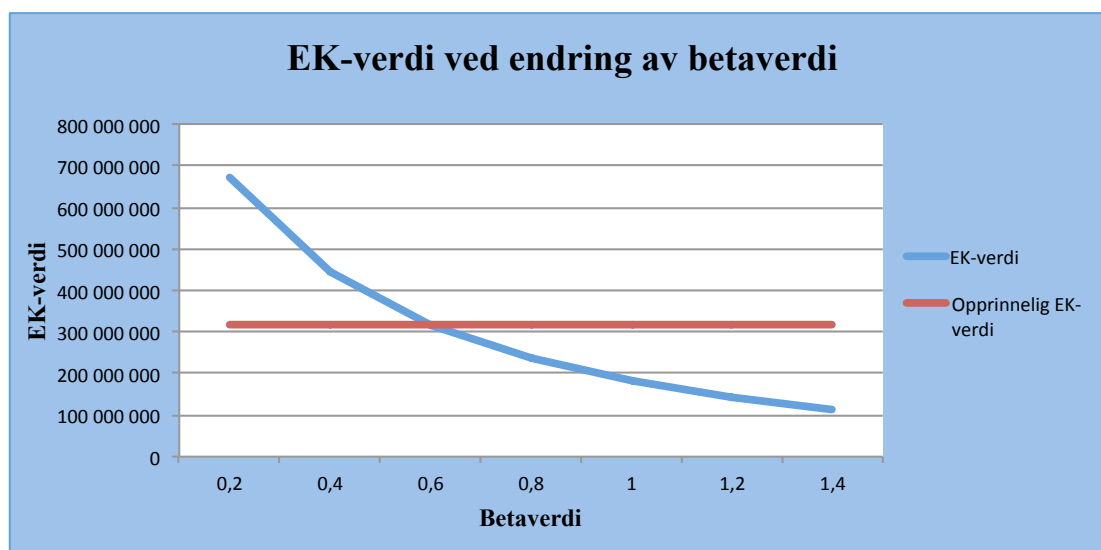
Figur 12.3 EK-verdi ved endring i lønnskostnader

Som en ser av Figur 12.3 er det en lineær sammenheng mellom lønnsandelen av omsetningen og verdien til Rosenborg. Desto høyere andel av omsetningen som brukes på lønn desto lavere vil verdien av klubben bli. Hvis andelen øker til 50%, vil verdien til klubben synke til NOK 210 millioner, hvis den kuttes til 44%, vil verdien være på NOK 426 millioner. Siden

det her er en lineær sammenheng, vil det å kutte lønnsandelen 1 prosentpoeng gi en økning i verdi som er tilsvarende den nedgangen i verdi det å øke 1 prosentpoeng gir.

### 12.1.6 Endring i betaverdi

Dette er en variabel som er svært vanskelig å estimere for fotballklubber og derfor er det viktig å sjekke hvor sensitivt verdierestimatet er for endringer i denne variabelen.

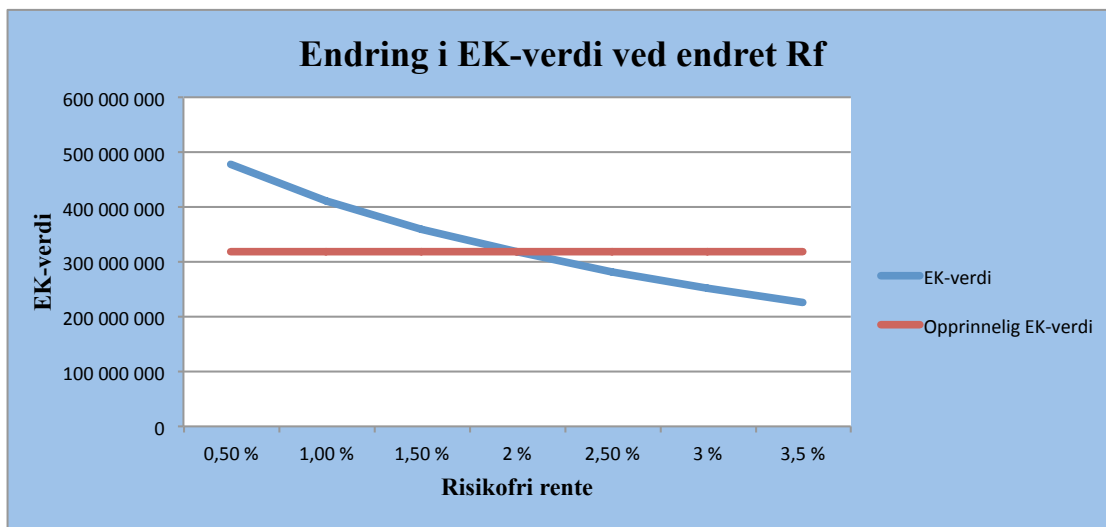


Figur 12.4 EK-verdi ved endring av betaverdi

Figur 12.4 viser hvordan endring i betaverdien påvirker egenkapitalverdien. Det kommer tydelig frem at en lavere beta enn 0,6 fører til at verdien skyter i været. En beta på 0,2 fører til at verdien overdobler seg. En høyere beta senker verdien av klubben, men endringen er ikke like dramatisk som når vi senker betaverdien. En beta på 1 gir oss en verdi på i rundt av NOK 180 millioner. Det vi observerer her kommer er at en økning i diskonteringsfaktoren har mindre innvirkning enn reduksjon. Dette kommer av at en lavere diskonteringsfaktor vil føre til at man dividerer på et lavere tall når man regner ut terminalverdien, og dermed blir utslagene store.

### 12.1.7 Endring i risikofri rente

Den risikofrie renten er en variabel det er vanskelig å predikere og dermed knyttes det en del usikkerhet rundt denne.



