

Verdsettelse av Start Toppfotball AS

Eivind Skuland og Erlend Solås

Veileder

Arne Dag Sti

Masteroppgaven er gjennomført som ledd i utdanningen ved Universitetet i Agder og er godkjent som del av denne utdanningen. Denne godkjenningen innebærer ikke at universitetet inntår for de metoder som er anvendt og de konklusjoner som er trukket.

Forord

Denne oppgaven er skrevet innen studieretningen økonomi og administrasjon, og er en obligatorisk oppgave i avslutningen av mastergraden ved Universitetet i Agder. Oppgaven tilsvarer 30 studiepoeng og er skrevet i 2011.

Vi valgte å foreta en verdivurdering av en fotballklubb ettersom vi var opptatt av å skrive om noe som interesserte oss og bidro til motivasjon i oppgaveskrivingen. Dette vil forhåpentligvis bidra til å gjøre oppgaven bedre enn dersom dette ikke hadde vært tilfelle. Grunnen til at vi valgte å foreta en verdivurdering, var at vi ble inspirert etter å ha gjennomført kurset regnskapsanalyse og verdivurdering med foreleser Leif Atle Beisland.

Gjennom arbeidet med oppgaven har vi lært mye og skaffet oss ytterligere kunnskap om hvordan man verdsetter et selskap. I tillegg har vi fått anvendt en god del av den kunnskapen vi har tilegnet oss i tiden ved Universitetet i Agder.

Vi har hatt noen problemer med å få tak i det regnskapsmaterialet vi hadde behov for, og dette førte til at vi ikke har fått tilgang til årsregnskaper med noter for regnskapsåret 2010. Likevel føler vi oppgaven vil gi et riktig bilde av hvordan situasjonen i Start Toppfotball AS har vært og kommer til å bli i årene fremover. Vi tar forbehold mot eventuelle feil eller mangler i oppgaven og tar ansvaret for dette.

Til slutt vil vi gjerne takke vår veileder professor Arne Dag Sti for hjelp med oppgaven og for å ha vært tilgjengelig for spørsmål. I tillegg ønsker vi å rette en takk til administrerende direktør Sveinung Hovstad og økonomisjef Cathrine Ljunggren i Start Toppfotball AS for å ha vært behjelpelige med nødvendig regnskapsmateriale.

Kristiansand, november 2011

Eivind Skuland

Erlend Solås

Sammendrag

Vi har i denne masterutredningen foretatt en verdsettelse av selskapet Start Toppfotball AS med utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon. Verdivurderingen gjennomføres ved hjelp av fundamental verdsettelsesteknikk, som i dette tilfellet innebærer bruk av den diskonterte kontantstrømmetoden. På bakgrunn av dette kommer vi frem til et verdiestimat på egenkapitalen til Start Toppfotball AS.

I første del av oppgaven presenterer vi historien til Idrettsklubben Start og hvordan klubben er organisert. Videre introduserer vi verdsettelsesteorien ved å gå gjennom tre ulike metoder for verdsettelse. Deretter begrunner vi vårt valg av verdsettelsesmetode og EBITDA som resultatmål.

Neste steg i oppgaven er å utføre en strategisk analyse hvor vi analyserer selskapets interne og eksterne forhold. Vi har valgt å ta med den strategiske analysen tidlig i verdsettelsesprosessen siden vi dermed kan gjøre gode antakelser og prognoser for fremtiden basert på denne analysen.

Videre gjennomfører vi så en regnskapsanalyse der vi går dypere inn i de økonomiske og regnskapsmessige sammenhengene. Vi tar utgangspunkt i de historiske regnskapene og sammenligner enkelte nøkkeltall med et knippe utvalgte konkurrerende klubber i fotballbransjen. I regnskapsanalysen foretar vi også en omgruppering for en investororientert analyse, som bidrar til å utarbeide fremtidsregnskapet.

Etter dette benytter vi kapitalverdimodellen til å finne egenkapitalkravet. I tillegg beregner vi gjeldskrav og det veide avkastningskravet som vi bruker til å neddiskontere den fremtidige kontantstrømmen. Informasjonen vi nå har samlet gir et grunnlag for fremtidsprognosen av selskapets EBITDA. Vi har valgt en budsjettperiode på fem år og normalåret for prognosen settes til 2015.

Vi fortsetter med selve verdsettelsen og kommer fram til en egenkapitalverdi for Start Toppfotball AS på NOK 16 076 277 pr 31.12.2009. Med totalt 14 millioner aksjer på verdsettelsestidspunktet, gir dette en pris pr aksje lik NOK 1,15. Oppgaven avsluttes med en sensitivitetsanalyse der vi måler usikkerheten i estimatene.

Innholdsfortegnelse

Forord	2
Sammendrag	3
Innholdsfortegnelse	4
1.0 Innledning	10
1.1 Formål og avgrensning	10
1.2 Struktur og oppbygging	11
2.0 Idrettsklubben Start.....	12
2.1 Historikk	12
2.2 Sør Arena	13
2.3 Organisasjonen Start.....	14
3.0 Verdsettelsesteori	17
3.1 Fundamental verdsettelse	17
3.2 Komparativ verdsettelse	19
3.3 Opsjonsbasert verdsettelse.....	20
3.4 Valg av verdsettelsesmetode	21
4.0 Strategisk analyse	22
4.1 Innledning	22
4.2 Rammeverk.....	22
4.3 Markedsavgrensning.....	24
4.4 Ekstern analyse	24
4.4.1 Potensielle inntrengere	25
4.4.2 Rivalisering.....	26
4.4.3 Kunder	30
4.4.4 Leverandører.....	32
4.4.5 Substitutter.....	32
4.5 Makroanalyse.....	34
4.5.1 Politiske og juridiske forhold	35
4.5.2 Økonomiske forhold.....	36

4.5.3 Sosiokulturelle forhold	37
4.5.4 Teknologiske forhold.....	37
4.5.5 Samfunnsmessige forhold	38
4.6 Intern analyse.....	38
4.6.1 Finansielle ressurser	40
4.6.2 Fysiske ressurser.....	41
4.6.3 Menneskelige ressurser	42
4.6.4 Organisatoriske ressurser.....	43
4.7 Oppsummering av den strategiske analysen.....	45
5.0 Regnskapsanalyse.....	46
5.1 Innledning.....	46
5.2 Rapporterte regnskapstall	46
5.2.1 Resultatregnskap: Start Toppfotball AS	47
5.2.2 Balanseregnskap: Start Toppfotball AS	49
5.3 Ekstern regnskapsanalyse	51
5.3.1 Driftsinntekter.....	52
5.3.2 Driftskostnader	53
5.3.3 Lønnskostnader.....	54
5.3.4 Lønnsforhold	55
5.4 Omgruppering.....	56
5.4.1 Omgruppering av resultatregnskapet.....	57
5.4.2 Omgruppering av balanseregnskapet	58
5.4.3 Normale og unormale regnskapsposter	59
6.0 Finansiell analyse.....	61
6.1 Likviditetsanalyse.....	61
6.2 Soliditetsanalyse	63
6.3 Driftsrentabilitet.....	66
6.4 Syntetisk rating	67
7.0 Avkastningskrav.....	69
7.1 Kapitalverdimodellen	70
7.2 Risikofri rente	71

7.3	Markedets risikopremie	72
7.4	Beta	73
7.5	Likviditetspremie	77
7.6	Beregning av egenkapitalkrav	78
7.7	Beregning av gjeldskrav	78
7.8	WACC	79
8.0	Fremtidsregnskap.....	80
8.1	Innledning.....	80
8.1.1	Valg av budsjetthorison.....	80
8.1.2	Vekstanalyse.....	81
8.2	Inntekter.....	83
8.2.1	Sponsorinntekter.....	83
8.2.2	Billettinntekter	84
8.2.3	Spillersalg	86
8.2.4	Markeds-/medieinntekter NTF	90
8.2.5	Annen driftsinntekt.....	91
8.3	Kostnader.....	92
8.3.1	Leie av markedsrettigheter	92
8.3.2	Annen driftskostnad.....	93
8.4	Investeringer	94
8.5	Arbeidskapital.....	96
8.6	Kontantstrømprognose.....	97
9.0	Verdsettelse av Start Toppfotball AS	98
9.1	Terminalverdi	98
9.2	Skattefordel.....	99
9.3	Egenkapitalverdi	99
10.0	Analyse av usikkerhet	101
10.1	Sensitivitetsanalyse.....	101
10.1.1	Endring av WACC og vekstfaktor	101
10.1.2	Endring av variabler som inngår i WACC	102

10.1.3 Endring av variabler som inngår i vekstfaktoren	103
10.1.4 Endring av driftsinntekter/-kostnader	103
11.0 Konklusjon.....	105
12.0 Referanseliste.....	106
Bøker	106
Årsrapporter og finansiell informasjon.....	107
Avisartikler	107
Artikler.....	108
Internettkilder	109
Figuroversikt	
Figur 2.1 Organisasjonen Start	14
Figur 2.2 Organisasjonskart IK Start	15
Figur 2.3 Toppfotballavdelingen IK Start	16
Figur 3.1 Fundamental analyse.....	17
Figur 4.1 SWOT-modellen	23
Figur 4.2 Porter's fem konkurransekrefter	25
Figur 4.3 PESTE-modellen.....	35
Figur 4.4 SWOT-analyse av Start.....	45
Figur 5.1 Starts samarbeidspartnere	48
Figur 5.2 Driftsinntekter	52
Figur 5.3 Driftskostnader.....	53
Figur 5.4 Lønnskostnader	54
Figur 5.5 Lønnsforhold	55
Figur 6.1 Likviditetsgrad 1	62
Figur 6.2 Egenkapitalprosent.....	64
Figur 6.3 Rentedekningsgrad.....	65
Figur 7.1 Avkastningskrav.....	69
Figur 7.2 Utregning av betaverdi for AAB.....	75
Figur 7.3 Utregning av betaverdi for SIF	76

Tabelloversikt

Tabell 4.1 Gjennomsnittlig tilskuerantall i Tippeligaen 1990-2010.....	28
Tabell 4.2 VRIO-modellen	40
Tabell 4.3 VRIO-modellen for Start	44
Tabell 5.1 Resultatregnskap.....	47
Tabell 5.2 Eiendeler.....	49
Tabell 5.3 Egenkapital og gjeld	50
Tabell 5.4 Finansielle driftsmidler.....	51
Tabell 5.5 Omgruppert resultatregnskap	57
Tabell 5.6 Omgruppert balanse.....	58
Tabell 5.7 Normalisert EBITDA	59
Tabell 6.1 Likviditetsgrad 1.....	61
Tabell 6.2 Egenkapitalprosent	63
Tabell 6.3 Rentedekningsgrad	64
Tabell 6.4 Netto driftsrentabilitet	66
Tabell 6.5 Standard & Poor's modell for syntetisk rating	67
Tabell 6.6 Syntetisk rating STF	68
Tabell 8.1 Historisk utvikling i BNP, KPI-JAE og nominell vekst 2001-2010	81
Tabell 8.2 Prognose for utvikling i BNP, KPI-JAE og nominell vekst 2011-2014.....	82
Tabell 8.3 Historisk utvikling i posten sponsorinntekter, 2006-2009	83
Tabell 8.4 Prognose for posten sponsorinntekter, 2010-2014	84
Tabell 8.5 Historisk utvikling i posten billettinntekter, 2006-2009.....	85
Tabell 8.6 Prognose for posten billettinntekter, 2010-2014	86
Tabell 8.7 Historisk utvikling i posten spillersalg, 2006-2009.....	89
Tabell 8.8 Prognose for posten spillersalg, 2010-2014	89
Tabell 8.9 Historisk utvikling i posten markeds-/medieinntekter NTF, 2006-2009.....	90
Tabell 8.10 Prognose for posten markeds-/medieinntekter NTF, 2010-2014	91
Tabell 8.11 Historisk utvikling i posten annen driftsinntekt, 2006-2009.....	91
Tabell 8.12 Prognose for posten annen driftsinntekt, 2010-2014.....	92
Tabell 8.13 Historisk utvikling i posten leie av markedsrettigheter, 2006-2009.....	92
Tabell 8.14 Historisk utvikling i posten lønnskostnader for IK Start, 2006-2009	93
Tabell 8.15 Prognose for posten leie av markedsrettigheter, 2010-2014	93

Tabell 8.16 Historisk utvikling i posten annen driftskostnad, 2006-2009.....	93
Tabell 8.17 Prognose for posten annen driftskostnad, 2010-2014	94
Tabell 8.18 Historisk utvikling i STFs driftsinvesteringer, 2006-2009.....	94
Tabell 8.19 Prognose for STFs driftsinvesteringer i % av driftsinntektene	95
Tabell 8.20 Historisk utvikling i STFs arbeidskapital, 2006-2009.....	96
Tabell 8.21 Prognose for STFs arbeidskapital i % av driftsinntektene	97
Tabell 8.22 Kontantstrømprognose etter skatt for STF i perioden 2010-2015.....	97
Tabell 9.1 Egenkapitalverdien for STF	100
Tabell 10.1 Endring av WACC og vekstfaktor	101
Tabell 10.2 Endring av variabler i WACC	102
Tabell 10.3 Endring av variabler i vekstfaktoren	103
Tabell 10.4 Endring av driftsinntekter/-kostnader.....	103

1.0 Innledning

1.1 Formål og avgrensning

Denne utredningen tar sikte på å gjøre en verdivurdering av fotballklubben Start ved hjelp av fundamental verdsettelsesteknikk. Oppgavens perspektiv er at verdivurderingen gjøres av en diversifisert investor som handler i det norske markedet. Vi anvender regnskapstallene frem til 2009, og gjør en grundig analyse av både eksterne, interne og regnskapsmessige forhold. Regnskapstallene for 2010 var ikke tilgjengelig før i sluttfasen av oppgaveskrivingen, så vi benytter derfor ikke disse tallene i våre analyser. Med utgangspunkt i resultatene fra verdivurderingen ønsker vi å finne ut hvilke hovedfaktorer som påvirker økonomien i den norske toppfotballen, og hvordan disse vil utvikle seg i tiden fremover.

I dagens fotballverden er klubbene ikke lenger små idrettslag, men store bedrifter med mange ansatte og høy omsetning. Fotball som bransje har de seneste årene hatt en enorm vekst, og mye av grunnen til dette skyldes TV- og mediebransjens økte fokus på fotballsporten. Mulighetene for eksponering til et større og bredere publikum har økt i takt med teknologiens utvikling. Det er i dag mye enklere å se og følge sine favorittlag ved bruk av TV, internett eller mobile applikasjoner. Interessen for fotball har som følge av dette selvfølgelig fått et oppsving, og investorer er villig til å betale mer på grunn av den økte eksponeringen. Med høye lønninger til spillere og betydelige inntekter fra TV-rettigheter, er betydningen av fotballklubbenes økonomi ikke uvesentlig i et samfunnsmessig perspektiv. Det er derfor nyttig å foreta en verdivurdering av Start da den vil være av interesse for en rekke grupperinger, og kan sammenlignes med andre klubber.

I motsetning til tidligere analyser, retter vi spesielt fokus på å diskutere hvordan usikkerhet og uforutsigbarhet påvirker norske fotballklubbers regnskap. I den forbindelse, tar vi i den eksterne regnskapsanalysen med regnskapene til tre andre eliteseriekubber i tillegg til Start for å kunne gjøre en relevant sammenligning. Vi har da valgt Odd Grenland, Molde og Vålerenga. Odd Grenland står relativt likt med Start når det gjelder tilgang på økonomiske ressurser og publikumsstøtte i motsetning til Vålerenga, som potensielt har et bedre grunnlag for inntekter og sponsoravtaler ettersom de er lokalisert i hovedstaden. Molde stiller også forholdsvis likt med Start når det gjelder publikumsstøtte og inntektsgrunnlag, men har til forskjell en relativt stabil investor- og sponsorsituasjon.

Det er verdt å merke seg at i oppgaven vår gjør vi visse avgrensninger. IK Start er organisert som et idrettslag (FLI), og det foreligger derfor ikke et normalt aksjonær-/eierforhold her. Selv om det er IK Start som er ansvarlig for den daglige driften, har klubben inngått en samarbeidsavtale med Start Toppfotball AS (STF). Avtalen innebærer at STF leier markeds- og spillerrettigheter, og til gjengjeld dekker kostnadene knyttet til den daglige driften av toppfotballavdelingen i IK Start. Spillerverdier, billettinntekter, sponsor-, markeds-, og reklamerelaterte inntekter og kostnader regnskapsføres i STF. Dermed er det naturlig for oss å ta utgangspunkt i regnskapet til STF. Resultatet av verdivurderingen vil kunne brukes som beslutningsgrunnlag for enten en kjøps- eller salgsstrategi i forhold til dagens kursnivå på aksjene i STF.¹

1.2 Struktur og oppbygging

I første del av oppgaven ønsker vi å presentere klubbens historie med utgangspunkt i fotballfaglige prestasjoner satt i sammenheng med hvordan organisasjonen Start er oppbygd. Videre presenterer vi det teoretiske rammeverket med fokus på verdsettelsesmetoder og her begrunner vi valget av fundamental verdsettelse som metode. Verdsettelsesmetoden som vi velger, bruker vi til å komme frem til en neddiskontert verdi ved å ta utgangspunkt i kontantstrømmen fra driften.

Masteroppgaven er ellers delt inn i fem hoveddeler:

1. Strategisk analyse
2. Regnskapsanalyse
3. Finansiell analyse
4. Fremtidsregnskap
5. Verdsettelse

Oppgaven avsluttes med analyser av resultatene som fremkommer av verdivurderingen. Målet er å vurdere og videre kommentere de beregnede verdiene for egenkapitalen i klubben, samt å teste ulike variabler slik at vi bruker informasjonen til å konkludere i forhold til problemstillingen.