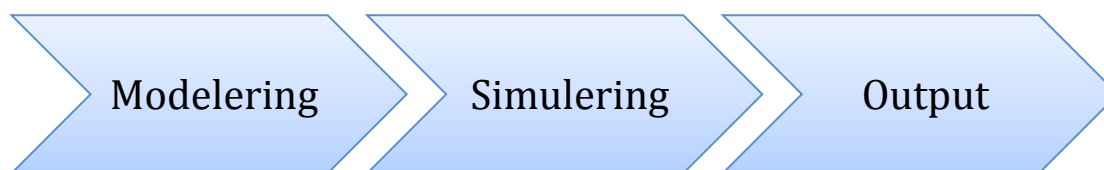
Figur 12.5 Endring i EK-verdi ved endret risikofri rente

Vi ser av Figur 12.5 at endringer i denne variabelen påvirker verdien noe mindre enn endringer i betaverdien gjør. Verdiendringen er større hvis man reduserer den risikofrie renten enn hvis man øker verdien. Slik situasjonen er i dag, er det på kort sikt et mer realistisk scenario at renten på norske statsobligasjoner vil gå ytterligere ned enn at den vil stige. Hvis man ser på det i lengre perspektiv, er det naturlig å tenke at renten skal opp siden den i dag er på et historisk lavt nivå.

## 12.2 Monte Carlo simulering

Sensitivitetsanalysen er partiell som betyr at vi bare endrer en og en variabel om gangen, som er dens største svakhet (Bøhren & Gjærum 1999). Derfor ønsker vi å supplere denne med en Monte Carlo simulering. Simulering er et av de viktigste verktøyene for å analysere stokastiske systemer. Ved å simulere imiterer man prosesser eller systemer som forekommer i den virkelige verden. Det er som oftest en matematisk modell. Simulering, tar i likhet med rene matematiske modeller forutsetninger om atferden til systemet det modellerer. Monte Carlo modellen krever input, ofte kalt parametere, og output som kan være prestasjonen til et system, prisen til en finansielt instrument eller i vårt tilfelle verdien til et selskap. Det er vanlig å sette opp modellen slik at man kan endre parameterne i et gitt intervall, slik at man danner seg et mer komplett bilde av de mulige utfallene (McLeish 2005). I vår modell har vi valgt normal- eller uniformfordelte variabler. Prosessen i Monte Carlo simulering har vi illustrert i Figur 12.6.





Figur 12.6 Simulerings prosessen (McLeish 2005)

Fordelen til en Monte Carlo simulering kontra sensitivitetsanalysen er at man her kan endre i flere parametere samtidig. Man kan også gjøre modellene mer komplekse og ta færre forutsetninger, og dermed komme så nærme å fremstille virkeligheten som mulig. Det er også enkelt å inkludere nye variabler som man er usikker på. Svakheten er at simuleringen kan manipuleres for å gi de resultatene man ønsker. Derfor er viktig å være kritisk med inputvariablene og egenskapene deres.

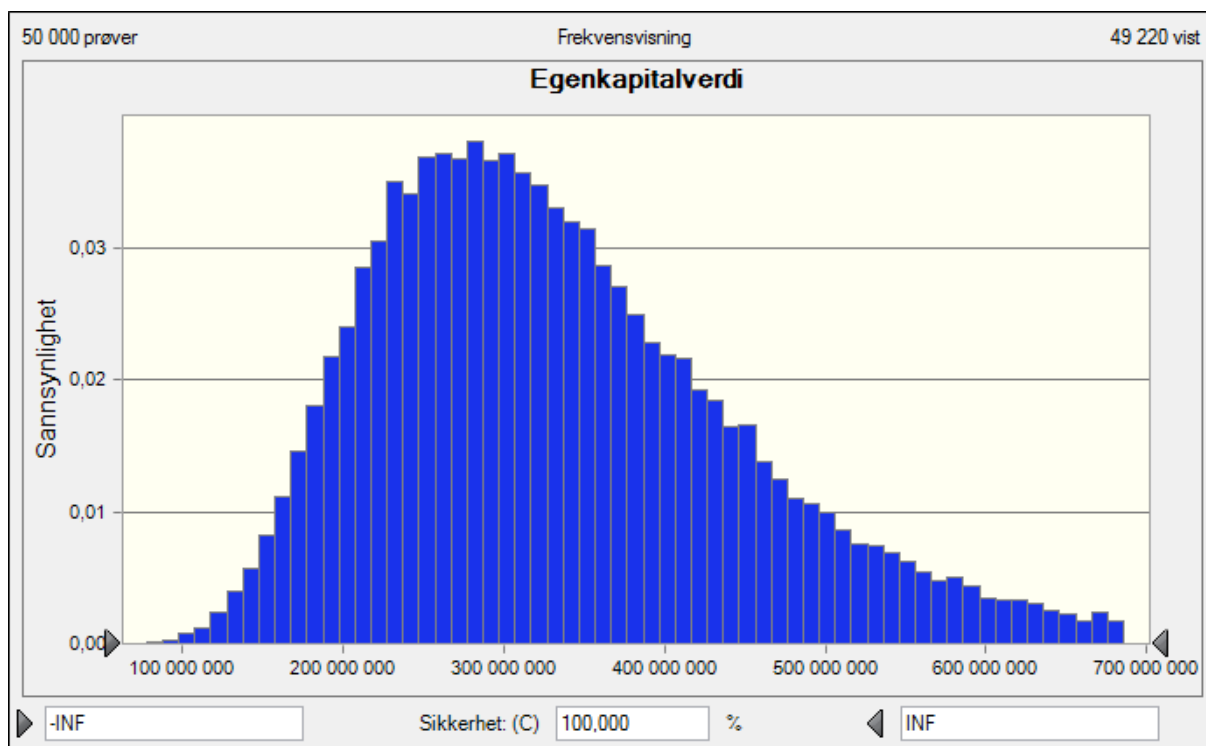
For å kunne kjøre Monte Carlo simuleringen måtte vi bestemme oss for hvilke variabler vi skulle ha med som input og hvordan disse skulle modelleres. Vi valgte å ta med de variablene det er mest usikkerhet rundt, og som påvirker mest. Vår simulering kjører vi i Excel gjennom tilleggsprogrammet kalt [Crystal Ball](#) fra Oracle . Crystal Ball kjører flere trekninger av de input variablene vi har valgt og kommer deretter fram til en sannsynlighetsfordeling av verdiestimatene.

Vi har satt opp vår modell slik at vi antar at noen verdier er faste, det vil si at de har den verdien vi har gitt de i hver enkelt trekning. De variablene vi er usikre på har vi definert enten som normalfordelt med forventningsverdi og standardavvik, eller som uniformfordelt med minimums- og maksimumsverdi. Deretter har vi lagt inn cellen for egenkapitalverdien som utdatacelle.