¹ IK Start årsrapport med årsregnskap 2009

2.0 Idrettsklubben Start

“Start har som målsetning å engasjere og samle Sørlandet”

2.1 Historikk

Det hele startet den 19. september 1905 da en vennegjeng i Kristiansand skulle bestemme navnet på en ny fotballklubb. Fotballinteressen var økende, og i en turnhall var ca. 60 gutter i alderen 15 til 17 år samlet for å stifte fotballklubb. De tok initiativet til en sammenslutning med andre gutteklubber i regionen som resulterte i Idrettsklubben Start. Den første klubbdrakten til Start hadde blå og hvite firkanter før de etter hvert tok i bruk de gule draktene med sorte bukser som i dag kjennetegner IK Start.

Den første kampen som Start spilte utenbys var i Mandal i 1906 og kampen ble vunnet 3-1.² I 1911 ble Start innmeldt i Norges Fotballforbund og i de påfølgende årene hadde Start sportslig fremgang og vant en rekke kamper på lokalt nivå. Den økonomiske situasjonen i klubben var derimot ikke like mye å skryte av. Hver gang Start havnet i økonomisk knipe, fikk de derimot hjelp av den danske forretningsmannen Jakob Lauridsen. Lauridsen var alltid klar til å åpne lommeboken, og ga blant annet Start de første draktene og ekstra inngangspenger når det var kamp.

Behovet for en ny arena var økende, og i 1948 åpnet Kristiansand Stadion som Dagbladet Sørlandet den gang kalte “landets flotteste stadion”. For fotballen i byen ble dette begynnelsen på en ny tid, men det gikk likevel noen år før kvaliteten på fotballen matchet det nye anlegget. Start rykket endelig opp til den øverste divisjonen i Norge i 1959 etter at de ikke hadde avgitt et eneste poeng i seriespillet. Begeistringen var enorm, og for første gang var Sørlandet representert i landets toppserie. Likevel uteble den store suksessen, fordi Start ikke hadde godt nok mannskap og ikke var stabile nok til å hevde seg blant de store lagene.

1970-tallet skulle derimot vise seg å bli en opptur for Start. Starts legendariske trener Karsten Johannessen, sammen med innflytelsesrike spillere som Svein Mathisen og Trond Pedersen, bidro til at Start oppnådde gode resultater dette tiåret. Start tok sitt første seriegull i 1978 og gjentok bedriften i 1980, som også er det siste seriemesterskapet per dags dato. Selv om Start har vunnet serien to ganger, har de fremdeles til gode å bli cupmestere. Beste resultat i cupen er semifinaleplass ved fem anledninger.³

² Ikstart.no, "IK Start-historie"

³ Øverland, F. & Jakobsen, A. (2005)

I den senere tid har det ikke blitt flere trofeer i pokalskapet, men under Tom Nordlies ledelse i 2005, var Start svært nær å ta et nytt seriegull. Det var også dette året Start kunne feire klubbens hundreårsjubileum. Start spilte strålende god fotball hele vårsesongen og ledet med seks poeng ved halvspilt serie. Dessverre ble ikke høstsesongen like oppløftende, og avgjørelsen falt ikke før i den dramatiske siste serierunden. De aller fleste trodde at Start var seriemestere da Stefan Bärlin scoret noen minutter før slutt i hjemmekampen mot Fredrikstad på Kristiansand Stadion foran hele 16563 publikummere, noe som også er tilskuerrekord. Scoringen ble dessverre annullert for offside og FFK vant kampen. Samtidig vant Vålerenga sin kamp mot Odd Grenland, og dermed måtte Start ta til takke med sølvmedaljen. Uansett var sølvet over all forventning etter at laget hadde rykket opp fra 1. divisjon året før.⁴

I desember 2008 ble bergenserens Knut Tørum presentert som ny Start trener. I sine to første sesonger i klubben ledet han Start til trygge plasseringer midt på tabellen (2009 og 2010). I denne perioden har Start valgt å gi en del unge lokale spillere sjansen på førstelaget, og flere av disse har tatt nivået i Tippeligaen på en god måte. I oppkjøringen før 2011-sesongen ble det kjent at flere sentrale spillere i Start var misfornøyde med Tørum som trener, og det ble derfor spekulasjoner om hans framtid i klubben. Like før seriestart ble det bekreftet at Tørum ikke ville få tilbud om en forlengelse av kontrakten og 22. juni 2011 trakk Tørum seg som Start-trener.⁵ I begynnelsen av juli ble det klart at Mons Ivar Mjelde ble Tørum sin etterfølger i sjefsstolen. Han har signert en kontrakt som strekker seg ut 2015.

2.2 Sør Arena

Sør Arena har vært IK Starts hjemmearena siden den stod klar til 2007-sesongen, og er et moderne anlegg med flotte fasiliteter. Arenaen hadde opprinnelig en tilskuerkapasitet på ca. 14 500, og publikumsrekorden er på 14 448 fra åpningskampen mot Viking 15. april 2007. Publikumsoppmøtet har vært lavere enn forventet, og Start har derfor fra 2011-sesongen tatt grep og redusert kapasiteten til om lag 11 700, for å gjøre plass til store reklameseil i de fire hjørnene. Dette vil igjen gi økte reklameinntekter i klubbkassa. Sør Arena har også ved flere anledninger blitt brukt som konsertarena. Over 19 000 tilskuere møtte opp da Sir Elton John ble den første til å holde konsert i Starts nye storstue.⁶

⁴ Ikstart.no, "Sesongen 2005"

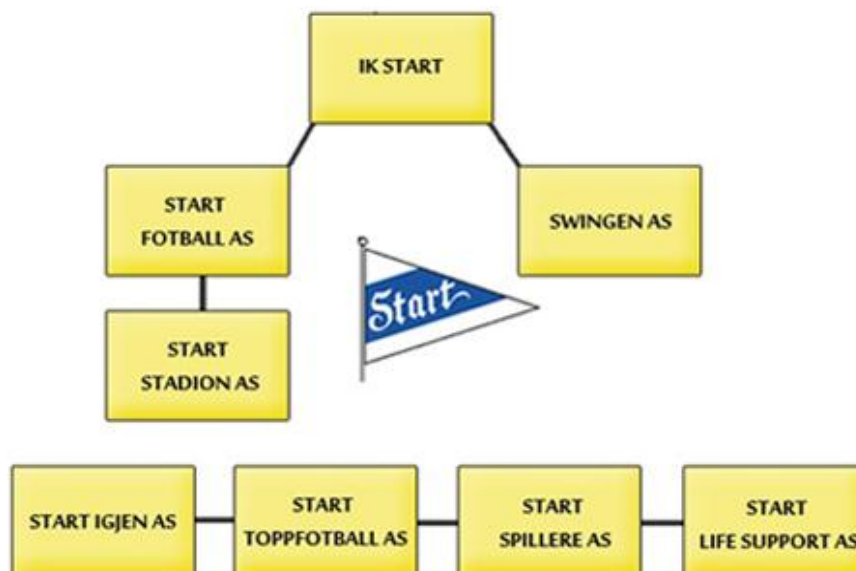
⁵ Aftenposten.no, "Flere spillere misfornøyde med Tørum"

⁶ Ikstart.no, "- I 2011 blir vi utsolgt!"

De totale byggekostnadene på NOK 400 millioner for Sør Arena ble langt høyere en beregnet. Starts andel av kostnadene var på ca. NOK 250 millioner, mens Rasmussengruppen i Kristiansand finansierte resten. Da byggeplanene ble godkjent av bystyret i Kristiansand i 2005, var fullfinansieringen budsjettert til NOK 177 millioner. En årsak til den store kostnadssprekken kan ha sammenheng med at det var svært gode tider for byggebransjen ved tidspunktet for byggestart. Dette var et par år før den siste finanskrisen og byggefirmaene hadde ordrebøkene fulle og kunne derfor ta seg godt betalt. For å få finansiert noe av gjelden, valgte Start å selge stadionnavnet til Sparebanken Sør, som også er hovedeier og største aksjonær i Start Stadion AS.⁷

2.3 Organisasjonen Start

Organisasjonen Start er organisert gjennom flere forskjellige selskaper som støtter opp om den daglige driften. De to sentrale selskapene er Idrettsklubben Start og Start Toppfotball AS. Idrettsklubben Start ble registrert den 12. mars 1995 og er organisert som forening/lag/innretning (FLI).⁸ STF er organisert som et aksjeselskap og ble registrert 21. januar 1997.⁹ Det føres ikke noe konsernregnskap som viser resultat og stilling til Start som en samlet økonomisk enhet, og dermed blir regnskapsføringen mellom de ulike selskapene relativt komplisert. For å få en bedre oversikt over de forskjellige selskapene har vi sett på hvordan selskapene er organisert og hvilke formål de har.



Figur 2.1: Organisasjonen Start

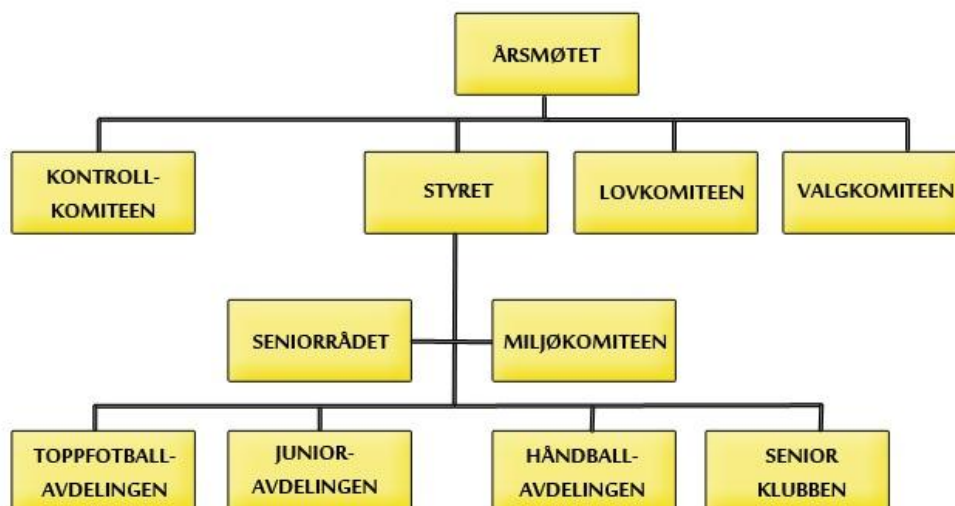
⁷ Dagbladet.no, "Ny stadion har gitt Start kjempegjeld"

⁸ Purehelp.no, Firmapresentasjon Idrettsklubben Start

⁹ Purehelp.no, Firmapresentasjon Start Toppfotball AS

Den daglige driften opprettholdes av IK Start, mens formålet og virksomheten til STF er å stille risikokapital til rådighet for idrettsklubben. Klubben får ved denne avtalen økonomisk styrke til å bygge opp et slagkraftig lag som kan være på topp i norsk fotball. I følge samarbeidsavtalen, regnskapsføres aktiviteter knyttet til sportsarrangement og drift av klubben i IK Start. IK Start kjøper og selger spillere, og samtidig overføres rettighetene til og fra STF til samme verdi. Hvis STF ikke oppfyller betingelsene i spillerkontraktene, vil rettigheter vedrørende spillerne gå tilbake til IK Start.

STF er et datterselskap av Start Igjen AS, og eies av private investorer. Disse investorene har eierinteresser i STF, og eier 99,7 % av aksjene. De resterende aksjene på 0,3 % eies av Start Fotball AS. Start Fotball AS er et selskap som i sin helhet er eid av IK Start, og ble registrert i september 2008. På den tiden hadde STF alvorlige økonomiske problemer, og det var en reell fare for at selskapet kunne gå konkurs. Start Fotball AS var tiltenkt å overta STF sin rolle dersom en konkurs hadde vært utfallet. Dette skjedde imidlertid ikke. Selskapets rolle i dag er derfor å forvalte klubbens eierinteresser i STF på en tilfredsstillende måte. Swingen AS er et selskap som i sin helhet er eid av IK Start. Selskapet har som hovedoppgave å eie og forvalte klubbens eiendom på Sør Arena. Klubben eier gjennom dette selskapet ca. 300 kvadratmeter i 2. etasje på østsiden av stadionet. Lokalet leies i dag ut til STF.¹⁰



Figur 2.2: Organisasjonskart IK Start

¹⁰ Årsrapport IK Start 2009

Organisasjonskartet ovenfor viser hvordan Idrettsklubben Start er organisert. Som vi ser, er årsmøtet det øverste organet der alle medlemmer av klubben har adgang. Styret, kontrollkomiteen, lovkomiteen og valgkomiteen er direkte underlagt og rapporterer til klubbens årsmøte. Klubben ledes av styret, som er høyeste myndighet mellom årsmøtene. All sportslig aktivitet i klubben er organisert under styret. Styret består av en leder, nestleder, fotball leder, sekretær, leder i miljøkomiteen, representant for junioravdelingen, representant for håndballavdelingen og representant for seniorklubben med sine respektive varamedlemmer. Toppfotballavdelingen omfatter virksomheten til Start 1, Start 2, Start 3 og Junior elite (NM laget), og er organisert slik:



Figur 2.3: Toppfotballavdelingen IK Start

Styret i toppfotballavdelingen er ansvarlig for den sportslige virksomheten til denne avdelingen, og den skal drives innenfor den fullmaktsrammen som er vedtatt av styret i idrettsklubben, og i nært samarbeid med klubbens sportslige, administrative ledelse.¹¹ STF har som tidligere nevnt en avtale med IK Start, der alle økonomiske rettigheter til lagene i toppfotballavdelingen er overtatt til STF, mot at selskapet dekker alle kostnadene i denne avdelingen. Selskapets oppgave er å drive kommersiell virksomhet innenfor rammen av denne samarbeidsavtalen. IK Start har i praksis all beslutningsmyndighet i sportslige saker, men beslutningene må tas innenfor de økonomiske ressurser som selskapet stiller til rådighet. Dette innebærer at selskap og klubb samarbeider nært innenfor sine virksomhetsområder.

¹¹ Organisasjonsplan for IK Start 2009

3.0 Verdssettelsesteori

Innenfor verdsettelse finnes det flere ulike metoder å velge mellom. Formålet med verdsettelsen er å finne den forventede verdien av egenkapitalen til et selskap. Det er vanlig å gruppere verdsettelse i tre hovedteknikker; *fundamental verdsettelse*, *komparativ verdsettelse* og *opsjonsbasert verdsettelse*. De ulike metodene for å komme fram til verdien av denne virksomheten er ikke gjensidig utelukkende, men kan gjerne brukes sammen. For å vurdere hvilken metode som er mest nyttig i en verdsettelse av STF, vil vi gjøre et valg på bakgrunn av de tre hovedmetodene.

3.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse dreier seg om å verdivurdere en bedrift basert på en analyse av selskapets regnskap og strategi.¹² På bakgrunn av den strategiske og regnskapsmessige analysen av selskapet, kan man utarbeide et fremtidsregnskap som vil gi en god indikasjon på hvordan selskapet vil utvikle seg i fremtiden. Formålet med denne analysen er å estimere egenkapitalverdien til selskapet. Fundamental verdsettelse vil være mer tidkrevende enn de to andre metodene, fordi den er mer omfattende. Utgangspunktet for den fundamentale verdsettelsen er at den bygger på regnskapstall og informasjon som strekker seg flere år tilbake i tid, og det er derfor best å bruke denne metoden på bedrifter som er godt etablert og der investoren har informasjon om tall fra tidligere regnskapsår.

For å finne egenkapitalverdien til en bedrift, må vi neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene. Dette kan gjøres ved hjelp av to forskjellige metoder, egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden.¹³ Egenkapitalmetoden finner verdien til bedriften ved å beregne kontantoverskuddene til egenkapitalen direkte, mens totalkapitalmetoden finner den totale verdien av egenkapitalen til selskapet ved å trekke gjelden fra totalkapitalen. I figuren nedenfor er prosessen i den fundamentale analysen beskrevet i en 5-steps modell.



Figur 3.1: Fundamental analyse

¹² Penman, S.H. (2010)

¹³ Boye, K. (1998)

1) Strategisk Analyse: Få kjennskap til bedriften

I den første fasen av en fundamental analyse er det avgjørende å få kjennskap til bedriftens strategi og hvordan den er organisert. Informasjonen vil være utgangspunktet for den videre analysen, og det er derfor nødvendig å ha god kjennskap til bedriften før det er mulig å gjøre en verdivurdering. For å få kjennskap til bedriften, må man analysere alle nivåene i en organisasjon, blant annet produkter, kunnskap, konkurrenter, forskning, og den generelle organiseringen. En ekstern analytiker går i gjennom de ulike nivåene som nevnt ovenfor og justerer vurderingen etter hvordan bedriften endrer sin strategi. En intern analytiker er mer involvert i å formulere bedriftens egen strategi, men går også gjennom de ulike nivåene i organisasjonen. I motsetning til den eksterne analytiker, testes strategien fortløpende mot alternative strategier for muligheter til å øke verdien.

2) Regnskapsanalyse: Analysere informasjonen

På bakgrunn av den strategiske analysen, er det mulig å gjøre en analyse av kvantitativ og kvalitativ informasjon for å kunne få oversikt over en bedrifts salg, kontantstrøm og lønnsomhet. Informasjonen kan foreligge i forskjellige formater, og fra forskjellige kilder. Den mest vanlige kilden til slik informasjon, er bedriftens årsregnskap og årsrapport. Det er avgjørende at den irrelevante informasjonen her skilles ut, og at organiseringen av informasjonen skjer så effektivt som mulig, slik at det enkelt kan utvikles prognoser for fremtiden.