Parameter	Fordeling
Driftsinntekt (N)	N [219;25]
Lønnskostnad av omsetning	U [0,45;0,49]
Andre driftskostnader av omsetning	U [0,36;0,40]
Investeringer normalår	U [0,04;0,06]
Markedspremie	U [0,04;0,06]
Beta	U [0,45;0,70]
Risikofri rente	U [0,01;0,035]
Småbedriftspremie	U [0,03;0,05]

Tabell 12.3 Parameter for simuleringen

Når vi har kjørt simuleringen får vi følgende output:



Figur 12.7 Sannsynlighetsfordeling av egenkapitalverdi

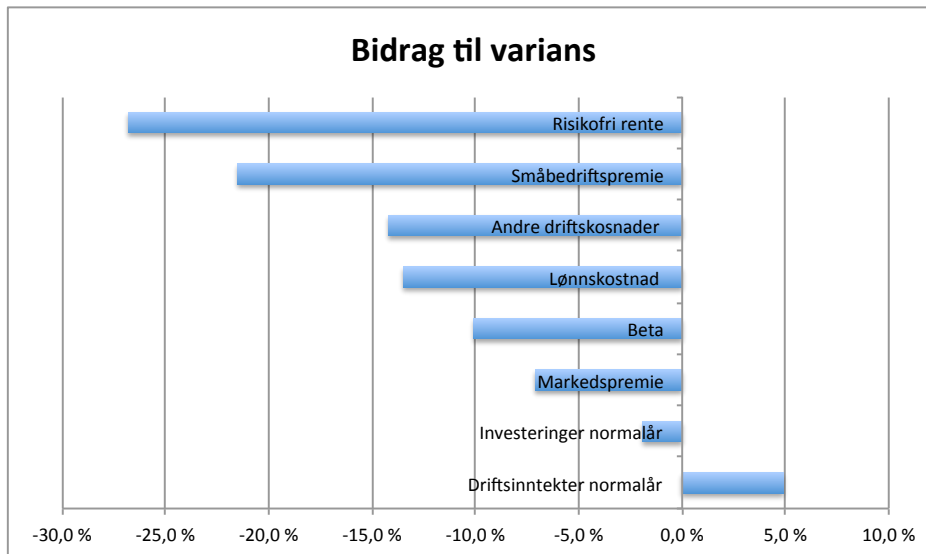
Man ser av Figur 12.7 at fordelingen ikke er normalfordelt. Denne fordelingen ligner mer på en lognormal fordeling.

Statistikk	Prognoseveridier
Antall trekninger	50 000
Basistilfelle	317 872 741
Gjennomsnitt	338 819 973
Median	317 673 400
Standardavvik	123 861 172
Skjevhet	1,11
Kurtose	5,00
Varianskoeffisient	0,3656
Minimum	78 072 366
Maksimum	1 237 260 389
Gjennomsnittlig standardfeil	553 924

Figur 12.8 Statistiske data ved simulering

Gjennomsnittet er på nesten NOK 339 millioner, mens medianen ligger like i underkant av vårt estimat med NOK 317 673 400. Standardavviket er på nesten NOK 124 millioner.

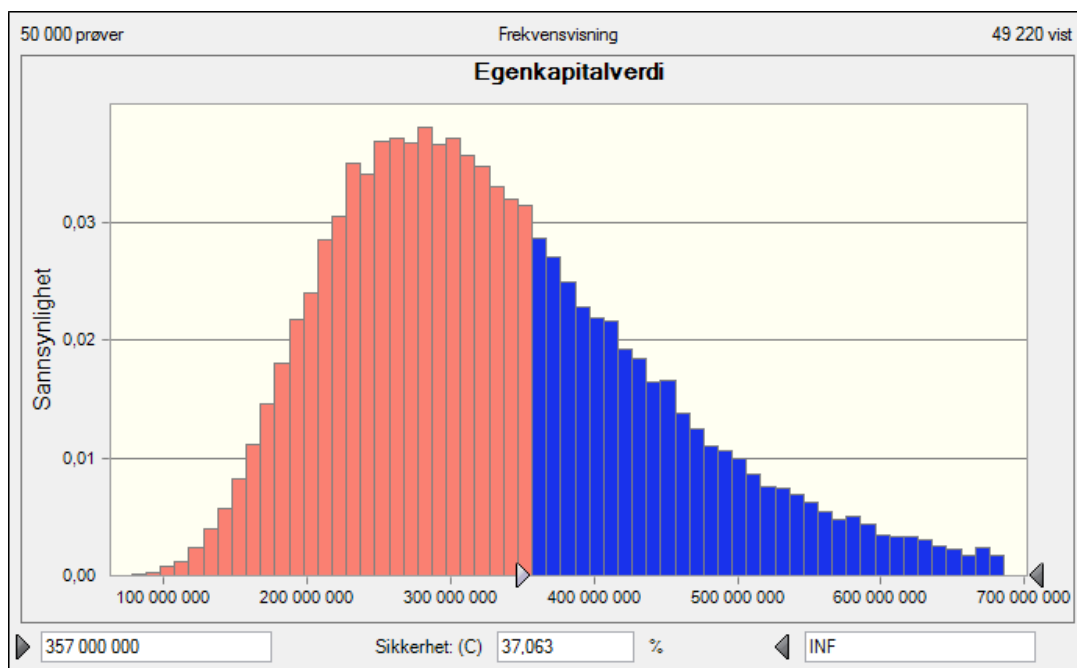
Skjevhet måler til hvilken grad en fordeling ikke er symmetrisk rundt medianverdien. Kurtose måler hvor fete halene til fordelingen er. En normalfordeling har 0 i skjevhet og har en kurtose på 3. (Brooks 2008). Vår fordeling har en skjevhet på 1,11, noe som vil si at den har en positiv skjevhet og dermed en lang hale til høyre. Kurtosen til vår fordeling er på 5, noe som vil si at den er leptokurtisk og har tynnere hale og spissere rundt gjennomsnittet. Minimumsverdien er på NOK 78 millioner og maksimumsverdien er på NOK 1 237 millioner. Disse verdiene viser bare mulighetsområdet og vektlegges derfor ikke.