3) Budsjettering: Utarbeiding av fremtidsregnskap

Videre utarbeides budsjetter på bakgrunn av regnskapsanalysen. Dette gjøres for å kunne si noe om hvordan resultatet vil utvikle seg i årene fremover, og for å få et pålitelig grunnlag for den videre verdsettelsen. Når fremtidsregnskapet utarbeides, gjøres dette i to omganger. I første omgang må man utvikle prognoser for spesifikke regnskapsmessige verdier. Dette bestemmes som regel av hvilken type verdsettelsesmetode som er valgt. Etter dette, er det mulig å gjennomføre prognoser på hvordan disse verdiene vil utvikle seg for til slutt å komme frem til et fremtidsregnskap som kan benyttes i den videre verdsettelsen.¹⁴

¹⁴ Penman, S.H. (2010) s. 84-85

4) Verdsettelse: Fremtidsregnskapet brukes til verdsettelse

Analytikeren bruker fremtidsregnskapet og valgt verdsettelsesmodell til å bestemme verdien på bedriftens egenkapital. For å få en pålitelig verdi, brukes regnskapene til bedriften over flere år. Fordi avkastningen skjer i fremtiden og investorer alltid foretrekker penger i dag fremfor penger i fremtiden, må den forventede avkastningen diskonteres slik at pengenes tidsverdi blir tatt med i beregningen. Avkastning og økonomisk resultat er en usikker variabel, så det vil alltid være en sjanse for et bedre/dårligere resultat enn forventet. Verdsettelsen går ut på å kombinere og diskontere en rekke observasjoner av forventet avkastning til en samlet verdi, og justere for pengenes tidsverdi og risiko.

5) Handling: Sammenligning av verdi og strategi

Med utgangspunkt i bedriftens egenkapitalverdi, kan analytikere avgjøre om en investering er lønnsom eller ikke. Det finnes to ulike tilnærminger til denne prosessen, ekstern og intern analyse. Er det snakk om en ekstern analyse, tar man utgangspunkt i den estimerte verdien og sammenligner den med markedsverdien. På bakgrunn av denne analysen, kan en investor bestemme seg for å selge, kjøpe eller holde aksjen. På den andre siden kan det være snakk om en intern analyse. Her tas det stilling til om selve strategien skal aksepteres eller forkastes, siden man antas å kunne påvirke og teste ulike strategier som har som hovedmål å maksimere eiernes avkastning. Dette gjøres ved å vurdere den estimerte verdien av investeringen i forhold til kostnadene.¹⁵

3.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse er en metode som sammenligner nøkkeltall og andre variabler med selskaper i samme bransje for å kunne verdsette foretaket man analyserer. Metoden anvendes ofte i praksis, fordi den både er enklere å bruke og er mer kostnadseffektiv enn fundamental verdsettelse.

Verdsettingen ved hjelp av komparativ metode kan utføres enten direkte eller indirekte. Den direkte metoden kalles også for multiplikatormodellen.¹⁶ Denne modellen blir ofte brukt på grunn av at den omtales som den enkleste å bruke. Anvendelsen av multiplikatormodellen går

¹⁵ Penman, S.H. (2010) s. 86

¹⁶ Boye, K. (1998)

ut på å multiplisere en regnskapsstørrelse med en multiplikator som vi finner ved å dele børskursen for børsnoterte selskaper med samme regnskapsstørrelse. Det finnes flere typer multiplikatormodeller, men Price/Earnings-ratio (P/E) og Price/Book-ratio (P/B) er blant de mest brukte.

Den indirekte metoden omtales derimot ofte for substansverdimodellen. Anvendelsen av denne modellen går ut på å sammenligne markedsverdien på eiendeler og gjeld. Måten dette regnes ut på, er å ta utgangspunkt i markedsverdien av eiendelene og trekke fra markedsverdien på gjelden. Dermed fremkommer markedsverdien på egenkapitalen.

Et av problemene med komparativ verdsettelse, er at det for bedrifter i store bransjer kan være mulig å påvirke en multiplikator til å gi et fordelaktig utfall. Ettersom metoden har lite fokus på bedriftsspesifikke nøkkeltall og en sterk tilknytning til bransjen, vil det kunne være et problem at selskapet i gode tider blir overvurdert, mens det i dårligere tider blir undervurdert. Til tross for enkelte problemer knyttet til metoden, er den forholdsvis populær, og kan også være et godt supplement til andre analyser for å underbygge allerede oppnådde resultater.

3.3 Opsjonsbasert verdsettelse

En opsjonsbasert verdsettelse tar utgangspunkt i en fundamental verdsettelse av et selskap, men verdivurderingen tar også hensyn til verdien av fleksibilitet. Det forekommer i en del selskaper at det utstedes aksjeopsjoner til ledelsen. I den forbindelse, dreier det seg om realopsjoner i motsetning til finansielle opsjoner. En slik opsjon gir innehaverne en rett, men ikke plikt, til å kjøpe aksjer til en på forhånd fastsatt kurs innenfor et gitt tidsrom. Siden fleksibiliteten har en verdi, kan denne verdien identifiseres ved opsjonsbasert verdsettelse. Opsjonsteori benyttes blant annet ved verdsettelse av gruver og oljefelt.¹⁷

Realopsjoner er en mulighet til å investere i eller selge noe man har rettigheter til som vil få direkte innvirkning på selve verdiskapningen. De aller fleste selskaper sitter i en eller annen form på en slik realopsjon.

Finansielle opsjoner går ut på at man betaler for en mulighet til å vente og se hvordan en bestemt opsjon endrer seg i verdi i forhold til en på forhånd avtalt verdi. Dersom denne verdiforskjellen viser seg å være fordelaktig, vil man velge å løse inn opsjonen.

¹⁷ Boye, K. (1998)

Et problem med opsjonsbasert verdsettelse er at metoden knytter seg til graden av usikkerhet rundt estimatene på sannsynlighetene for de ulike alternativene av den underliggende eiendel.

3.4 Valg av verdsettelsesmetode

For godt etablerte selskaper med regnskapsdata fra flere år tilbake vil alltid fundamental verdsettelse passe best, men siden fundamental verdsettelse er en omfattende prosess, er det verdt å merke at det også er fullt mulig å benytte komparativ og opsjonsbasert metode som et supplement. Det som derimot skiller fundamental verdsettelsesmetode fra de andre metodene er at det kreves prognostisering eller måling. Verdien av en aksje i en veletablert bedrift er basert på den fremtidige avkastningen, slik at man ikke kan unngå prognostisering eller måling av den fremtidige avkastningen hvis man ønsker å gjøre en grundig analyse av bedriften.¹⁸

STF har eksistert i flere år, og vi har dermed tilgang på regnskapsdata for flere år tilbake. Selskapet har hatt en noe ustabil utvikling de siste årene der man blant annet har vært nær å gå konkurs. Det er i denne forbindelse verdt å nevne at valg av verdsettelsesmetode også avhenger av sannsynligheten for konkurs og bransjens generelle livssyklus. Større fotballklubber blir sjeldent lagt ned da lokale supportere og private investorer ofte stiller opp og redder klubber som er i slike situasjoner. Dette bygger også opp under beslutningen vår om å bruke fundamental verdsettelsesmetode.

Grunnen til at vi velger å gjennomføre en fundamental verdsettelse av STF er først og fremst at vi ønsker at den estimerte verdien på egenkapitalen skal bli så korrekt som mulig. Utgangspunktet for verdsettelsen av totalkapitalen er fremtidens tilgang på kapital fra driften. Rentebærende gjeld og andre forpliktelser trekkes fra, og eventuelle skattefordeler legges til. Verdien som fremkommer vil være verdien på egenkapitalen.

For å kunne estimere kontantstrømmen fra driften har vi valgt å ta utgangspunkt i selskapets EBITDA (earnings before interests, taxes, depreciation and amortization). Årsaken til at vi har valgt å fokusere på EBITDA er fordi det er et av de mest utbredte resultatmålene. Det utelater riktig nok skatter, renter, avskrivninger og goodwill, men siden de fleste investorer hovedsakelig er ute etter å analysere de rene driftspostene i regnskapet, følger valget av EBITDA som resultatmål naturlig av oppgavens formål.

¹⁸ Penman, S.H. (2010)

4.0 Strategisk analyse

4.1 Innledning

Strategisk analyse er det første trinnet i den fundamentale verdsettelsen, og innebærer en analyse av bedriftens interne og eksterne forhold. Verdsettelsesprosessen starter ikke alltid nødvendigvis med en strategisk analyse, og kan like gjerne starte med regnskapsanalysen. Det er likevel ofte nyttig å gjennomføre den strategiske analysen tidlig i verdsettelsesprosessen for å kunne gjøre gode antagelser og prognoser for fremtiden.¹⁹

Strategien i en bedrift er en plan for hvordan bedriften skal øke verdien av virksomheten. Målet med den strategiske analysen er å få oversikt over organisasjonens overordnede mål, policy og handlingssekvenser. Videre er hensikten at selskapet skal komme i en best mulig konkurransemessig posisjon for å kunne realisere sine mål, og på den måten å skape varige konkurransefortrinn. Slike varige konkurransefortrinn vil si at selskapet over tid klarer å opprettholde en avkastning større enn avkastningskravet. Strategien skal forøvrig være presis nok til å gi god mobilisering og fordeling av ressursene i organisasjonen.²⁰

En finansiell investor bruker den strategiske analysen til å vurdere inntjeningen og eventuell lønnsomhet i fremtiden for et selskap. Den strategiske analysen legger derfor grunnlaget for den videre verdsettelsen. Verdsettelsen blir ofte påvirket av ulike skjønsmessige vurderinger, og derfor bidrar den strategiske analysen til å gjøre vurderingen mer pålitelig.

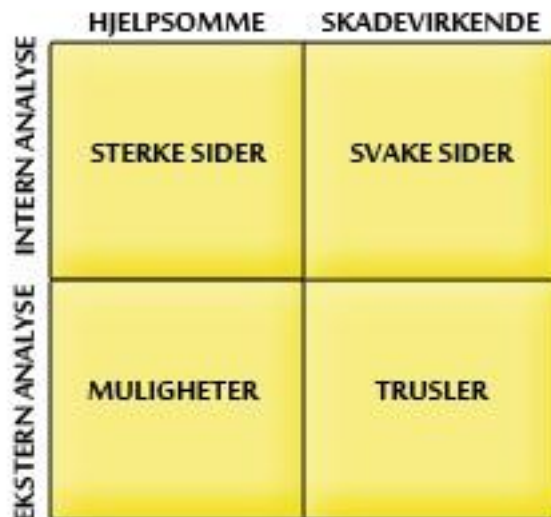
4.2 Rammeverk

SWOT-analysen er grunnlaget for den strategiske analysen. Hensikten med en SWOT-analyse er å identifisere selskapets muligheter, trusler, styrker og svakheter. På bakgrunn av disse resultatene er det mulig å vurdere hvilke strategier som vil kunne skape en modell som best stemmer, passer eller matcher en bedrifts ressurser og egenskaper med etterspørselen i bransjen som selskapet befinner seg i. SWOT-analysen er en todelt analyse som består av en ekstern- og intern analyse.²¹

¹⁹ Soffer, L.C. & Soffer, R.J. (2003)

²⁰ Mintzberg, H., Quinn, J.B. & Ghoshal, S. (1998)

²¹ Kotler, P. & Keller, K.L. (2006)



Figur 4.1: SWOT-modellen

Eksternanalysen innebærer en gjennomgang av en bedrifts muligheter og trusler i forhold til sine konkurrenter og bransjen generelt. Eksempler på dette er undersøkelser av en bedrifts nærmiljø eller bransje som bedriften opererer innenfor og nasjonale sosioøkonomiske og makroøkonomiske forhold. Vi bruker først Porters faktormodell til å undersøke hvilke muligheter og trusler som Start står ovenfor. Deretter undersøker vi hvilke makroøkonomiske forhold som påvirker Start ved å benytte PESTE-modellen.

Internanalysen tar sikte på å undersøke en bedrifts sterke og svake sider. Eksempler på dette er undersøkelser av en bedrifts ressurser og egenskaper. Internanalysen kalles ofte for en ressursbasert analyse fordi analysen innebærer en gjennomgang av en bedrifts mengde og kvalitet på egne ressurser. Målet er å avdekke hvilke ressurser bedriften har tilgjengelig, og i hvilken grad disse kan være med på å gi bedriften midlertidige eller varige konkurransefortrinn. Måten en bedrift bygger og vedlikeholder slike ressurser er å fokusere på effektivitet, kvalitet, innovasjon, og tilpasningsdyktighet ovenfor sine kunder. Når vi skal gjennomføre internanalysen, har vi valgt å benytte en VRIO-analyse for finne bedriftens midlertidige eller varige konkurransefortrinn, og for å kunne identifisere hvilke ressurser og egenskaper som er verdifulle for en bedrift. Målet er til slutt å sette de sterke sidene og mulighetene opp mot de svake sidene og truslene for å kunne si noe om hvorvidt det er sannsynlig å oppnå en profitt som er større eller lavere enn avkastningskravet.²²

²² Hill, C.W.L. & Jones, G.R. (2004)

4.3 Markedsavgrensning

En markedsavgrensning omhandler spørsmålet om hvilke produkter og geografiske områder som tilhører et bestemt marked. Bedriftenes posisjon i markedet, hvorvidt den har en høy eller lav markedsandel, er av betydning for vurderingen av om det kan oppstå konkurransemessige problemer i dette markedet.

Det markedet som Start for øyeblikket befinner seg i er Norsk Toppfotball. Denne bransjen vil det være naturlig å definere som de lagene som per dags dato spiller i de to øverste divisjonene i Norge. Dette vil si at til sammen 32 lag utgjør Norsk Toppfotball likt fordelt mellom henholdsvis Tippeligaen og Adeccoligaen. Forskjellene mellom de to divisjonene er naturligvis betydelige, både når det gjelder klubbens økonomi, fasiliteter og tilskuerstøtte.

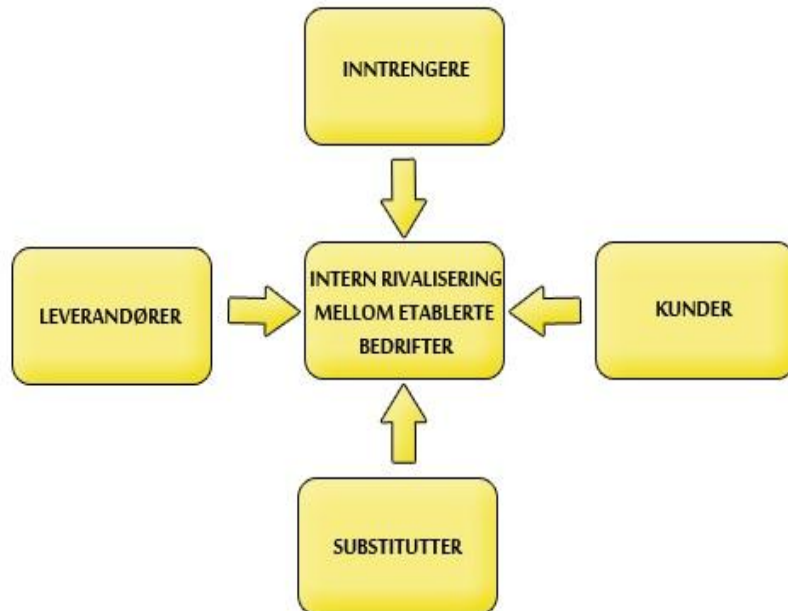
Hvert år forekommer det derimot utskiftninger når to lag rykker ned til Adeccoligaen, mens samme antall lag rykker opp en divisjon. For en klubb som havner i en ny divisjon vil det naturligvis være mange utfordringer, spesielt med tanke på den økonomiske biten. Et nedrykk gir langt mindre penger i klubbkassa, mens et opprykk til Tippeligaen krever at man tilpasser seg dette nivået blant annet ved å skaffe nye og bedre spillere.

Det ville også vært en mulighet å sammenligne Norsk Toppfotball med den internasjonale toppfotballen. Toppfotballen i Norge er veldig liten sammenlignet med flere av de store europeiske ligaene, og de utenlandske klubbens omsetning ligger på et helt annet nivå enn for de norske. Vi har derfor valgt å se bort i fra de utenlandske klubbene og konsentrerer markedet til de to øverste divisjonene i Norge.

4.4 Ekstern analyse

Det som først og fremst bestemmer en bedrifts lønnsomhet og prestasjon er hvordan den påvirkes av bransjen den opererer innenfor. For å kunne undersøke dette nærmere, må vi se på strukturen og konkurransesituasjonen til bedriften og hvordan dette bidrar til å gi bedriften eventuelle konkurransefortrinn eller ulemper. Hvilke muligheter har en bedrift for å opparbeide eller vedlikeholde sine konkurransefortrinn? Dette er et av spørsmålene den eksterne analysen skal gi svar på. Eksternanalysen består som nevnt også av en bransjeanalyse, så vi bruker først Porters faktormodell for å undersøke hvilke muligheter og trusler som Start står ovenfor.

Modellen til Porter er bygd på forutsetningen om at lønnsomhet på lang sikt avhenger av fem faktorer; potensielle inntrengere, kundenes forhandlingsmakt, leverandørens forhandlingsmakt, trusler fra substituerbare produkter og intern rivalisering blant etablerte bedrifter i bransjen.²³



Figur 4.2: Porter's fem konkurransekrefter

4.4.1 Potensielle inntrengere

Lønnsomhet i et frikonkurransemarked avhenger som regel av hvor mange aktører som til enhver tid befinner seg innenfor en bestemt bransje. Potensielle inntrengere er bedrifter som i utgangspunktet ikke befinner seg i bransjen, men som har en mulighet og et mål om å etablere seg der. Nye bedrifter etablerer seg, og dette fører samtidig til redusert lønnsomhet for de bedriftene som allerede befinner seg i bransjen. Dette utgjør en konstant trussel for eksisterende bedrifter, og man snakker ofte om hvor store inngangs- og utgangsbarrierene er i denne sammenhengen.