Figur 12.9 Variablenes bidrag til varians

Figur 12.9 viser at det er den risikofrie renten som bidrar til mest negativ varians, noe som ikke er uventet da denne er en parameter som er volatil, og derfor er intervallet satt åpent. En ser også at småbedriftspremie bidrar mye, som er naturlig da den utgjør en betydelig andel av avkastningskravet. En ser også at kostnadspostene andre driftskostnader og lønnskostnad bidrar med nesten -15%, det tilsier at det er mulig å øke klubbens verdi hvis man etablerer et godt kostnadsstyringssystem. Både betaverdi, markedspremie og investeringer i normalåret bidrar med negativ varians men i mindre grad. Driftsinntektene i normalåret bidrar med 5% i positiv varians, det som vil si at en økning i denne posten øker verdien. Vi ønsker videre og se på oppsidepotensiale og nedsiderisikoen til verdien. Vi ønsker å belyse dette ved å endre medianen med 12,5% i verdi både opp og ned.

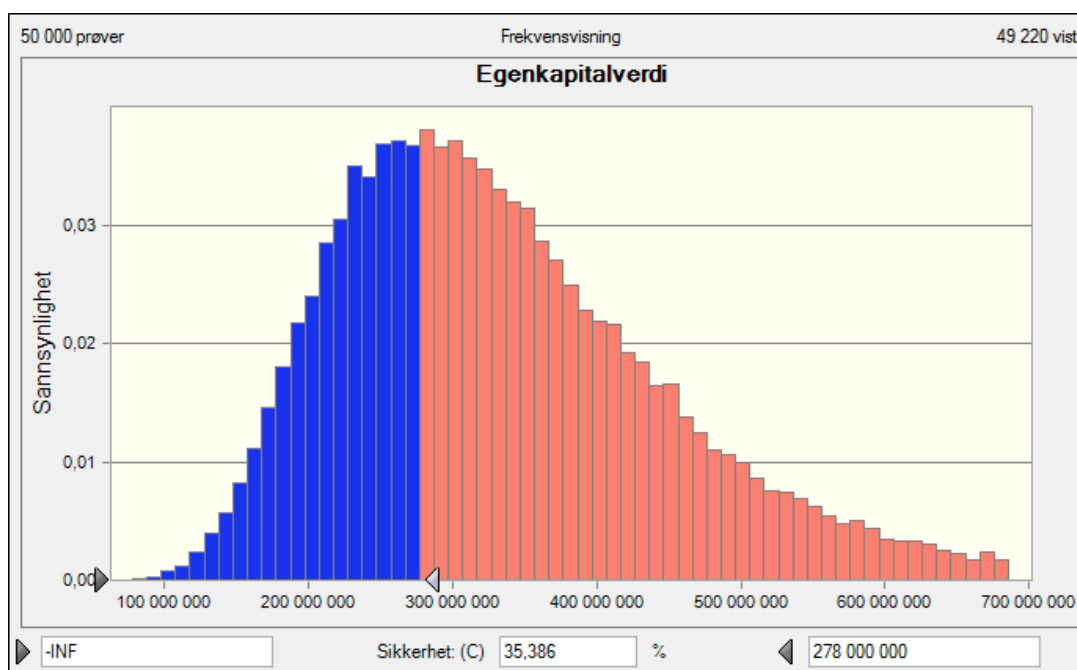
### 12.2.1.1.1 Oppside potensial



Figur 12.10 Oppside potensial i verdiestimatet

Vi ser av Figur 12.10 at sannsynligheten for at verdien av Rosenberg er på over NOK 357 millioner er på 37%.

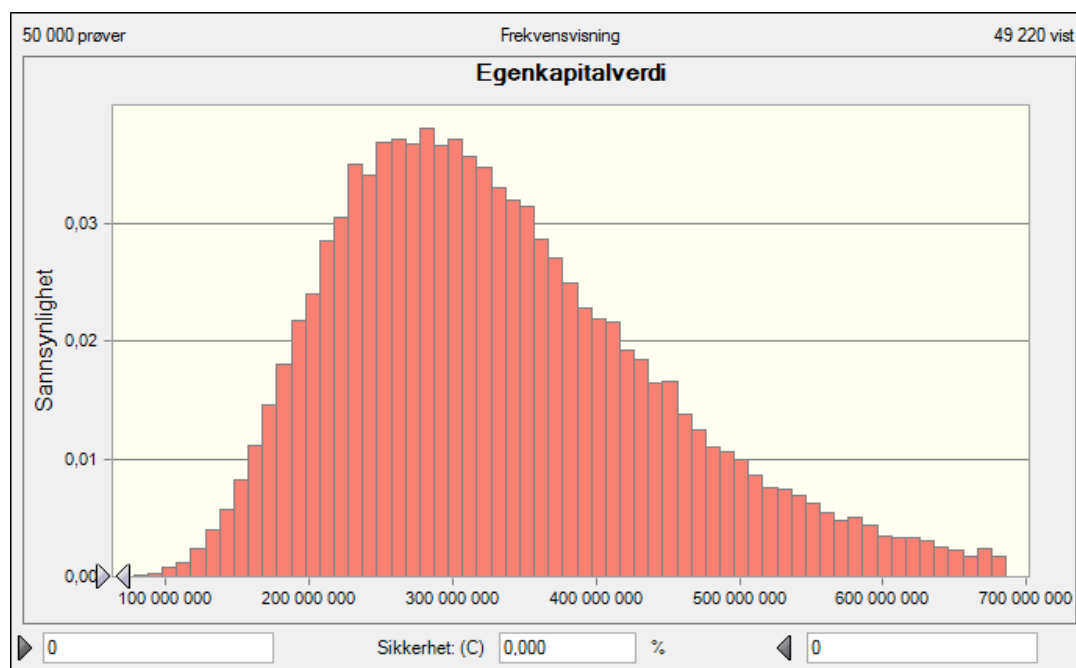
### 12.2.1.1.2 Nedsiderisiko



Figur 12.11 Nedsiderisikoen i verdiestimatet

Risikoen for at Rosenborg er verdt mindre enn NOK 278 millioner er på ca. 35%. Vi ser med dette at verdiestimatet er rimelig symmetrisk fordelt, med en litt større sannsynlighet for oppside enn for nedside.

### 12.2.1.1.3 Konkursrisiko



Figur 12.12 Konkursrisikoen til Rosenborg

Vår simuleringmodell viser at risikoen for at Rosenborg skal gå konkurs er 0. Dette er selvfølgelig ikke korrekt, men kommer av de valgene vi tok når vi satte opp parameterne for modellen. Det skal likevel nevnes at fotballklubber sjeldent går konkurs. Allikevel blir det vanskelig å si at risikoen er null hvis vi ser tilbake på den syntetiske ratingen vi fant for klubben, som viste at klubbens finansielle status er dårligere enn et gjennomsnittlig norsk børsnotert selskap. Crystal Ball tar heller ikke hensyn til selskapets finansielle status.

### 12.2.1.1.4 Oppsummering sensitivitetsanalyse og Monte Carlo simulering

Sensitivitetsanalysen viste at vårt estimat er svært usikkert. Den viser at vekstraten og avkastningskravet bidrar i særlig grad med usikkerhet. Dette inntrykket blir ikke svekket i simuleringen som viser at våre parametere bidrar med stor variasjon. Vi har fått en forventningsverdi som er nærme vårt estimat, og vist en opp- og nedside som er rimelig symmetrisk. Det har forsterket vårt estimat, men ikke utelukket at det er heftet med stor usikkerhet. Derfor fungerer simuleringen godt som et supplement til sensitivitetsanalysen, men det fører ikke til at vi kan konkludere hvorvidt vårt estimat er korrekt eller ikke.

## 13 Oppsummering og konklusjon

Historisk sett er Rosenborg den største klubben i norsk fotball med en enestående merittliste. Norsk fotball har den siste tiden opplevd en nedgangskonjunktur med sviktende publikumsinteresse, sponsorinntekter og prestasjoner i Europa.

PESTEL-analysen viser at de største makroøkonomiske utfordringene til fotballbransjen i Norge kommer fra lovendringer og svingninger i økonomien. Ekstern analysen vår viste at de største truslene er høy rivalisering blant klubbene og medias økende forhandlingsmakt. En ser tegn til at Rosenborg i økende grad utnytter de mulighetene som ligger i å promotere seg gjennom media med egen TV-serie. I intern analysen har vi brukt både SVIMA- og KIKK-analyser for å kartlegge Rosenborgs sterke og svake sider. Vi ser på Rosenborgs kultur og historie, Rosenborgpublikummet, og geografisk beliggenhet som varige fortrinn for klubben.

Regnskapsanalysen viser at lønnsomheten i bransjen har vært lav i denne perioden. Rosenborg har en soliditet som gjør klubben bedre rustet til å takle dette, allikevel er det bekymringsverdig at Rosenborg ikke har levert positivt resultat siden 2012. Klubben har klart å kutte lønnskostnadene, det er et tegn på at det har vært fokusert på kostnadskontroll. Vi har valgt å legge forsiktighetsprinsippet til grunn ved beregning av inntekter i framtidsregnskapet, og valgt en nøktern vekst. Den fundamentale verdsettelsen ga oss en verdi av egenkapitalen på NOK 317 872 741. Sensitivitetsanalysen viste at vekstrate og småbedriftskravet er de verdidriverne med størst innflytelse i estimert verdi. Monte Carlo simuleringen viste at vårt estimat er usikkert, men rimelig innenfor de gitte rammer.

Vi konkluderer med at verdien av egenkapitalen til Rosenborg Ballklub pr. 1.1.2015 er på NOK 317 872 741. Det må presiseres at den strategiske- og regnskapsmessige analysen har dannet grunnlaget for framtidsutsiktene vi har satt for Rosenborg. Derfor er verdiestimatet heftet ved usikkerhet.

## 14 Litteraturliste

### 14.1.1.1 Bøker

Barney, Jay B. 2002. *Gaining and sustaining competitive advantage*. 2nd edition. Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall

Bodie, Zvi, Alex Kane and Alan J. Marcus. 2014. *Investments*. 8th edition. International edition. Singapore: McGraw-Hill Book Co.

Boye, Knut, Steen Koekebakker. 2006a. *Finansielle emner*. 14. utgave. Oslo: Cappelen akademiske forlag.

Brealey, Richard A., Stewart C. Myers and Franklin Allen. 2014. *Principles of Corporate Finance*. 11th edition. Boston: McGraw-Hill/Irwin

Brooks, Chris. 2008. *Introductory Econometrics for Finance*. 2nd edition. Cambridge: Cambridge university press.

Bøhren, Øyvind og Per I. Gjørnum. 1999 *Prosjektanalyse*. 2 utgave. Bærum: Skarve Forlag.

Dahl, Gunnar, Terje Hansen, Roar Hoff og Arne Kinserdal. 1997. *Verdsettelse i teori og praksis*. 1. utgave. Oslo: Cappelen akademiske forlag.

Dalland, Olav., 2007. *Metode og oppgaveskriving for studenter*. 5. utgave. Oslo: Gyldendal Akademisk

Damodaran, Aswath. 2001. *The Darkside of valuation*. 1st edition. Upper Saddle River, New Jersey: Prentice-Hall. Inc.

Damodaran, Aswath. 2006. *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2nd edition. New York: John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran, Aswath. 2012. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3rd edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Dougherty, Christopher. 2011 *Introduction to Econometrics*. 4th edition. Oxford: Oxford University Press.

Easterby-Smith, M., Thorpe, R. & Jackson, P. 2012. *Management Research*, 4th edition, London: SAGE Publications Ltd

Eklund, Trond og Knut Knutsen. *Regnskapsanalyse aktiv bruk av regnskapet*. 8. utgave. Oslo: Gyldendal Akademisk.

Gjesdal, Frøystein og Thore, Johnsen. 1999. *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen Akademiske Forlag.

Hill, Charles W.L and Gareth R. Jones. 2007. *Strategic Management: An Integrated Approach* 7th edition. Boston: Houghton Mifflin Company.

Jacobsen, Erik W. og Lasse B. Lien (2015). *Ekspansjon og konsernstrategi*. 2.utgave. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS.

Johnson, Gerry., Richard Whittington, and Kevan Scholes. 2011. *Exploring Strategy*. 9th edition. England: Pearson Education Limited

Kinserdal, Arne. 2005. *Finansregnskap med analyse*. 13. utgave. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag

Koller, Tim, Marc Goedhart and David Wessels. 2005. *Valuation*. 4th edition. New Jersey, Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.

Kristoffersen, Trond. 2014. *Årsregnskapet en grunnleggende innføring*. 4. utgave. Bergen: Fagbokforlaget.