Kostnadene knyttet til nyetableringer brukes som et mål på hvor stor inngangsbarrieren er til en bransje. Høye kostnader knyttet til nyetablering fører til en større inngangsbarriere, noe som igjen fører til en generelt lavere trussel for potensielle inntrengere. Andre forhold som kan påvirke barrierene i en bransje er hvor lojale kundene er til aktørene i bransjen, og hvor mye som skal til for at kundene er villig til være illojale ovenfor disse.

²³ Hill, C.W.L. & Jones, G.R. (2004)

I fotballbransjen er det lite usikkerhet i forhold til trusselen om potensielle inntrengere. Toppfotballen i Norge er forholdsvis forutsigbar med tanke på at det til en hver tid kun er plass til et bestemt antall lag. For å kunne etablere seg i Tippeligaen og Adeccoligaen, kreves stor økonomisk satsing og sportslig tilrettelegging. Det er vanskelig, og sannsynligvis umulig, for en ny klubb å etablere seg på det øverste nivået, uten flere år i de lavere divisjonene først. Det finnes derimot flere eksempler de siste årene på at private investorer har hjulpet klubber med den økonomiske satsingen og på den måten oppnådd suksess. Dette har derimot i mange tilfeller vært kortvarig, og en økt økonomisk satsing betyr ikke nødvendigvis at klubben vil oppleve sportslig suksess.

Det er altså ikke stor fare for potensielle inntrengere i den norske toppfotballen, siden det som nevnt kun skiftes det ut to lag i Tippeligaen hvert år. Trusselen her ville først og fremst vært knyttet til om lagene som rykker opp og ned ville kunne true regionen og kampen om tilskuerne lokalt ved at to lag fra samme by eller tettsted befinner seg i samme divisjon. Det har ikke vært noe problem tidligere og ettersom supporterne og sponsorer til etablerte klubber er sterkt tilknyttet sine lag, har vi grunn til å hevde at disse ikke skifter lagtilhørighet uten videre.

4.4.2 Rivalisering

Bedrifter som befinner seg i en bransje har en varierende markedsandel som man ønsker å maksimere ut i fra et lønnsomhetsperspektiv. Dette beskrives som kjernen i Porters konkurransemodell og er den interne rivaliseringen mellom etablerte bedrifter. Det er en konstant kamp om markedsandeler og graden av denne rivaliseringen avhenger i utgangspunktet av tre faktorer; konkurransestruktur, etterspørsel, inngangs- og utgangsbarrierer i den aktuelle bransjen.²⁴

Konkurransestruktur

Hvor mange konkurrerende bedrifter som opererer innenfor en bestemt bransje, og hvordan disse forholder seg til hverandre, er bestemt av hvordan bransjen er strukturert. I bransjer der man har mange konkurrerende bedrifter og hvor konkurransesituasjonen er relativt balansert, er det ofte en stor grad av rivalisering og ustabile bransjeforhold. Hvis det derimot kun

²⁴ Hill, C.W.L. & Jones, G.R. (2004)

eksisterer et mindre antall konkurrenter i bransjen, vil det ofte skapes et avhengighetsforhold mellom bedriftene. Det oppstår ofte en dominerende markedsleder som de andre bedriftene i bransjen blir "tvunget" til å følge etter. Dette fører naturligvis til en mindre grad av rivalisering.²⁵

Etterspørsel

Graden av etterspørselen i en bransje påvirker også rivaliseringen. Hvis en bransje har en stabilt økende kundetilstrømning, vil rivaliseringen ofte være lavere enn hvis bransjen har en redusert kundetilstrømning. Dette kan illustreres ved å se på en bransjes livssyklus. I oppstartsfasen vil ofte etterspørselen være begrenset, men siden bransjen modner og blir kjent for kundene, øker etterspørselen. Når etterspørselen etter bransjens produkt er større enn tilbudet, er det enklere for en bedrift å øke sin markedsandel. I den avtagende fasen av en bransjes livssyklus vil etterspørselen igjen synke og rivaliseringen øke for å kjempe om de gjenværende markedsandelene.

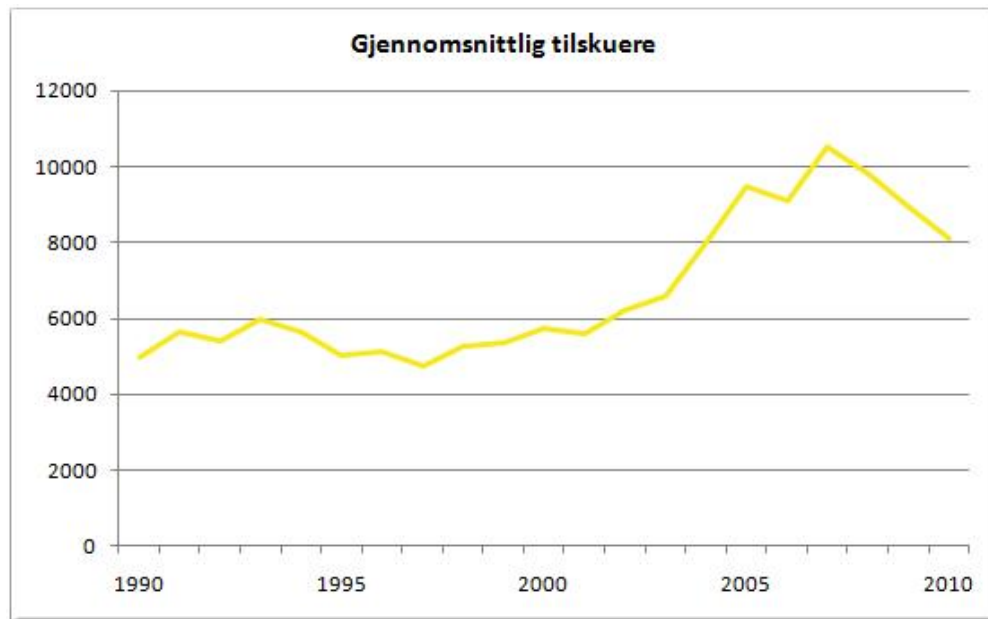
Inngangs- og utgangsbarrierer

Inngangs- og utgangsbarrierer er faktorer som kan hindre en bedrift fra å etablere seg eller forlate et marked. Det finnes ulike grunner til at slike hindre oppstår. Det som oftest hindrer en bedrift er økonomiske faktorer. Eksempler på dette kan være høye etableringskostnader eller avviklingskostnader. Som tidligere nevnt, brukes ofte kostnader som et mål på hvor store barrierene er i en bransje. Det er derimot ikke kun økonomiske faktorer som påvirker graden av barrierer i en bransje. Det kan ofte i like stor grad dreie seg om strategiske og følelsesmessige faktorer som hindrer en bedrift i å etablere seg i, eller i å forlate en bransje. Hvis det er enkelt å etablere seg i en bransje, vil det bety at det er en stor rivalisering og lav lønnsomhet. Dersom det viser seg å være vanskelig å utvikle en bedrifts virksomhet, vil det kunne føre til at bedriften forblir i markedet selv om det er ulønnsomt å drive virksomheten.

Fotballbransjen er strukturert på en slik måte at kampen om tilskuerne og sponsorer er det viktigste for å sikre økonomisk stabilitet. Salg av billetter er den mest åpenbare og viktigste inntektskilden i bransjen ettersom økt eksponering også kan føre til økte sponsorinntekter. Kapital er avgjørende i konkurransen med andre klubber, og det er derfor flere klubber de

²⁵ Hill, C.W.L. & Jones, G.R. (2004)

seneste årene har gjort seg avhengige av private investorer som kan bidra økonomisk. Kampen om de beste spillertalentene og spillerkjøp avgjøres også hovedsakelig av økonomiske faktorer. Norsk Toppfotball som bransje og etterspørselen etter fotballunderholding som produkt kan derfor best måles ved å se på gjennomsnittlig antall tilskuere i Tippeligaen. Hvis vi ser på hvordan gjennomsnittlig antall tilskuere i Tippeligaen har utviklet seg de siste 10 årene, har det vært en jevn økning frem til 2007.^{26,27}



Tabell 4.1: Gjennomsnittlig tilskuere Tippeligaen 1990-2010

Årsaken til denne økningen er blant annet den økte eksponeringen av toppfotball i Norge som et resultat av at TV og media generelt, økte fokuset på fotballsporten i løpet av denne perioden. I tillegg kan det også hevdes at spenningen rundt toppfotballen har økt, ved at konkurransen i Tippeligaen har blitt jevnet ut med årene. Rosenborgs dominans har avtatt, og de er ikke lenger så suverene som de var på hele 90-tallet og de første årene etter årtusenskiftet. Det har også blitt investert store summer i nye fotballanlegg rundt om i landet, noe som har gjort at interessen for å gå på kamp har økt. Når Sør Arena åpnet i 2007, økte den gjennomsnittlige tilskuermassen fra 7 677 til 11 141.

Når vi ser at etterspørselen etter Norsk Toppfotball har vært økende i perioden frem til 2007, sier dette samtidig at det tidligere var en noe lavere intern rivalisering i bransjen. Lagene har ikke hatt like stort press på seg til å opprettholde markedsandelene sine da

²⁶ Norsk Internasjonal Fotballstatistikk (2010)

²⁷ Ikstart.no, Sesongstatistikk 69-96

tilskuerantallet og interessen for Norsk Toppfotball som produkt har vært jevnt økende. Det kan derimot nevnes i denne forbindelse at innenfor fotballbransjen er det å opprettholde og øke markedsandelene sine ikke like relevant som i bedriftsmarkedet. Supportere er som tidligere nevnt relativt lojale ovenfor klubben sin, og det er ytterst sjeldent at disse skifter favorittlag. Kampen om tilskuerne er på en måte bestemt av regional tilhørighet, og det er kun de stedene med flere topplag innenfor samme område som vil måtte kjempe om den samme tilskuermassen.

I årene etter 2007 ser det derimot ut som om noe er i ferd med å bli endret. Siden 2007, har det gjennomsnittlige tilskuerantallet på kampene i Tippeligaen sunket. Det skyldes trolig den teknologiske utviklingen der flere supportere velger å se kampene hjemme på TV eller internett. Dette betyr nødvendigvis ikke at etterspørselen har blitt mindre, men tilskuerantallet på kampene har sunket som et resultat av den teknologiske utviklingen. Her spiller også kostnadene en rolle, fordi klubbene som nettopp har bygget nye stadioner er presset til å kreve mer betaling for billettene, mens tilbudet om å se kampene på TV eller internett er blitt langt rimeligere. En del supportere velger derfor å se kampene hjemme til en lavere pris.

Med tanke på inngangs- og utgangsbarrierer innenfor Norsk Toppfotball er disse relativt høye med tanke på at det for det første er vanskelig å etablere seg som en toppklubb. Det kreves som nevnt en stor økonomisk og sportslig satsing og trolig mange års erfaring fra lavere divisjoner. Når det gjelder utgangsbarrierer er disse også svært høye som resultat av at mange supportere føler en sterk tilhørighet til klubben sin. Det skjer ytterst sjelden at en toppklubb avviker virksomheten da disse ofte redde av private investorer, lokalmiljøet eller kommunen.

Et unntak er tilfellet med fotballklubben Lyn som måtte legge ned driften etter at ingen maktet å redde klubben i juli 2010. Dette var første gang en klubb i den øverste divisjonen i Norge ble begjært konkurs. I årene før konkursen var klubben preget av vanskelige økonomiske og sportslige tider der man til slutt ikke hadde nok penger til å dekke de høye kostnadene. Dette var mest sannsynlig et eksempel på en aktør i fotballbransjen som ble tvunget til å fortsette å drive ulønnsomt på grunn av at utgangsbarrierene var høye og i tro av at de ville bli reddet.²⁸

²⁸ Aftenposten.no, "Lyn konkurs"

Realiteten er uansett at fotballbransjen har vært preget av høy etterspørsel, høye kostnader og store inngangs- og utgangs barrierer. Kostnadsnivået har vært spesielt omdiskutert de siste årene, siden flere klubber velger å drive ulønnsomt for å være konkurransedyktige i kampen om de beste spillerne. Dette har derfor blitt et problem for mange av klubbene, fordi de høye lønnskostnadene skaper et enormt press på klubbene til å prestere slik at de kan få dekket inn disse kostnadene i løpet av sesongen. Dette gjør samlet sett at det er stor intern rivalisering i fotballbransjen.

4.4.3 Kunder

Kundenes forhandlingsmakt bestemmes av antallet kunder i bransjen og størrelsen på disse. Hvis bransjen for eksempel består av et mindre antall store kunder, vil hver enkelt kunde kunne ha en reell forhandlingsmakt og lønnsomheten i bransjen vil kunne bli redusert som et resultat av dette. Hvis bransjen derimot består av et større antall små kunder, vil ikke forhandlingsmakten til hver enkelt kunde være like stor. I en bransje hvor kundene har mulighet til å påvirke lønnsomheten til bedriftene har kundene en sterk forhandlingsmakt. Prisene presses ned ved at kundene krever bedre kvalitet og service på produktene eller tjenestene slik at profitten i bransjen reduseres. I slike bransjer kan kunden faktisk i mange tilfeller ses på som en trussel.²⁹

I fotballbransjen kan man i utgangspunktet dele kundene inn i tre hovedgrupper. Supportere, sponsorer og media. Disse tre gruppene representerer inntektsgrunnlaget i fotballbransjen. Bransjen er avhengig av lojale og stabile kundegrupper for å kunne opprettholde den økonomiske og sportslige satsingen på lengre sikt.

Supportere

Fotballbransjens mest åpenbare kunder er supporterne som i utgangspunktet er små kunder som støtter opp om sitt favorittlag. Supporterne går på kamper, kjøper supporterutstyr, og ser fotballkamper på TV og internett. For fotballklubbene er det avgjørende at supporterne støtter opp om laget selv i motgangstider. Selv om supporterne i utgangspunktet blir sett på som små kunder, gjør lojaliteten og den generelle fotballinteressen at supporterne ofte engasjerer seg og danner større supporterklubber for å kunne få større gjennomslagskraft for sine saker.

²⁹ Hill, C.W.L. & Jones, G.R. (2004)

En supporterklubb med mange medlemmer har selvfølgelig en mye større forhandlingsmakt enn det hver individuelle supporter har. Dette kan virke skremmende og i noen tilfeller utgjøre en trussel for fotballklubber med store supporterklubber. Det finnes flere tilfeller der supporterklubbene har uttrykt frustrasjon mot sittende trenere eller saker som klubbene har forsøkt å gjennomføre. I noen tilfeller har det også blitt gjennomført boikott av lagets kamper og kjøp av lagets supporterutstyr.

På den annen side, må det selvfølgelig nevnes at i de aller fleste tilfeller utgjør ikke supporterklubbene noen trussel, snarere tvert i mot. Supporterklubber med mange medlemmer er en stabil inntektskilde gjennom økte billettinntekter og økt eksponering i media. Dette kan også føre til at klubben blir mer attraktiv for sponsorer og eventuelle spillere som ønsker å spille for klubben.

Media

Media har blitt en større kunde for fotballbransjen de siste årene i sammenheng med den teknologiske utviklingen. Salg av TV- og medierettigheter har blitt avgjørende for hva det norske publikummet får sett av toppfotballen. Medierettighetene til norsk fotball blir solgt av Norsk Toppfotball og Norges Fotballforbund. Disse avtalene innebærer rettighetene til Tippeligaen, Adeccoligaen, fotballandslagene og cupen. I 2005 måtte for eksempel TV2 og Canal Digital ut med rundt en milliard norske kroner for rettighetene. Avtalene som inngås er som vi ser betydelige, og gir også stor forhandlingsmakt innenfor fotballbransjen.³⁰

Sponsorer

Sponsorer er en sentral og avgjørende kunde for de fleste fotballklubber. I Norge har ofte hovedsponsorene lokal tilknytning, og mange av disse har også investert i og sikret seg navnet på flere av de nye stadionene som er bygd de siste årene. Sponsorene forventer en viss eksponering, da de hvert år kjøper reklame og investerer store summer i klubbene. Det er nok naturligvis også derfor sponsorene og de private investorene er de kundene som har den største forhandlingsmakten innenfor Norsk Toppfotball. Dette varierer selvfølgelig fra lag til lag. De lagene som er etablert i de største byene har som regel en enklere tilgang til sponsorer på grunn av sin sentrale beliggenhet. Uansett beliggenhet, er alle lag opptatt av sportslig suksess fordi dette vil bidra til å øke eksponeringen til sine kunder. Kundene i fotballbransjen

³⁰ Vg.no, "TV2 sikret seg fotballrettighetene"

har utvilsomt stor forhandlingsmakt med tanke på de summene som investeres hvert år av sponsorer og media. Dette fører selvfølgelig til en stor konkurranse, og et enormt press på fotballklubbene til å prestere fra sesong til sesong.

4.4.4 Leverandører

Leverandørene har ofte avgjørende forhandlingsmakt innenfor en bransje, og kan i mange tilfeller direkte påvirke bedriftens lønnsomhet ved å øke eller redusere tilbudet, prisene eller kvaliteten på produktene eller tjenestene. Det kan ofte være vanskelig å skille mellom kunder og leverandører i en bransje fordi prinsippene ofte er de samme. På samme måte som med kundene, er bransjer med et mindre antall store leverandører en større trussel enn bransjer med et større antall små leverandører. Store leverandører har mulighet til å kontrollere tilbudet, prisen og kvaliteten på produktene og sitter ofte igjen med de største overskuddene.