McLeish, Don L. 2005 *Monte Carlo Simulation and Finance*. New Jersey, Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.

Penman, Stephen H. 2013. *Financial statement analysis and security valuation*. 5th edition. International edition. Singapore: McGraw-Hill Book Co.

Ringdal, K., 2007. *Enhet og mangfold Samfunnsvitenskapelig forskning og kvantitativ metode*. 2. utgave. Trondheim: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS

Roos, Göran, Georg von Krogh, Johan Roos og Lisa Boldt-Christmas. 2014. *Strategi – en innføring*. 6. utgave. Bergen: Fagbokforlaget.

Svardal, Geir. 2007. *Historien om Rosenborg Ballklub 1917-2007*. Trondheim: Tapir Akademiske Forlag.

#### **14.1.1.2 Journal**

Bernhardsen, Tom og Karsten Gerdrup. 2006. "Den nøytrale realrenten." *Penger og kreditt*. 4 (34): 208-220

Dyrnes, Sverre. 2004. "Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer." *Praktisk økonomi & finans*. 2004 (1): 43-54.

Gammelsæter, Hallgeir og S. Jakobsen. 2008. "Models of Organization in Norwegian Professional Soccer." *European Sport Management Quarterly* 8(1):1-25.

DOI:10.1080/16184740701814365

Gjesdal, Frøystein. 2007. "Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse." *Praktisk økonomi og finans* 2007 (2): 3-17.

Kinserdal, Finn. 2014. "Hvordan manipulere med regnskapet." *Magma* 17 (1): 18-25.

Markham, Tom. 2013. "What is the Optimal Method to Value a Football Club?" *SSRN*, 22. mars. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2238265>

Miller, M.H. and F. Modigliani. 1961. "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares." *Journal of Business* 34 (4): 411-433

#### **14.1.1.3 Rapporter**

Malmö FF. 2011. "Årsredovisning 2010." Malmö: Malmö Fotbollförening

Malmö FF. 2012. "Årsredovisning 2011." Malmö: Malmö Fotbollförening

Malmö FF. 2013. "Årsredovisning 2012." Malmö: Malmö Fotbollförening

Malmö FF. 2014. "Årsredovisning 2013." Malmö: Malmö Fotbollförening

Malmö FF. 2015. "Årsredovisning 2014." Malmö: Malmö Fotbollförening

Parken Sport & Entertainment. 2011. "Årsrapport 2010." København: PARKEN Sport & Entertainment A/S

Parken Sport & Entertainment. 2012. "Årsrapport 2011." København: PARKEN Sport & Entertainment A/S

Parken Sport & Entertainment. 2013. "Årsrapport 2012." København: PARKEN Sport & Entertainment A/S

Parken Sport & Entertainment. 2014. "Årsrapport 2013." København: PARKEN Sport & Entertainment A/S

Parken Sport & Entertainment. 2015. "Årsrapport 2014." København: PARKEN Sport & Entertainment A/S

Rosenborg BK. 2011. "Årsoppgjør 2010." Trondheim: Rosenborg Ballklub

Rosenborg BK. 2012. "Årsoppgjør 2011." Trondheim: Rosenborg Ballklub

Rosenborg BK. 2013. "Årsoppgjør 2012." Trondheim: Rosenborg Ballklub

Rosenborg BK. 2014. "Årsoppgjør 2013." Trondheim: Rosenborg Ballklub

Rosenborg BK. 2015. "Budsjett 2015." Trondheim: Rosenborg Ballklubb

Rosenborg BK. 2015. "Årsoppgjør 2014." Trondheim: Rosenborg Ballklub

SK Brann. 2011. "Årsrapport 2010." Bergen: Sportsklubben Brann.

SK Brann. 2012. "Årsrapport 2011." Bergen: Sportsklubben Brann.

SK Brann. 2013. "Årsrapport 2012." Bergen: Sportsklubben Brann.

SK Brann. 2014. "Årsrapport 2013." Bergen: Sportsklubben Brann.

SK Brann. 2015. "Årsrapport 2014." Bergen: Sportsklubben Brann.

#### **14.1.1.4 Kurs**

Sættem, Frode. 2014. "Forelesningsnotater BE331E Finansiering og investering." Handelshøgskolen i Bodø.

#### **14.1.1.5 Elektroniske data**

Bakke, Torgrim. 2015. "FIFA-regler kan stoppe investorene i norsk fotball." *Aftenposten*, 28. jan. Hentet 26. feb. 2015. [http://www.aftenposten.no/100Sport/fotball/eliteserien/FIFA-regler-kan-stoppe-investorene-i-norsk-fotball-487724\\_1.snd](http://www.aftenposten.no/100Sport/fotball/eliteserien/FIFA-regler-kan-stoppe-investorene-i-norsk-fotball-487724_1.snd)

Bakkehaug, Wegard. 2015. "Nok en Tippeliga-spiss solgt til Kina." *VG*, 26. feb. Hentet 27. feb. 2015. <http://www.vg.no/sport/fotball/stabaek/nok-en-tippeliga-spiss-solgt-til-kina/a/23404373/>

Boye, Knut, og Steen Koekebakker. 2006b. "Kapitalverdimodellen – tips til praktisk implementering." Hentet 15. april 2015.

<http://finansielleemner.cappelendamm.no/binfil/download.php?did=17180>

Deloitte. 2014. "Annual review of Football Finance." Hentet 20. mars. 2015.

<http://www2.deloitte.com/uk/en/pages/sports-business-group/articles/annual-review-of-football-finance.html>

Eid, Anders. 2010. "Lyn er konkurs." *TV2*, 30. juni. Hentet 6. apr. 2016.

<http://www.tv2.no/a/3240623>

FIFA. 2015. "The Organisation." Hentet 25. feb. 2015.

<http://www.fifa.com/aboutfifa/organisation/index.html>

Flygind, Kjetil. 2014. "Så mange ser VIF-serien «Iskrigerne»." *Aftenposten*, 18. nov. Hentet

20. apr. 2015. [http://www.aftenposten.no/100Sport/ishockey/Sa-mange-ser-VIF-serien-Iskrigerne-475089\\_1.snd](http://www.aftenposten.no/100Sport/ishockey/Sa-mange-ser-VIF-serien-Iskrigerne-475089_1.snd)

Grahame, Anthony. 2010. "The History of Soccer Goalie Gloves." *livestrong.com*, 23. des.

Hentet 9. apr. 2015. <http://www.livestrong.com/article/341436-the-history-of-soccer-goalie-gloves/>

Haraldsen, Ove R. og G. Norstrøm. 2005. "Kommunen redder Bodø/Glimt." *Nrk*, 29. nov.

Hentet 25. feb. 2015. [http://www.nrk.no/nordland/kommunen-redder-bodo\\_glimt-1.113424](http://www.nrk.no/nordland/kommunen-redder-bodo_glimt-1.113424)

Hulleberg, Lars. 2015. "Offisielt: Martin Ødegaard klar for Real Madrid." *Dagbladet*, 22.

jan. Hentet 8. apr. 2015.

[http://www.dagbladet.no/2015/01/22/sport/sportno/idrett/martin\\_odegaard/stromsgodset/36996658/](http://www.dagbladet.no/2015/01/22/sport/sportno/idrett/martin_odegaard/stromsgodset/36996658/)

Ingebrigtsen, Pernille og Sjur M. Bergstrøm. 2015. "RBK og TIL med mest støtte i hjemfylkene – LSK med minst". *Adresseavisen*, 5. apr. Hentet 14. apr. 2015.

<http://www.adressa.no/100Sport/fotball/eliteserien/article513904.snd>

Jordet, Geir. 2011. "Å prestere på hjemmebane." *Norges Idrettshøgskole*, 22. feb. Hentet 15. apr. 2015. <http://www.nih.no/om-nih/aktuelt/nyhetsarkiv/2011/februar/A-prestere-pa-hjemmebane/>

Kvam, Lars H. 2013. "Sponsorer slår alarm etter enorm nedgang i seertall på Tippeligaen." *Dagbladet*, 17. apr. Hentet 9. apr. 2015  
<http://www.dagbladet.no/2013/04/17/sport/fotball/tippeligaen/26703000/>

Kvam, Lars H. 2014. "NFF-Hallén tror på mer teknologi i fotballen." *Dagbladet*, 2. juli. Hentet 18. mars. 2015. <http://www.dagbladet.no/2014/07/02/sport/fotball/fotball-vm/brasil2014/mallinjeteknologi/34149034/>

Kvamme, Sigve og Mads G. Burheim. 2012 " - Det er en skandale for norsk fotball." *Dagbladet*, 14. feb. Hentet 23. mars. 2015.  
[http://www.dagbladet.no/2012/02/14/sport/fotball/kunstgress/start/sor\\_arena/20228694/](http://www.dagbladet.no/2012/02/14/sport/fotball/kunstgress/start/sor_arena/20228694/)

Kvatningen, Roy. 2011. "Fotballavtalen verdt 1,6 milliarder." *Nettavisen*, 28. okt. Hentet 10. apr. 2015. <http://www.nettavisen.no/sport/3261310.html>

Larsen, Jan-Erik. 2014. "Viking-puben åpner om fire uker." *Aftenbladet*, 15. jul. Hentet 21. apr. 2015. [http://www.aftenbladet.no/100Sport/fotball/eliteserien/Viking-puben-apner-om-fire-uker-447870\\_1.snd](http://www.aftenbladet.no/100Sport/fotball/eliteserien/Viking-puben-apner-om-fire-uker-447870_1.snd)

Lovdata, 1998. "Lov om årsregnskap m.v. (regnskapsloven)". Oslo: Lovdata.  
<http://lovdata.no/lov/1998-07-17-56/§3-2a>

Løfaldli, Birger. 2015. "Olympiatoppen ansetter egen Rosenborg-ansvarlig." *RBK*, 11. mai. Hentet 12. mai. 2015. <http://www.adressa.no/pluss/sport/article10943877.ece>

Myren, Thomas. 2013. "Minst 25 millioner for seriegull." *RBKweb*, 23. jan. Hentet 17. apr. 2015. <http://www.rbkweb.no/vis/9376>

NFF. 2014a. "Telenor cup - NM G16." Hentet 14. apr. 2015  
[http://www.fotball.no/Landslag\\_og\\_toppfotball/NM/NM-G16/](http://www.fotball.no/Landslag_og_toppfotball/NM/NM-G16/)

NFF. 2014b. ”Telenor cup - NM G19.” Hentet 14. apr. 2015

[http://www.fotball.no/Landslag\\_og\\_toppfotball/NM/Aldersbestemt\\_gutter/](http://www.fotball.no/Landslag_og_toppfotball/NM/Aldersbestemt_gutter/)

NFF. 2015. ”LISENSKRITERIER FOR TIPPELIGAEN.” Hentet 25. feb. 2015.

[http://www.fotball.no/nff/Regler\\_og\\_retningslinjer/Klubblisens/Lisenskriterier-for-Tippeligaen/](http://www.fotball.no/nff/Regler_og_retningslinjer/Klubblisens/Lisenskriterier-for-Tippeligaen/)

Norges Bank. 2015a. ”Statsobligasjoner månedsgjennomsnitt.” Hentet 4. apr. 2015.

<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Manedsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

Norsk internasjonal fotballstatistikk. 2015. ”Tilskuertall Ranheim.” Hentet 12. mai.

2015. [http://www.nifs.no/tilskuertall.php?land=1&t=6&fra=2014&til=2015&lag\\_id=302](http://www.nifs.no/tilskuertall.php?land=1&t=6&fra=2014&til=2015&lag_id=302)

NRK. 2010. ”50 på topp i norsk TV-historie.” Hentet 9. apr. 2015.

<http://www.nrk.no/norge/50-pa-topp-i-norsk-tv-historie-1.5808512>

NTB. 2012. ”Rosenborg går mot solid overskudd.” *hegnar.no*, 19. okt. Hentet 12. mai. 2015.

[http://www.hegnar.no/sport\\_fritid/artikkel456358.ece](http://www.hegnar.no/sport_fritid/artikkel456358.ece)

Oxford Dictionary. 2014. “Valuation.” Hentet 27. november 2014.