I fotballbransjen er det spillerne som kan sies å være hovedleverandørene av underholdningsproduktet. I utgangspunktet har ikke enkeltspillere stor forhandlingsmakt i fotballbransjen, og dette reflekteres også i at spillere ser behovet for en agent som ivaretar deres interesser. Unntaket kan være når enkelte spillere får unormalt mye oppmerksomhet på grunn av sine ferdigheter eller handlinger forøvrig. I mange tilfeller ønsker klubbene å gjøre hva som helst for å beholde slike spillere. På denne måten kan enkeltspillere i noen tilfeller oppnå forhandlingsmakt. Det er verdt å merke seg at dette er svært sjeldent i Norge, men forekommer oftere i utlandet. Uansett er det som sagt lite en enkeltspiller kan påvirke i bransjesammenheng og leverandørene i fotballbransjen oppfattes derfor ikke som en trussel.

4.4.5 Substitutter

Substitutter er konkurrerende produkter eller tjenester som i utgangspunktet kan tilfredsstille eller erstatte bedriftens allerede eksisterende produkter eller tjenester innenfor en bestemt bransje. Hvis kundene kan finne tilsvarende produkter eller tjenester som dekker de samme behovene til enten en lavere pris eller med en bedre kvalitet, utgjør dette en trussel. Dette er ofte en reell trussel for mange bedrifter, siden substitutter kan være med på å begrense lønnsomheten i bransjen eller innenfor bestemte markeder. Hvor sterkt et substitutt står i et marked avhenger først og fremst av prisen og kvaliteten, men også hvor god erstatning substituttet er og tilgangen på dette.

Fotballbransjenes produkt er som tidligere nevnt, underholdningsproduktet toppfotball som spillerne leverer i form av kamper og andre fotballrelaterte arrangementer. Akkurat som en hvilken som helst annen underholdningsform, er fotballens mål å tiltrekke seg et så stort publikum som mulig. Når vi skal se på hvilke alternative underholdningsformer som er tilgjengelig, er det først og fremst vanlig å skille mellom direkte og indirekte substitutter.

Direkte substitutter

Vi tar først for oss de direkte substituttene til fotballen som underholdningsprodukt. Med direkte substitutter mener vi underholdning som direkte kan erstatte, eller som er tilnærmet lik fotballunderholdningen. Slike substitutter kan for eksempel være å gå på kino, teater eller andre sosiale arrangementer. For å kunne avgjøre om de direkte substituttene utgjør en reell trussel mot fotballen, er det naturlig å finne ut hvilke type mennesker som går på fotballkamp. Disse kan i utgangspunktet deles inn i to grupper: Supportere som er lojale og trofast mot laget, og andre publikummere som er mer opptatt av underholdningen på kampene.

Supportere som er lojale og trofaste, vil neppe velge direkte substitutter siden det å følge og støtte laget sitt ansees av mange som en "plikt". Kampene spilles også kun hver helg i en begrenset periode, mens det alltid vil komme nye filmer på kino eller nye teaterstykker som settes opp med jevne mellomrom. De fleste trofaste supporterne vil nok derfor velge fotballkamp fremfor andre underholdningsformål når fotballkampene først spilles.

Det er klart at priser på billetter også spiller en rolle her. En trofast supporter vil mest sannsynlig være villig til å betale mer for en billett enn en person som kun er opptatt av den rene underholdningen på kampene. Ved for høye priser, vil en person som kun er opptatt av det sosiale aspektet og underholdningen velge en annen underholdningsform fremfor fotballen. Som vi ser, er det helt klart et press på klubbene og spillerne til å levere god og underholdene fotball som kan konkurrere med en god film eller et godt teaterstykke.

Indirekte substitutter

Når det gjelder de indirekte substituttene til fotballen som underholdningsprodukt, er dette noe som er blitt mye mer aktuelt de siste årene. Med indirekte substitutter mener vi underholdning som oppleves på samme måte og som i mange tilfeller er av samme kvalitet, men som leveres i en annen form. I sammenheng med utviklingen av fotballen som

underholdningsprodukt, kan det nevnes at den teknologiske utviklingen har gjort at det har oppstått et indirekte substitutt til det å kjøpe billett og møte opp på stadion for å få med seg kampene.

Denne utviklingen har helt klart ført til at fotballen har fått et bredere publikum. De fleste kampene er nå indirekte tilgjengelig både på TV og internett, noe som gjør at flere som tidligere ikke var interessert nok til å møte opp på kampene har begynt å fatte interesse for fotballen. Stadig flere foretrekker å se kampene hjemme fremfor å komme på kampene.

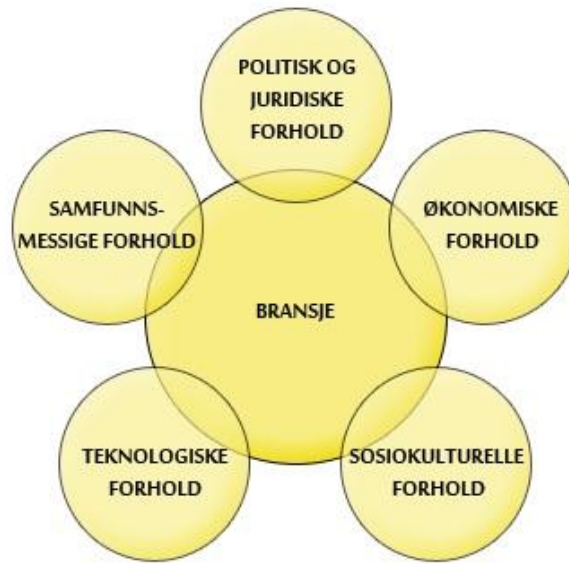
Dette kan ses på som en reell trussel for de fleste klubbene, da det å se kampene hjemme ofte er billigere og mer praktisk for de fleste som er opptatt av fotball. De trofaste supporterne vil nok uansett møte opp på kampene, men de fleste andre har nok fått en høyere terskel for å kjøpe billetter og møte opp på kampene. Dette har gjort at klubbene har blitt presset til å utvikle fotballen som et rent arrangement, og de fleste forventer nå et mye mer gjennomført arrangementet der fokuset på komfort og den rene underholdningen er økende.

For å oppsummere er det klart at fotballen som underholdningsprodukt står ovenfor en reell substitusjonsfare. Denne faren avhenger i stor grad av hvor mange "tilfeldige" publikummere som kommer på kampene i tillegg til de trofaste supporterne. For å tiltrekke seg gruppen med "tilfeldige" publikummere, er klubbene avhengige av gode resultater og spennende og underholdene fotball. Oppfatningen av hva som er underholdene fotball er delte, men det som er sikkert er at gruppen av "tilfeldige" publikummere må ha en ekstra grunn til å komme på kampene i tillegg til den rene fotballunderholdningen.

4.5 Makroanalyse

I en fotballklubbs makroomgivelser finnes det en rekke faktorer som vil være med på å påvirke hvilke beslutninger som blir tatt i klubben. Blant de viktigste faktorene, finner vi politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske og samfunnsmessige forhold. For å analysere og kategorisere disse eksterne faktorene har vi valgt å benytte PESTE-modellen.³¹ En analyse av slike nøkkelfaktorer i en bedrifts omgivelser vil rette fokus mot forhold av avgjørende betydning for bedriftens langsiktige utvikling.

³¹ Oxford University Press (2007)



Figur 4.3: PESTE-modell

4.5.1 Politiske og juridiske forhold

Den politiske involveringen i norske fotballklubber er som regel begrenset. Likevel hender det at politikere må ta viktige beslutninger som følge av et engasjement i sin lokale klubb. Dette var tilfelle for Kristiansand kommune da de forhandlet med Sparebanken Sør om hvem som skulle overta som eiere av Sør Arena.³²

Det er svært mange forhold knyttet til det juridiske aspektet en fotballklubb må forholde seg til. Det øverste fotballorganet vi har i verden er Fédération Internationale de Football Association, mest kjent som FIFA. Norges Fotballforbund (NFF) sluttet seg til FIFA allerede i 1908. Det er forbund som dette som pålegger en fotballklubb bestemte vedtekter og regler.

Det juridiske spørsmålet knyttet til relasjonene og retningslinjene mellom en klubb og et aksjeselskap er svært aktuelt for Start. IK Start har som nevnt gjennom flere år hatt en samarbeidsavtale med STF som bestemmer at STF får leie markeds- og spillerrettigheter mot at de dekker samtlige kostnader knyttet til klubbens toppfotballavdeling (for eksempel lønningene til Tippeligaspillerne). Det er viktig å få klarhet i forholdet mellom de to partene ettersom de må anses som to uavhengige rettssubjekter. Selv om det er aksjeselskapet som i all hovedsak betaler lønnskostnadene, må spillerne være kontraktfestet til klubben.

³² Fvn.no, "Forhandler om Sør Arena"

4.5.2 Økonomiske forhold

Fotball er en idrett som engasjerer svært mange mennesker, og hvor økonomiske ressurser stadig spiller en viktigere rolle. For at Start skal kunne opprettholde et godt sportslig tilbud til sine trofaste tilhengere, er klubben avhengig av gode økonomiske forhold. De siste årene har en del klubber blitt innhentet av hverdagen. Etter flere år hvor det kanskje har blitt satset over evne, må derfor flere klubber nå utvise større økonomisk forsiktighet. Både nedgangen i publikumsoppmøte og sviktende sponsortilbud må ta på seg deler av skylden for problemene. Dette har igjen påvirket det norske overgangsmarkedet. Flere klubber kikker nå til utlandet i håp om å sikre seg rimelige forsterkninger. Et unntak i denne sammenhengen er Molde FK. Før 2011-sesongen gikk investor Bjørn Rune Gjelsten inn med NOK 20 millioner som var øremerket spillerkjøp, men derimot med et langsiktig perspektiv.³³

Den driftskostnaden det som regel er knyttet mest oppmerksomhet til er nivået på spillerlønnene. En god indikator på hvor fornuftig økonomistyringen er i en klubb, er ved å sammenligne lønnsnivået i forhold til omsetningen. De fleste fotballeksperter og ledere er enige om at lønnsnivået generelt er for høyt. Rosenborg er uten tvil det laget som har høyest lønnskostnader, og i følge skattelistene fra 2010 var hele fem RBK-spillere inne på topp-10 listen over de best betalte spillerne i Tippeligaen. Spilleren som tjener mest av dem alle er Steffen Iversen, med en årlig inntekt på over NOK 5 millioner. Et klart bilde på hvor godt Tippeliga spillerne tjener, kan oppsummeres med at et klart flertall av spillerne tjener bedre enn statsminister Jens Stoltenberg, som har en årlig inntekt på rundt NOK 1 million.³⁴

Start fikk for alvor oppleve de tunge tidene i Norsk Toppfotball da STF mot slutten av 2009 fikk store betalingsproblemer. Dette medførte blant annet at det ikke ble overført nok penger til klubbens kommende lønnsutbetalinger. Dette var dramatisk siden retten til å spille i Tippeligaen kunne gått tapt dersom ikke lønningene hadde blitt betalt til rett tid. Problemet løste seg heldigvis etter innsprøytning av midler fra Cultiva og nye eiere i STF, og klubbblisensen var reddet for denne gang.

³³ Nrk.no, "Gjelsten med 20 millioner til Molde"

³⁴ Tv2.no, "- Spillerlønnene må ned"

4.5.3 Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle forhold handler ofte om personers moral og verdier. I et fotballmessig perspektiv kan slike forhold for eksempel være å respektere motstanderen og reglene, eller å ha nulltoleranse i henhold til rasisme. I tillegg fremstår fotballspillere som forbilder og det er derfor svært viktig at de opptrer som gode rollemodeller for de unge i dagens samfunn.

Start som klubb har ikke kun fokus på sportslige og finansielle resultater. Klubben ønsker også å hjelpe andre og stiftet i 2007 datterselskapet Start Life Support AS. Dette humanitære selskapet har som formål å hjelpe vanskeligstilte både lokalt, nasjonalt og internasjonalt. Etter at sesongen 2010 var ferdigspilt satt tre Startspillere seg på flyet til Uganda for å åpne et nytt fotballanlegg i regi av Start Life Support. Anlegget vil være et lyspunkt i en ellers vanskelig hverdag for gatebarna i byen Mbale.³⁵

4.5.4 Teknologiske forhold

Det teknologiske aspektet i fotballen har gradvis blitt endret siden reglene for spillet for første gang ble skrevet ned i England i 1863. De siste årene har debatten om å innføre videodømming stadig nådd nye høyder etter flere omdiskuterte situasjoner. Nåværende FIFA-president Sepp Blatter har tidligere vært svært kritisk til å innføre videodømming i fotballkamper ettersom noe av sjarmen med fotballen da elimineres. Likevel har Blatter på sikt åpnet for å ta i bruk en teknologi som hjelper dommerne i tvilstilfeller om ballen har krysset mållinjen eller ikke.³⁶

Årsaken til at tilskuertallene i Tippeligaen har gått noe ned de siste årene skyldes nok ikke kun at folk mener billettprisene er blitt for høye i forhold til nivået og kvaliteten på fotballen som spilles. En langt viktigere faktor er nok at den teknologiske utviklingen har gjort fotballen langt mer tilgjengelig enn tidligere. Du har nå friheten til å se hvilken kamp du måtte ønske, enten direkte eller i opptak. Dersom du er ute og reiser kan det for eksempel være svært nyttig å følge favorittlaget sitt fra den bærbare PC-en eller til og med mobiltelefonen. Fotballklubber blir nå i større grad eksponert i de digitale mediene, og det vil dermed også være positivt for klubbene med tanke på å skaffe seg nye sponsorer.

³⁵ Fvn.no, "Mottatt som helter i Afrika"

³⁶ Nrk.no, "FIFA-sjefen åpner for videodømming"

4.5.5 Samfunnsmessige forhold

Utviklingen i samfunnet har gjerne sammenheng med faktorer som sosialt miljø, levestandard, demografi, inntekt og konsum. I Norge og andre vestlige industriland er den generelle levestandarden og inntektsnivået veldig høyt. For de aller fleste vil det være en selvfølge å kjøpe en kampbillett dersom man ønsker å overvære en fotballkamp. Slik er det definitivt ikke alle steder i verden. Det finnes mange ekstremt lidenskapelige supportere i fattige deler av samfunnet som vil være villige til å bruke store deler av månedslønna si for å se favorittlaget sitt i aksjon.

Det er svært sosialt å dra til stadion for å se kamp og det er populært for mennesker i alle aldre. Her treffer du gjerne venner og andre likesinnede for å bli underholdt og å slå av en fotballprat. Personer med god levestandard har gjerne et høyt forbruk og konsumerer derfor også goder som ikke er livsnødvendige, som blant annet kjøp av supporterartikler på Sør Arena eller hvilken som helst annen fotballstadion. Dette bidrar til økt inntekt i klubbkassa som igjen fører til et sterkere og mer velfungerende samfunn.

4.6 Intern analyse

I den interne analysen ønsker vi å rette fokuset mot Start og klubbens interne forhold. Målet med den interne analysen er å identifisere bedriftens sterke og svake sider. For å kunne oppnå dette målet er det viktig å avdekke de mest kritiske ressursene. Med kritiske ressurser mener vi materielle eller immaterielle ressurser som kan bidra til å gi bedriften et varig konkurransefortrinn. Et slikt varig konkurransefortrinn kjennetegnes ved at det har spesielle egenskaper som gjør det mulig for et selskap å differensiere produktene og tjenestene sine, slik at de kan oppnå et lavere kostnadsnivå enn sine konkurrenter.³⁷

For å kunne finne ut hvilke midlertidige eller varige konkurransefortrinn som er verdifulle for Start har vi valgt å benytte VRIO-modellen som analyseverktøy. Med denne modellen ønsker vi å undersøke om klubbens ressurser er verdifulle for kundene (Valuable), sjeldne i bransjen (Rare), vanskelig å imitere (Imitability) og/eller effektivt organisert i bedriften (Organization). Hvis en ressurs innehar disse egenskapene vil den inngå i klubbens kjernekompetanse.³⁸

³⁷ Hill, C.W.L. & Jones, G.R. (2004)

³⁸ Barney, J. B. & Hesterly W. S. (2008)

Spørsmålet om ressursen er verdifull?

Hvis en ressurs gjør at bedriften kan utnytte en mulighet eller nøytralisere en ekstern trussel, er ressursen verdifull. Dersom ressursene og evnene til bedriften er verdifulle, vil det betraktes som en styrke. Det vil derimot bli sett på som en svakhet om bedriften ikke har verdifulle ressurser eller evner. Verdifulle ressurser og evner vil kunne øke bedriftens konkurranseevne.

Spørsmålet om ressursen er sjelden?

En ressurs anses som sjelden dersom få eller ingen av konkurrentene har tilsvarende ressurs, og den er vanskelig for konkurrentene å etterligne. Hvor sjelden en verdifull ressurs eller evne må være for å ha potensial til å generere en konkurransedyktig fordel varierer. Hvis en bedrifts verdifulle ressurser og evner er helt unike blant nåværende og potensielle konkurrenter, kan dette skape et konkurransefortrinn.

Spørsmålet om ressursen er vanskelig å imitere?

Bedrifter med verdifulle og sjeldne ressurser er ofte strategiske innovatører, ettersom de er i stand til å oppfatte og ta del i strategier som andre bedrifter ikke kan fordi de mangler relevante ressurser og evner. Verdifulle og sjeldne organisatoriske ressurser kan være kilder til varige konkurransefortrinn for en bedrift som allerede har disse ressursene, kun dersom andre bedrifter står ovenfor en kostnadsulempe ved å utvikle dem.

Spørsmålet om ressursen er effektivt organisert?