<http://www.oxforddictionaries.com/definition/english/valuation>

Pamer, Anders. 2014. ”Branns nye sponsoravtale nest best i eliteserien.” *Aftenposten*, 15.

mai. Hentet 16 .apr. 2015. <http://www.aftenposten.no/100Sport/fotball/eliteserien/Branns-nye-sponsoravtale-nest-best-i-eliteserien-436019.snd>

Press Association. 2012. ”Deloitte survey finds Premier League player wages have hit record high.” *The Guardian*, 31 mai. Hentet 20. mars. 2015.

<http://www.theguardian.com/football/2012/may/31/deloitte-premier-league-survey-wages>

Proff. 2014. ”Molde Fotball AS.” Hentet 27 feb. 2015. <http://www.proff.no/selskap/molde-fotballklubb/-/idrettsanlegg-og-utstyr/Z0IAVPB4/>

PwC. 2013. "Risikopremien i det norske markedet 2013 og 2014." Hentet 6. apr. 2015.

[http://www.pwc.no/no\\_NO/no/publikasjoner/deals/risikopremien-2013-2014.pdf](http://www.pwc.no/no_NO/no/publikasjoner/deals/risikopremien-2013-2014.pdf)

Rasmus, Petter. 2015. "Har tapt nesten åtte millioner på RBK-shop." *Adresseavisen*, 14. apr.

Hentet 19. apr. 2015. <http://www.adressa.no/pluss/article10852682.ece>

Rasmus, Petter. 2015. "Ny TV-serie: Nå blir det «sirkus RBK»." *Adresseavisen*, 4. mars.

2015. Hentet 20. apr. 2015.

<http://www.adressa.no/100Sport/fotball/eliteserien/article497300.snd>

Regjeringen.no. 1996. "3.6.1 Indikatorer." 10 mai. Hentet. 26 mars. 2015.

[https://www.regjeringen.no/nb/dokument/dep/kmd/prop/stprp/19951996/st-prp-nr-55\\_1995-96/6/id201090/](https://www.regjeringen.no/nb/dokument/dep/kmd/prop/stprp/19951996/st-prp-nr-55_1995-96/6/id201090/)

Sagbakken, Ole K. 2015a. "Årsmøtet: Rosenborg har kuttet 85 millioner i kostnader på fem år." *Aftenposten*, 26. feb. Hentet 9. mars. 2015.

[http://www.aftenposten.no/100Sport/fotball/eliteserien/Arsmotet-Rosenborg-har-kuttet-85-millioner-i-kostnader-pa-fem-arA-495633\\_1.snd](http://www.aftenposten.no/100Sport/fotball/eliteserien/Arsmotet-Rosenborg-har-kuttet-85-millioner-i-kostnader-pa-fem-arA-495633_1.snd)

Sagbakken, Ole K. 2015b. "Molde har langt mer penger enn Rosenborg for øyeblikket."

*Adressa*, 4. feb. Hentet 6. mars. 2015. <http://www.adressa.no/pluss/sport/article10608997.ece>

Sagbakken, Ole, Ståle Langørgen og Roy Tommy Bråten. 2014. "Rema slutter som hovedsponsor for Rosenborg." *Adresseavisen*, 13. mai. Hentet 16. apr. 2015.

<http://www.adressa.no/100Sport/fotball/eliteserien/article435554.snd>

Sjøstrøm, Ove. 2014. "TV 2 vil snappe Tippeligaen." *Aftenposten*, 23. mars. Hentet 26. mars.

2015. [http://www.aftenposten.no/100Sport/fotball/eliteserien/TV-2-ville-snappe-Tippeligaen-427125\\_1.snd](http://www.aftenposten.no/100Sport/fotball/eliteserien/TV-2-ville-snappe-Tippeligaen-427125_1.snd)

Soccerlens 2008. "Manchester United's unbeaten Champions League record." Hentet

13. november 2014. <http://soccerlens.com/manchester-uniteds-unbeaten-champions-league-record/12157/>

Statistisk sentralbyrå. 2015a. ”Folkemengde og kvartalsvise befolkningsendringer. Heile landet, fylke og kommunar.” Hentet 14. apr. 2015. <http://www.ssb.no/218463/folkemengde-og-kvartalsvise-befolkningsendringer.heile-landet-fylke-og-kommunar>

Statistisk sentralbyrå. 2015b. ”Makroøkonomiske hovedstørrelser 2003-2018.” Hentet 7. apr. 2015. <https://www.ssb.no/221449/makrookonomiske-hovedstorrelser-2003-2018.regnskap-og-prognoser.prosentvis-endring-fra-aret-for-der-ikke-annet-framgar>

Stokstad, Morten. 2015. ”NFF gir Lillestrøm poengtrekk.” *VG*, 4. jan. Hentet 25. feb. 2015. <http://www.vg.no/sport/fotball/lillestroem/nff-gir-lillestroem-poengtrekk/a/23367421/>

Store Norske Leksikon. 2009. ”reliabilitet.” Hentet 29. apr. 2015. <https://snl.no/reliabilitet>

Svegaarden, Knut E., og Geir Juva. 2015. ”VG lupen.” *VG*, 2. apr. Hentet 15. apr. 2015. <http://www.vg.no/spesial/2015/vglupen/viewteam/?plassering=2>

Syll, Lars. 2013. ”Why it is better to be roughly right than precisely wrong.” *Real-World Economics Review*, 19 sep. Hentet 4. mai. 2015. <https://rwer.wordpress.com/2013/09/19/why-it-is-better-to-be-roughly-right-than-precisely-wrong/>

Sævig, Christer. 2014. ”Sponsorkrise i norsk fotball: – Over en halv milliard er borte.” *TV2*, 12. mars. Hentet 24. feb. 2015. <http://www.tv2.no/2014/03/12/sport/fotball/tippeligaen/5404988>

Torjusen, Thomas og Ane Måntrøen. 2013. ”Fordelingsnøkkelen 2013-2016.” *Norsk Toppfotball*, 5. nov. 2014. Hentet 8. mars. 2015. <http://www.toppfotball.no/financialinfo>

UEFA. 2015. ”UEFA details club competitions distribution system.” *uefa.org*, 31. mars. 2015. Hentet 18. apr. 2015. <http://www.uefa.org/mediaservices/mediareleases/newsid=2229945.html>



VIF. 2015. "Vålerenga aksepterer bud på Kjartansson" Hentet 2. mars. 2015. <http://www.vif-fotball.no/news/article/ubykifnajxg11n0exbe9t3zm/title/valerenga-aksepterer-bud-pa-kjartansson>