En bedrift må være effektivt organisert for å kunne utnytte konkurransepotensialet i forhold til sine ressurser og evner. God organisering er viktig med tanke på rapporteringsstrukturen, kontrollsystemet og kompensasjonspolitikken. Et varig konkurransefortrinn kan ikke alene skapes ved effektiv organisering av ressursene, men oppnås dersom en ressurs er både verdifull, sjelden, vanskelig å imitere og effektivt organisert.

Verdifull?	Sjelden?	Vanskelig å imitere?	Effektivt organisert?	Konkurransmessige implikasjoner?	Styrke eller svakhet?
Nei	-	-	Nei	Konkurransulempe	Svakhet
Ja	Nei	-	↑	Konkurranselighet	Styrke
Ja	Ja	Nei	↓	Midlertidig konkurransefordel	Styrke
Ja	Ja	Ja	Ja	Langsiktig konkurransefordel	Styrke

Tabell 4.2: VRIO-modell

I VRIO-modellen skilles ressursene i fire typer kategorier; finansielle, fysiske, menneskelige og organisatoriske ressurser. Vi vil i det følgende se nærmere på disse kategoriene for å kunne si noe om hvilke ressurser som er verdifulle for Start og kan bidra til konkurransefortrinn.

4.6.1 Finansielle ressurser

Bedriftens finansielle ressurser inkluderer egenkapital, obligasjons innehavere, finanskapital fra bank og aksjekapital som bedrifter bruker til å utvikle og implementere strategier. I tillegg regnes tilbakeholdt overskudd eller den profitten som bedriften har opparbeidet seg fra tidligere regnskapsperioder som en finansiell ressurs ettersom dette har blitt reinvestert i bedriften.³⁹

I resultatregnskapet for 2009 hadde STF et underskudd på NOK 12 millioner, mens i 2008 var underskuddet på hele NOK 86,4 millioner. STF hadde i regnskapet for 2009 en bokført egenkapital på NOK 20,3 millioner i motsetning til året før da egenkapitalen kun var NOK 8,6 millioner. Klubbens total kapital i 2009 var NOK 51,9 millioner og NOK 53,5 millioner i 2008. I 2009 utgjorde bedriftens egenkapital 39,1 % av bedriftens total kapital, og kun 16,1 % i 2008.

Den lave egenkapitalprosenten i 2008 skyldes at bedriften måtte dekke det store underskuddet på NOK 86,4 millioner ved å avsette NOK 11,5 millioner til udekket tap og overføre NOK 74,9 millioner fra annen egenkapital. Som resultat av dette og andre hendelser forøvrig fikk STF også store betalingsproblemer mot slutten av 2009. Daværende hovedeier i selskapet Start Igjen AS, som den gang var eid av Ernst Ravnås, maktet ikke å tilføre STF ny egenkapital. Videre drift i STF kunne ikke sikres, og i desember 2009 tok derfor tre lokale

³⁹ Barney, J. B. & Hesterly W. S. (2008)

investorer over og tilførte STF NOK 6 millioner i ny aksjekapital. Et tilsvarende beløp ble tilført fra IK Start slik at videre drift ble sikret.

Det ble også besluttet på en ekstraordinær generalforsamling i 2009 at aksjekapitalen skulle bli nedsatt med NOK 11,5 millioner til NOK 8,6 millioner. Nedsettelsesbeløpet ble benyttet til dekning av tap på drøye NOK 11,5 millioner. I samme generalforsamling ble det også besluttet at aksjekapitalen skulle økes med NOK 5,4 millioner til totalt NOK 14 millioner.

Start som fotballklubb er svært avhengige av en stabil tilførsel av finansielle ressurser for å kunne sikre den sportslige satsingen på lengre sikt. Start tilhører en bransje der man stadig må gjøre nye investeringer for å kunne være konkurransedyktige. Om klubben får avkastning på disse investeringene er ofte svært usikkert. Et godt spillersalg eller en god sesong med gode sportslige prestasjoner kan gi klubben et betydelig inntektsløft. De finansielle ressursene er noe alle klubber må ha for å være konkurransedyktige, men ikke alle klubber har like god økonomi. I forhold til Start kan derfor de finansielle midlene som ressurs verken ses på som et særlig konkurransefortrinn eller -ulempe.⁴⁰

4.6.2 Fysiske ressurser

Bedriftens fysiske ressurser vil si alle fysiske eiendeler som bedriften benytter eller kan benytte seg av. Dette inkluderer bedriftens anleggsmidler, utstyr, geografiske lokalisering og tilgangen til råmaterialer.⁴¹ For Start vil deres fysiske ressurser først og fremst være stadionanlegget Sør Arena og lokaliseringen av dette, men også kundemassen og spesielt hjemmepublikummet fra Kristiansand og regionen Sørlandet.

Selv om de fleste klubbene i Tippeligaen har sett behovet for å oppgradere og videreutvikle sine stadion fasiliteter har Sør Arena blitt et stadion som har utmerket seg med tanke på de fantastiske baneforholdene og sin sentrale beliggenhet. Da Sør Arena ble åpnet våren 2007 ble det lagt til rette for flere publikummere, men siden den gang har det vist seg at publikumsantallet gradvis har gått ned og klubben har blitt presset til å finne nye innovative måter å benytte de tomme setene på kampene. Løsningen har som tidligere nevnt blitt å fylle svingene med store reklameseil fra bedrifter som er interessert i økt eksponering. Dette fører

⁴⁰ Start Toppfotball AS, årsregnskap med noter 2009

⁴¹ Barney, J. B. & Hesterly W. S. (2008)

til å øke stemningen og totalopplevelsen for alle som er på kampene ettersom publikum sitter mer samlet. Det vil også i noen tilfeller trolig innebære at noen kamper blir utsolgt.⁴²

Publikummet på Sørlandet kan beskrives som både engasjerte og trofaste mot sitt lag, men kan samtidig sies å være litt kresent. Dette vil gjerne være naturlig med såpass varierende resultater som Start har hatt de siste årene. I sølvsesongen 2005 var interessen og støtten rundt klubben fenomenal og viste hvilket potensial det er i publikummet på Sørlandet. I en gjennomsnittlig sesong kan det være vanskelig for eksempel å lokke folk bort fra skjærgården og båtlivet i sommermånedene. Siden Sør Arena er lokalisert i Torsvika like ved sjøen, kan planene om å bygge en småbåthavn ved arenaen være en måte å "lokke" båtglade supportere til å ankomme sjøveien.⁴³

Start har uten tvil klart å skape ytterligere engasjement for fotball på Sørlandet ved å bygge ny stadion og legge til rette for at supportere og tilskuere skal trives. Utfordringen er at dette ikke er noe som gjør Start unik i forhold til andre konkurrerende klubber. Flere klubber i Tippeligaen har bygd nye stadionanlegg eller oppgradert sine nåværende fasiliteter, og enda flere har planer om å gjøre det. Slikt sett er ikke de fysiske ressursene knyttet til anleggsmidlene i Start unike og blir derfor kun et midlertidig konkurransefortrinn.

Et godt hjemmepublikum som både er inspirerende og stimulerende er en viktig ressurs for Start. Dette kan være en avgjørende faktor for å hjelpe de gule og svarte til seier i hjemmekampene. Fotballkulturen og tradisjonen for å gå på kampene er opparbeidet over tid og forsvinner ikke uten videre. Den geografiske lokaliseringen til Start er for øvrig også en sjelden ressurs siden klubben alene er hovedaktør på Sørlandet. Det er viktig for en fotballklubb å ligge sentralt med tanke på mengden tilskuere, lokale talenter og sponsorer. Vi mener derfor at sørlandspublikummet og lokaliseringen er et varig konkurransefortrinn.

4.6.3 Menneskelige ressurser

Menneskelige ressurser i en bedrift er de egenskapene, kunnskapene og erfaringene som de ansatte i bedriften innehar eller som de har tilegnet seg ved å jobbe i bedriften. Hvert enkelt

⁴² Ikstart.no, "Svingene solgt"

⁴³ Fvn.no, "Vil ha småbåthavn ved Sør Arena"

individ som er ansatt i bedriften er avgjørende for bedriftens resultater og graden av måloppnåelse.⁴⁴

Start er avhengig av fotballen som leveres på banen for å oppnå gode resultater, og derfor vil en god spillerstall være en av klubbens viktigste menneskelige ressurser. Kvaliteten på spillerne er derimot ikke klubbens eneste menneskelige ressurs. Et stort og dyktig støtteapparat rundt spillerne er nødvendig for å få ut spillernes potensial. Dermed er både spillere, trener, det fysiske apparatet, den administrative ledelsen og ellers personer i Startsystemet viktige menneskelige ressurser for klubben og bidrar til å hjelpe med å oppfylle dens målsetninger.

For publikum som kommer på Sør Arena er kvaliteten på spillet som utføres av spillerne viktig for den totale underholdningsopplevelsen. Start ønsker i den forbindelse å stå for en underholdende og offensiv fotball. De lokale mediene omtaler ofte dette som "makrellfotballen". Dette uttrykket beskriver lagets mål om å angripe i stim der det er viktig med artisteri, finter og teknikk.⁴⁵

Start er som andre klubber avhengige av gode resultater på kort sikt for å bli værende i det gode selskap, som Tippeligaen i denne sammenhengen er. I dagens fotballverden er det stor og hyppig utskiftning av både spillere og trenere i løpet av en sesong. En sjeldent god spillergruppe og godt sammensatt trenerteam vil derfor være imiterbar for andre klubber, og vil derfor kun være et midlertidig konkurransefortrinn for Start.

4.6.4 Organisatoriske ressurser

Organisatoriske ressurser er bedriftens formelle rapporteringsstruktur, dens formelle og uformelle planlegging, styring og koordinering av systemer, dets kultur og omdømme, samt uformelle relasjoner mellom grupper i en bedrift og bransjen den opererer i.

Startorganisasjonen og investorene er viktig for lagets sportslige prestasjoner. Det å ha en stabil ledergruppe og kontinuitet over lengre tid gir ofte positive resultater. Dette har ikke vært tilfellet i Start i nyere tid ettersom det stadig har vært utskiftninger både i ledelsen og i investorgruppen. Flere andre tippelagalag har også opplevd store utskiftninger og økt avhengighet av eksterne investorer. Slike utskiftninger og økt avhengighet av eksterne

⁴⁴ Barney, J. B. & Hesterly W. S. (2008)

⁴⁵ Cultiva, årsrapport med årsregnskap 2009

investorer er ikke positivt for klubbens utvikling på lang sikt. En viktig forutsetning for at fotballklubben Start skal kunne stå på egne ben uten økonomisk hjelp fra investorer er at kostnadene ikke kan være større enn den totale omsetningen i klubben. Det er åpenbart at dette er et viktig fokus, men i realiteten er det vanskelig å være konkurransedyktige uten hjelp fra private investorer i en tid med mange økonomiske utfordringer.

Det er vanskelig å vurdere om ledelsens kunnskaper og erfaringer er imiterbare eller ikke. I utgangspunktet er det enkelt for en klubb å imitere handlingene som andre klubber foretar seg, men det å skaffe og utvikle dyktige personer innad i ledelsen som har kunnskap og erfaring er en utfordring. Ledelsen må på lik linje med spillerne utvikles over tid og blir dermed et midlertidig konkurransefortrinn ettersom de etter en tid blir skiftet ut.⁴⁶

Ressurs	Verdifull?	Sjelden?	Vanskelig å imitere?	Effektivt organisert?	Konkurransmessige implikasjoner?	Styrke eller svakhet?
Finansiell Egenkapital	Ja	Nei	Nei	-	Konkurranselighet	Svakhet
Fysisk Anleggsmidler	Ja	Nei	Ja	-	Midlertidig konkurransefortrinn	Styrke
Publikum	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn	Styrke
Lokalisering	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn	Styrke
Menneskelig Ansatte	Ja	Nei	Nei	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn	Styrke
Organisatorisk Ledelse	Ja	Nei	Nei	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn	Styrke

Tabell 4.3: VRIO-modell for Start

Vi mener at Start har seks ressurser som i utgangspunktet kan gi klubben konkurransefortrinn. I tabellen ovenfor vurderer vi det til at Start har to ressurser som kan gi klubben et varig konkurransefortrinn. Disse to ressursene er sørlandspublikummet og den geografiske lokaliseringen. I tillegg har Start tre ressurser som kan gi klubben midlertidige fortrinn i forhold til sine konkurrenter. I et kortere tidsperspektiv kan anleggsmidlene, klubbens ansatte og ledelse gi Start vesentlige fortrinn. I forhold til Start vurderer vi de finansielle ressursene på det nåværende tidspunktet som en svakhet. Årsaken til dette er først og fremst den ustabile økonomiske situasjonen de siste årene. Vi anser uansett de fleste ressursene for å være en styrke og som bidrar til å gjøre Start konkurransedyktige i norsk fotball.

⁴⁶ Barney, J. B. & Hesterly W. S. (2008)

4.7 Oppsummering av den strategiske analysen

	HJELPSOMME	SKADEVIRKENDE
INTERN ANALYSE	STERKE SIDER Sørlandspublikummet Geografisk lokalisering Ledelse og ansatte Spillestil Sør Arena	SVAKE SIDER Finansielle ressurser Synkende tilskuertall
EKSTERN ANALYSE	MULIGHETER Høye inngangs- og utgangsbarrierer Leverandørene har liten forhandlingsmakt	TRUSLER Stor intern rivalisering Kundene har stor forhandlingsmakt

Figur 4.4: SWOT-analyse av Start

For å oppsummere den eksterne og interne analysen viser vi Starts sterke og svake sider i tillegg til mulighetene og truslene i en SWOT-analyse. Hvis vi først ser på mulighetene i fotballbransjen så er ikke denne bransjen spesielt konkurranseutsatt med tanke på de høye inngangs- og utgangsbarrierene. I tillegg har leverandørene i form av spillerne liten forhandlingsmakt noe som gjør at klubbene har mulighet til å utnytte dette i form av forhandlinger og avtaler.

En av truslene i bransjen er den store interne rivaliseringen blant klubbene. De totale kostnadene ved å drive en tippeligaklubb skaper et enormt press og stor rivalisering blant klubbene til å prestere slik at de kan få dekket disse kostnadene i løpet av sesongen. Kundene i fotballbransjen utgjør også en trussel og har utvilsomt stor forhandlingsmakt som følge av investeringene de gjør hvert år.

Konklusjonen blir at det foreløpig er sannsynlig å oppnå en profitt som er større enn avkastningskravet, fordi vi har avdekket flere potensielle konkurransefortrinn i den interne analysen. Vi merker oss likevel at de fleste av disse fortrinnene er av kategorien midlertidige konkurransefortrinn. Det kan bety at på lengre sikt kan fotballklubber som Start oppleve at det blir vanskeligere å oppnå en profitt ut over klubbens avkastningskrav.

5.0 Regnskapsanalyse

5.1 Innledning

Vi har nå gjennomført den strategiske analysen og fått kartlagt hvilken intern strategi Start har og hvordan klubben forholder seg til sine konkurrenter og bransjen generelt. Videre skal vi nå gjennomføre en regnskapsanalyse der vi tar sikte på å gå dypere inn i Starts økonomiske og regnskapsmessige sammenhenger. Utgangspunktet vårt er det historiske årsregnskapet som er offentliggjort i STF sine årsrapporter.

Regnskapsanalysen er en bearbeiding av regnskapsdata der hovedformålet er å beskrive bedrifters økonomiske stilling og utvikling. Analysen er en sentral del av den verdivurderingen og er interessant for en rekke aktører. Når man skal foreta en slik regnskapsanalyse, skilles det ofte mellom intern og ekstern analyse. De interessegruppene som har ubegrenset tilgang til bedriftens regnskapsmessige informasjon, kan foreta det vi kaller en intern regnskapsanalyse. De som derimot har begrenset tilgang til de offisielle data, for eksempel innhentet data fra regnskapsregisteret i Brønnøysund, kan kun foreta en ekstern analyse. Enten det dreier seg om en intern eller ekstern analyse, blir analysearbeidet utført stort sett på samme måte. Det som gjør at den eksterne analysen ikke kan bli fullt så grundig som den interne, er kvaliteten og mengden av data man har tilgjengelig.

Målet med regnskapsanalysen vår er å undersøke utvalgte regnskapsposter, for å avdekke endringer i den utvalgte perioden. Det kan være komplisert å velge hvor lang analyseperiode som skal benyttes. Lengre analyseperioder kjennetegnes ofte av stabile forhold, mens kortere perioder gjerne innebærer turbulente tider. Vi har valgt en periode på fire år som strekker seg fra 2006 til 2009. I disse årene har Start vært gjennom turbulente tider, blant annet med finansieringen av ny stadion. I tillegg fikk STF store betalingsproblemer i slutten av 2009, noe som førte til at tilførselen av ny egenkapital stoppet opp og klubben var nære ved å gå konkurs.

5.2 Rapporterte regnskapstall

I presentasjonen av historiske regnskapsdata har vi som tidligere nevnt valgt å bruke tallene for STF fremfor tallene til Idrettsklubben Start, med tanke på at de fleste inntekter og utgifter

knyttet til klubben regnskapsføres i STF. Vi baserer den fundamentale verdsettelsen vår på Starts fremtidige EBITDA, og vil derfor i regnskapsanalysen fokusere på de variablene som inngår i beregningen av EBITDA. Vi vil nå presentere STF sitt årsregnskap som er revidert av revisjons- og rådgivingselskapet BDO. Regnskapet er utarbeidet i henhold til norsk regnskapslov og god regnskapsskikk. Hensikten med disse reglene er at regnskapet kan standardiseres slik at brukerne enklere kan sammenligne og bruke informasjonen i investerings- og kontrollformål.

5.2.1 Resultatregnskap: Start Toppfotball AS⁴⁷

RESULTATREGNSKAP	2006	2007	2008	2009
Salgsinntekt	4 428 400	23 085 702	18 064 825	17 284 612
Sponsorinntekt	14 700 299	23 523 963	19 193 358	23 163 000
Billettinntekter serie	0	28 193 784	12 701 575	20 595 066
Markeds-/medieavtale NTF	0	9 344 369	3 260 683	7 261 833
Spillersalg	0	11 198 200	26 918 560	1 770 025
Annen driftsinntekt	898 911	6 856 954	5 540 021	5 664 482
Sum driftsinntekter	20 027 610	102 202 972	85 679 022	75 739 018
Varekostnader	146 341	21 547 297	13 191 753	9 709 819
Leie av markedsrettigheter	10 467 783	44 163 964	39 057 268	39 923 746
Lønnskostnader m.m.	4 727 107	6 835 212	7 781 145	8 781 647
Avskrivinger på driftsm.	3 487 928	9 977 489	7 801 745	4 676 098
Nedskrivning av driftsm.	0	0	16 965 821	0
Annen driftskostnad	8 036 371	36 048 720	58 165 506	26 002 134
Sum driftskostnader	26 865 530	118 572 682	142 963 238	89 093 445
Driftsresultat	-6 837 920	-16 369 709	-57 284 216	-13 354 427
Finansinntekter	35 951 314	15 833 321	11 978 399	1 649 263
Finanskostnader	271 462	455 195	31 135 703	365 282
Sum finansposter	35 679 852	15 378 126	-19 157 305	1 283 982
Ordinært resultat før skatt	28 841 932	-991 583	-76 441 521	-12 070 445
Sum skattekostnad	0	0	10 000 000	0
Ordinært resultat etter skatt	28 841 932	-991 583	-86 441 521	-12 070 445
Årsresultat	28 841 932	-991 583	-86 441 521	-12 070 445
Overføringer til/fra annen EK	-22 360 254	991 583	74 911 103	11 772 021
Udekket tap	-6 481 678	0	11 530 418	298 425
Sum overføringer	-28 841 932	991 583	86 441 521	12 070 445
EPS	0,143	-0,005	-0,428	-0,060

Tabell 5.1: Resultatregnskap

⁴⁷ Start Toppfotball AS, årsregnskap med noter 2006-2009

Resultatregnskapet for STF i perioden 2006-2009 viser et variabelt inntekts- og kostnadsnivå. Spesielt fra 2006 til 2007 er det en betydelig økning i både driftsinntektene og -kostnadene. Åpningen av Sør Arena i 2007 førte til at det potensielle inntektsnivået økte, men samtidig anser vi at det må ha skjedd en endring i samarbeidsavtalen mellom IK Start og STF fra og med 2007-sesongen. Inntekter fra blant annet billettsalg, spillersalg og medieavtalen ble nå regnskapsført i STF.

Oppføringen av Sør Arena banet nye veier for Start på sponsorsiden og ble et naturlig samlingspunkt for næringslivet på Sørlandet. Starts sponsorinntekter er blant klubbens aller viktigste inntektskilder, og en moderne arena med blant annet 10 000 kvm næringslokaler og flotte VIP-fasiliteter gjorde klubben til et langt mer attraktivt sponsorobjekt. Fra 2006 til 2007 økte sponsorinntektene fra NOK 14 700 299 til NOK 23 523 963. For å tilpasse behovet til de bedriftene som ønsker å være sponsorer i Start, tilbyr klubben og dens samarbeidspartnere ulike sponsorpakker. Start Business Class er den rimeligste pakkeløsningen, og er beregnet for bedrifter som ønsker logoen sin inne på arenaen i tillegg til andre goder. Start Partner og Start Premium Partner er mer kostbare pakker, og er rettet mot sponsorer som ønsker langt større profilering av sin merkevare, og innebærer også tilgang til flere ressurser på arenaen.⁴⁸



Figur 5.1: Starts samarbeidspartnere

I takt med inntektsøkningen ble også driftskostnadene vesentlig større. Regnskapspostene som bidro til det økte kostnadsnivået var først og fremst kostnader knyttet til leie av markedsrettighetene. Leien av markedsrettighetene økte fra 2006 til 2007 som følge av endringen av samarbeidsavtalen, og har i de påfølgende årene stabilisert seg. Leie av markedsrettighetene inngår i STF sine driftskostnader og føres som en kostnad i selskapets regnskap, og samtidig som en inntekt i regnskapet til IK Start. I tillegg til dette overtok STF regnskapsføringen av de aller fleste kostnadene tilknyttet kampdag.

⁴⁸ Start sponsorbrosjyre (2011)

Det betydelige underskuddet på NOK 86 441 521 i 2008 for STF skyldes i stor grad de høye kostnadene knyttet til nedskrivning av ulike poster. For det første ble driftsmidlene i 2008 nedskrevet med NOK 16 965 821. Driftsmidlene knytter seg i all hovedsak til spillerrettigheter som selskapet leier av IK Start. I tillegg måtte selskapet nedskrive de langsiktige aksjene i Start Stadion AS med NOK 30 100 000.

5.2.2 Balanseregnskap: Start Toppfotball AS

EIENDELER	2006	2007	2008	2009
Anleggsmidler				
Spillerrettigheter	8 621 353	28 294 365	12 107 206	7 914 678
Utsatt skattefordel	10 000 000	10 000 000	0	0
Sum immaterielle eiendeler	18 621 353	38 294 365	12 107 206	7 914 678
Maskiner, anlegg og inventar	57 205	679 100	859 796	609 719
Sum varige driftsmidler	57 205	679 100	859 796	609 719
Investeringer i datterselskap	31 050 000	30 550 000	200 000	100 000
Investeringer i tilknyttet selskap	1 867 496	1 867 496	300 000	300 000
Obligasjoner og andre fordringer	6 550 000	31 507 403	34 146 789	31 965 247
Sum finansielle driftsmidler	39 467 496	63 924 899	34 646 789	32 365 247
Sum anleggsmidler	58 146 054	102 898 364	47 613 792	40 889 643
Omløpsmidler				
Varelager og annen beholdning	0	0	62 371	59 850
Kundefordringer	7 842 504	4 383 060	4 149 566	3 025 465
Andre fordringer	31 822 134	5 923 863	1 434 248	7 586 565
Sum fordringer	39 664 638	10 306 923	5 583 814	10 612 029
Bankinnskudd, kontanter o.l	245 040	332 956	321 802	357 842
Sum omløpsmidler	39 909 678	10 639 879	5 967 987	11 029 721
Sum eiendeler	98 055 732	113 538 243	53 581 779	51 919 364

Tabell 5.2: Eiendeler

På eiendelssiden av balansen er spesielt verdien på spillerrettighetene av stor interesse. Fra og med 2007 har verdien på spillerrettighetene gradvis blitt lavere. I balansen er spillerrettighetene oppført til kostpris med fradrag for av- og nedskrivninger. Avskrivningene tilknyttet spillerrettighetene blir kostnadsført over kontraktsperioden. Ved eventuelle

spillersalg blir den gjenværende kostprisen kostnadsført. Verdifall som ikke forventes å være forbigående fører til en nedskrivning til virkelig verdi.

Det har også vært merkbare endringer i de finansielle driftsmidlene i perioden. For å få en oversikt over selskapets finansielle driftsmidler i perioden har vi valgt å presentere endringene i STF sine eierposter i andre aksjeselskap fra år til år i tabell 5.4.

EGENKAPITAL OG GJELD	2006	2007	2008	2009
Egenkapital				
Aksjekapital	152 941	152 941	20 173 291	20 173 291
Overkursfond	43 387 583	43 387 583	0	6 600 000
Annen egenkapital	22 360 254	21 368 670	0	-6 173 291
Udekket tap	0	0	-11 530 418	-298 425
Sum egenkapital	65 900 778	64 909 194	8 642 873	20 301 575
Gjeld				
Gjeld til kredittinstitusjoner	1 244 784	10 537 408	8 245 549	7 971 363
Leverandørgjeld	4 685 908	5 422 844	3 696 776	2 913 157
Skyldige offentlige avgifter	1 367 646	2 001 564	1 398 729	671 815
Gjeld til IK Start	0	6 248 154	4 216 255	6 839 424
Annen kortsiktig gjeld	24 856 616	24 419 079	27 381 596	13 222 030
Sum kortsiktig gjeld	32 154 954	48 629 049	44 938 905	31 617 789
Sum egenkapital og gjeld	98 055 732	113 538 243	53 581 779	51 919 364

Tabell 5.3: Egenkapital og gjeld

Fra egenkapital- og gjeldssiden er det verdt å merke seg at den totale egenkapitalen har svekket seg vesentlig de to siste årene, som en direkte konsekvens av de negative årsresultatene. Den opptjente egenkapitalen er blitt borte, men det har derimot blitt skutt inn ny og frisk aksjekapital i selskapet. Videre er den kortsiktige gjelda blitt redusert for 2009 og er omtrent tilbake på nivået fra 2006. STF har ikke langsiktig gjeld.

Investering i datterselskap	2006	2007	2008	2009
Start Høyhustomt AS	500 000			
Svingen AS	100 000			
Start Næring AS	250 000	250 000		
Start Parkeringstomt AS	100 000			
Start Stadion AS	30 100 000	30 100 000		
Startbutikken AS		100 000	100 000	
Start Lifesupport AS		100 000	100 000	100 000
Investering i tilknyttet selskap	2006	2007	2008	2009
Start Spillere AS	1 867 496	1 867 496	300 000	300 000
Obligasjoner og andre fordringer	2006	2007	2008	2009
Start Stadion AS	6 550 000	25 757 403	34 146 789	31 965 247
Start Næring AS		5 750 000		

Tabell 5.4: Finansielle driftsmidler

Som vi ser av tabell 5.4 ovenfor, foretok STF en rekke investeringer i 2006 ved å stifte og skyte inn kapital i datterselskap. I de påfølgende årene har STF solgt eierandeler i en rekke av datterselskapene. Blant annet har Rasmussengruppen AS overtatt eierandelene i flere av selskapene. I tillegg kjøpte STF en eierandel på 37,5 % i Start Spillere AS i 2004. I 2008 ble denne eierandelen redusert til 26,05 %.

5.3 Ekstern regnskapsanalyse^{49,50,51,52}

Vi ønsker å gjøre en regnskapsmessig sammenligning med noen av de potensielle konkurrentene som kan utfordre Start innenfor fotballbransjen. Forutsetningen vår er at alle disse klubbene skal være etablert i Tippeligaen og være på tilnærmet likt nivå med tanke på den sportslige satsingen. For å kunne gjennomføre en relevant sammenligning av regnskapsmessige forhold, tar vi som tidligere nevnt med utvalgte regnskapstall fra Odd Grenland, Molde og Vålerenga sine regnskaper. Grunnen til at det for Odd Grenland kun foreligger regnskapsdata fra de to siste årene, er uvisst. Vi har likevel valgt å ta med Odd Grenland i sammenligningen fordi klubben er forholdsvis lik Start, og har hatt en jevn utvikling de siste årene.

⁴⁹ Start Toppfotball AS, årsregnskap med noter 2006-2009

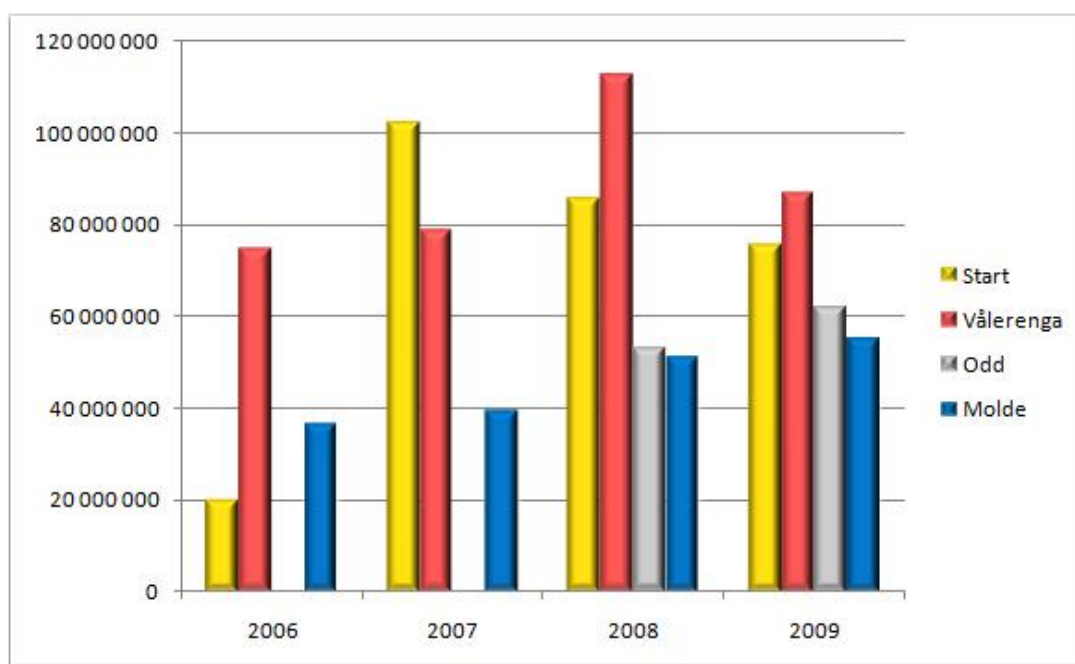
⁵⁰ Vålerenga Invest Fotball AS, årsrapport 2006-2009

⁵¹ Odd Ballklubb, årsrapport 2008-2009

⁵² Molde Fotballklubb, årsrapport 2006-2009

Vi ønsker å undersøke hvordan klubbens økonomiske utvikling har vært i perioden fra 2006 til 2009 i forhold til Start. Måten vi gjør dette på er å se på sentrale regnskapsstørrelser som driftsinntekter og kostnader, samt lønnsutviklingen.

5.3.1 Driftsinntekter



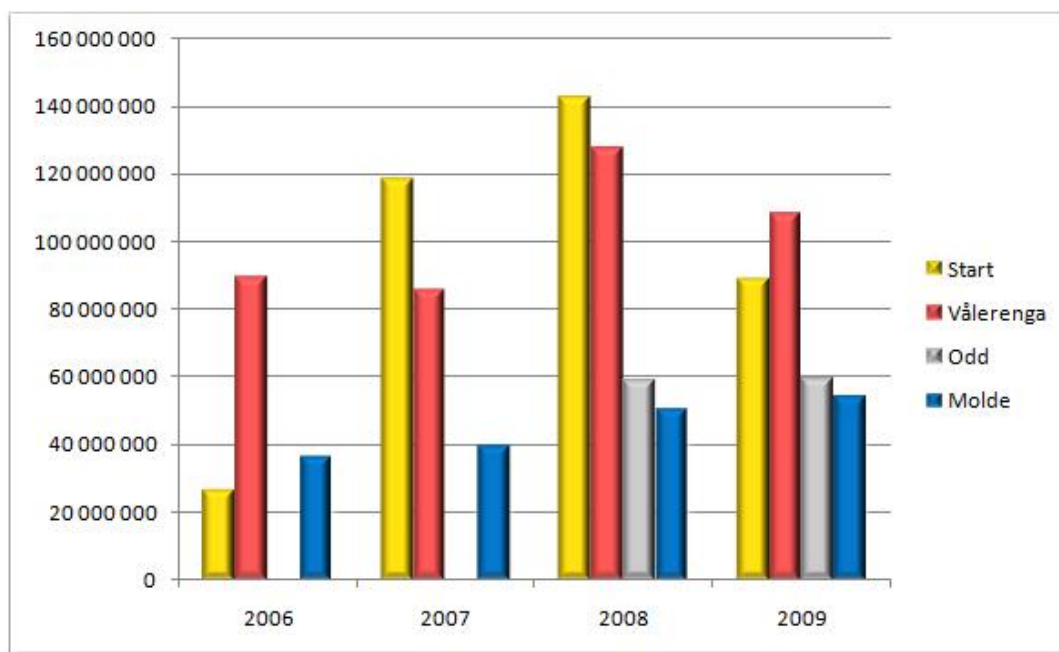
Figur 5.2: Driftsinntekter

Som vi ser ut i fra tabelloversikten for driftsinntektene, har Vålerenga i de fleste årene et høyere inntektsnivå. Klubben er etablert i hovedstaden, og det er naturligvis denne klubben som har det klart største tilskuerpotensialet og størst tilgang på sponsorer.

Det eneste året i denne perioden som Vålerenga må se seg forbigått er i 2007 da Start åpnet sin nye stadion Sør Arena. Den nye arenaen tiltrakk seg mange nysgjerrige tilskuere som tidligere ikke hadde vært på kamp. Driftsinntektene i 2007 ble som følge av det nye anlegget naturligvis høyere i en kort periode. Det er verdt å merke seg at Start rykket ned til 1. divisjon det samme året og dette førte igjen til at driftsinntektene det påfølgende året ble redusert.

I 2008 hadde Vålerenga en betydelig inntektsøkning som resultat av store gevinster fra flere spillersalg og andre arrangementer. Odd Grenland og Molde hadde begge en økning i sine driftsinntekter, noe som også var tilfelle for disse klubbene gjennom hele denne perioden.

5.3.2 Driftskostnader



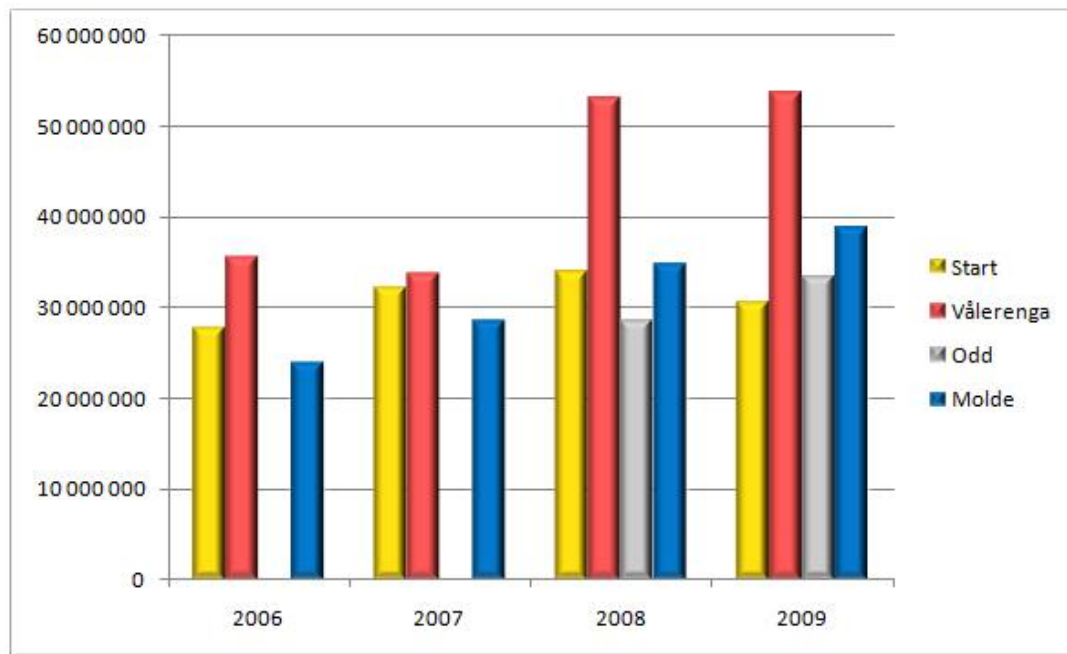
Figur 5.3: Driftskostnader

Grunnen til at STF hadde såpass lave driftsinntekter og kostnader i 2006, var fordi samarbeidsavtalen mellom IK Start og STF ikke var gjeldene i like stor grad som det den har vært de senere årene. Alle billett-, sponsor-, markeds-, og reklamerelaterte inntekter og kostnader ble regnskapsført i IK Start.

Driftskostnadene for øvrig var som vi ser av tabellen ovenfor også økende i perioden, og reflekteres i stor grad av det relativt like inntektsnivået. Unntaket er i 2008 da STF gikk med et betydelig underskudd som følge av nedskrivninger av driftsmidler og en kraftig økning i andre driftskostnader. Økningen i driftskostnadene skyldes mest sannsynlig ytterligere kostnader knyttet til byggingen av Sør Arena.

For de andre klubbene har utviklingen vært som forventet ved at kostnadene har økt jevnt i perioden. Det at en fotballklubbs kostnader øker og er høye over tid er ikke uvanlig ettersom de fleste klubber i utgangspunktet ikke har noe mål om å drive med fortjeneste. Det er for eksempel svært få fotballklubber som avsetter midler til utbytte, og hvis en klubb går med overskudd i enkelte perioder, blir dette som regel brukt til å reinvestere i den sportslige satsingen slik at den kan opprettholdes over tid.

5.3.3 Lønnskostnader



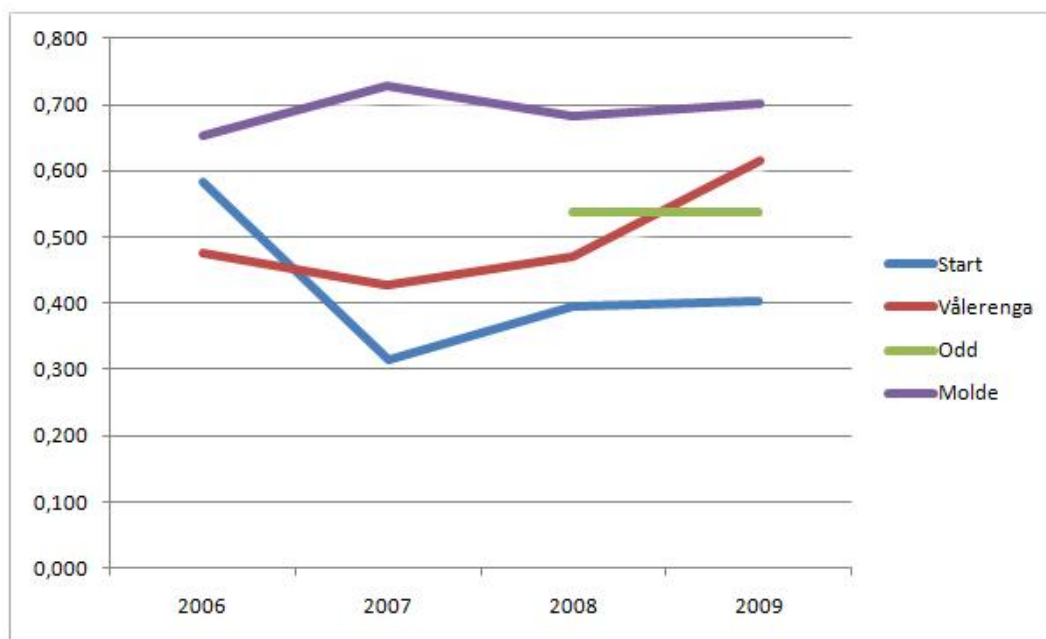
Figur 5.4: Lønnskostnader

I tillegg til driftskostnadene er det hensiktsmessig å gjøre en relevant sammenligning av lønnskostnadene til klubbene i perioden. I og med at ikke STF betaler ut lønningene til Start-spillerne har vi valgt å ta utgangspunkt i lønnsutbetalingene i IK Start.⁵³ Utviklingen i lønnskostnadene er de fleste investorer opptatt av siden det i mange tilfeller også kan fortelle om utviklingen i bransjen som helhet. Lønnskostnadene i tabellen ovenfor er alle kostnader som klubben har i forbindelse med sine spillere. Dette inkluderer feriepenger, sykepenger, arbeidsgiveravgift, tjenestepensjon, representasjonskostnader og lignende kostnader.

Som vi ser av tabellen er det Vålerenga som har de høyeste lønnskostnadene i perioden. Dette er ikke overraskende da klubben har gjort en rekke dyre investeringer de siste årene for å bygge opp et solid lag med verdifulle og sterke spillere. Odd Grenland og Molde har begge hatt en jevn økning i lønnskostnadene i perioden, noe som også reflekteres i bransjens utvikling de siste årene. Start har derimot hatt en noe ujevn utvikling i lønnskostnadene i perioden. Fram til 2008 var kostnader til lønn jevnt stigende, men utviklingen de to siste årene viser klart at Start ligger på et lavere nivå enn flere av sine konkurrenter. Dette kan blant annet skyldes et økt fokus på utvikling av lokale spillere som dermed gjør at klubben kan benytte seg av disse fremfor å gjøre store investeringer i spillerkjøp med høye lønninger.

⁵³ IK Start, årsrapport med årsregnskap 2006-2009

5.3.4 Lønnsforhold



Figur 5.5: Lønnsforhold

Lønnskostnader er som nevnt en sentral regnskapsstørrelse i forbindelse med fotballklubbers økonomiske utvikling. Det er naturlig at en stor del av kostnadene i en fotballklubb er tilknyttet lønnskostnadene siden fotballbransjen er en tjenestebasert bransje der man arbeider med menneskelige ressurser. Likevel har det i analyser av fotballklubbers økonomiske situasjon i flere år blitt brukt et forholdstall der klubbens totale omsetning er blitt målt i forhold til lønnskostnadene i perioden. Det blir ansett som en uheldig situasjon hvis en klubb har lønnskostnader som utgjør mer enn 50 % av den totale omsetningen. UEFA vedtok i mai 2010 sammen med sine regler om finansielt fair play, at klubber som har en lønnskostnad som overstiger 70 % av omsetningen kan risikere å bli ekskludert fra europeisk toppfotball fra og med sesongen 2014/2015.⁵⁴

Hvis vi sammenligner de utvalgte klubbene i figuren ovenfor, kommer Start svært fordelaktig ut med tanke på lønnsnivået i forhold til omsetningen. Dette viser igjen at klubben har fokus på en sunn lønnsutvikling. De andre klubbene ligger på et jevnt høyere lønnsnivå, og fra og med 2008 er det kun Start som har et lønnsforhold under 50 % av den totale omsetningen. Vi har nevnt tidligere at det foreligger lite regnskapsinformasjon tilknyttet Odd Grenland, så vi kan kun sammenligne alle fire klubbene i to års perioden fra 2008 til 2009. Utviklingen viser uansett at flere av klubbene trolig har gjort seg avhengige av private investor for å kunne

⁵⁴ UEFA Club Licensing and Financial Fair Play Regulations (2010)

finansiere spillerlønningene. Når lønnsnivået til Molde i 2009 utgjør så mye som 70 % av den totale omsetningen, er det tilnærmet umulig å drive lønnsomt over lengre tid uten hjelp fra private investorer. Det UEFA og mange økonomer hevder, er at klubber som får tilført betydelige midler til dekning av høye lønnskostnader bidrar til å øke det generelle lønnsnivået innenfor toppfotballen. Dette mener mange ikke er en økonomisk forsvarlig utvikling, og man ønsker derfor å regulere dette ved å innføre regler for finansielt fair play.⁵⁵

5.4 Omgruppering

For at regnskapet skal være til hjelp i investerings- og finansieringsbeslutninger, må dette omgrupperes slik at det tilpasses brukernes behov. I utgangspunktet er regnskapet presentert etter regnskapslovens regler for oppstilling, men ofte er ikke dette en hensiktsmessig oppstilling med tanke på beslutningene som skal gjøres på grunnlag av regnskapet.

En av de vanligste brukerne av regnskapsmessig informasjon er eiere og potensielle eiere. Eiere benytter denne informasjonen til å kontrollere selskapets ledelse, og for å kunne ivareta sine interesser om å maksimere verdiene i selskapet og dermed avkastingen på den investerte kapitalen. Potensielle eiere eller investorer bruker også regnskapet som informasjonsformål forut for en mulig investering og for å vurdere verdien av selskapet. Det finnes også andre type brukere av regnskapsmessig informasjon. Kreditorer og potensielle kreditorer er blant de viktigste i denne gruppen. Kreditorer bruker regnskapet til å vurdere kredittverdigheten til selskapet, og har derfor et annet utgangspunkt enn eierne.⁵⁶

Vi ønsker å gjøre en omgruppering av regnskapstallene til STF slik at en potensiell finansiell investor får en bedre oversikt over hvilke verdier som finnes i selskapet. Omgrupperingen innebærer at vi skiller eiendelene i to grupper, driftsrelaterte og driftsfremmede. I tillegg skiller vi mellom rentebærende og rentefri gjeld og mellom unormale og normale poster.

I følge Penman (2010) innebærer omgrupperingen fire forskjellige steg der man analyserer resultatregnskapet, balansen, egenkapitalredegjørelsen og kontantstrømoppstillingen.⁵⁷ Hensikten med vår oppgave er å gjøre en investororientert analyse, og vi har som tidligere nevnt valgt å fokusere på EBITDA som grunnlag for vår verdsettelse. Vi omgrupperer resultatregnskapet og balansen da disse stegene er relevant for EBITDA.

⁵⁵ Guardian.co.uk, "Uefa outlines threat to ban European clubs who break rules on finance"

⁵⁶ Gjesdal, F. (2007)

⁵⁷ Penman, S.H. (2010)

5.4.1 Omgruppering av resultatregnskapet

I utgangspunktet viser resultatregnskapet alle inntekter og utgifter som er skapt ved hjelp av selskapets eiendeler. En omgruppering av resultatregnskapet har som formål å skille de operasjonelle og finansielle postene.⁵⁸ Vi ønsker å presentere det omgrupperte regnskapet til STF for å få en oversikt over selskapets driftsmessige kilder til verdiskapning. Det omgrupperte regnskapet er forenklet slik at det kun viser driftsrelaterte inntekter og kostnader i regnskapsperioden 2006 til 2009. Vi antar forøvrig at skattenivået har en sats på 28 prosent i hele regnskapsperioden.

RESULTATREGNSKAP	2006	2007	2008	2009
Salgsinntekt	4 428 400	23 085 702	18 064 825	17 284 612
Sponsorinntekt	14 700 299	23 523 963	19 193 358	23 163 000
Billettinntekter serie	0	28 193 784	12 701 575	20 595 066
Markeds-/medieavtale NTF	0	9 344 369	3 260 683	7 261 833
Spillersalg	0	11 198 200	26 918 560	1 770 025
Annen driftsinntekt	898 911	6 856 954	5 540 021	5 664 482
Sum driftsinntekter	20 027 610	102 202 972	85 679 022	75 739 018
Varekostnader	146 341	21 547 297	13 191 753	9 709 819
Leie av markedsrettigheter	10 467 783	44 163 964	39 057 268	39 923 746
Lønnskostnader m.m.	4 727 107	6 835 212	7 781 145	8 781 647
Avskrivinger på driftsm.	3 487 928	9 977 489	7 801 745	4 676 098
Nedskrivning av driftsm.	0	0	16 965 821	0
Annen driftskostnad	8 036 371	36 048 720	58 165 506	26 002 134
Sum driftskostnader	26 865 530	118 572 682	142 963 238	89 093 445
Driftsresultat	-6 837 920	-16 369 709	-57 284 216	-13 354 427
Driftsrelatert skatt (28%)	-1 914 618	-4 583 519	-16 039 580	-3 739 240
Netto driftsresultat	-4 923 302	-11 786 190	-41 244 636	-9 615 187

Tabell 5.5: Omgruppert resultatregnskap

Vi vurderer alle postene i resultatregnskapet til STF til å være driftsrelaterte og å bidra til verdiskapning i STF. Ut fra tabell 5.5 over ser vi at driftsresultatet er negativt i hele perioden og at selskapet har vært avhengige av finansinntektene for å oppnå et positivt årsresultat. Et positivt netto driftsresultat er viktig ved finansieringen av eventuelle nye investeringer.

⁵⁸ Gjesdal, F. (2007)

5.4.2 Omgruppering av balanseregnskapet

For å komme frem til kapitalen som er knyttet til driften av selskapet tar vi utgangspunkt i balanseregnskapet til STF. Formålet er å skille kapitalen som er investert i driften fra kapitalen som er investert i finansielle eiendeler. Resultatet er netto driftskapital som fremkommer ved å trekke den driftsrelaterte gjelden fra de driftsrelaterte eiendelene. Det omgrupperte balanseregnskapet viser utviklingen i netto driftskapital i regnskapsperioden 2006 til 2009.⁵⁹

BALANSE	2006	2007	2008	2009
Eiendeler				
Spillerrettigheter	8 621 353	28 294 365	12 107 206	7 914 678
Utsatt skattefordel	10 000 000	10 000 000	0	0
Maskiner, anlegg og inventar	57 205	679 100	859 796	609 719
Obligasjoner og andre fordringer	6 550 000	31 507 403	34 146 789	31 965 247
Varelager og annen beholdning	0	0	62 371	59 850
Kundefordringer	7 842 504	4 383 060	4 149 566	3 025 465
Andre fordringer	31 822 134	5 923 863	1 434 248	7 586 565
Bankinnskudd, kontanter o.l	245 040	332 956	321 802	357 842
Driftsrelaterte eiendeler	65 138 236	81 120 747	53 081 778	51 519 366
Gjeld				
Leverandørgjeld	4 685 908	5 422 844	3 696 776	2 913 157
Skyldige offentlige avgifter	1 367 646	2 001 564	1 398 729	671 815
Gjeld til IK Start	0	6 248 154	4 216 255	6 839 424
Annen kortsiktig gjeld	24 856 616	24 419 079	27 381 596	13 222 030
Driftsrelatert gjeld	30 910 170	38 091 641	36 693 356	23 646 426
Netto driftskapital	34 228 066	43 029 106	16 388 422	27 872 940

Tabell 5.6: Omgruppert balanse

Som vi ser av tabellen ovenfor trekker vi ut de eiendelene til STF som ikke er en del av selskapets driftsaktiviteter. Eiendelene som trekkes ut er først og fremst postene knyttet til *investeringer i datterselskap* og *investeringer i tilknyttede selskap*. Disse er begge ikke-driftsrelaterte poster som ikke har en direkte tilknytning til selskapets virksomhet. Posten *obligasjoner og andre fordringer* består derimot hovedsakelig av fordringer som STF har på andre selskaper og regnes dermed som en driftspost. Vi regner også spillerrettigheter, utsatt skattefordel, og bankinnskudd alle som driftsrelaterte poster.

⁵⁹ Penman, S.H. (2010)

I tillegg til å trekke ut ikke-driftsrelaterte eiendeler, må vi også skille den driftsrelaterte gjelden fra den finansielle gjelden. Dette kan i mange tilfeller være komplisert, men den generelle regelen er at all finansiell gjeld er lik selskapets langsiktige og rentebærende gjeld. Likevel kan kortsiktig gjeld klassifiseres som finansiell hvis den er rentebærende. Et eksempel på dette er selskapets kassekreditt som ofte vil være klassifisert som kortsiktig. I tabellen ovenfor har vi trukket ut posten *gjeld til kredittinstitusjoner* som STF sin eneste finansielle gjeldspost. Grunnen til dette er at posten i all hovedsak er kassekreditt som løper over en lengre periode og er rentebærende gjeld. STF har som tidligere nevnt ellers ingen langsiktig gjeld, så derfor blir resterende gjeld klassifisert som driftsrelatert.

Resultatet som fremkommer etter at vi trekker den driftsrelaterte gjelden fra de driftsrelaterte eiendelene er STF sin driftsrelaterte kapital. Når vi senere skal beregne kontantstrøm og avkastningskrav, er det dermed kun eiendeler og gjeld knyttet til selskapets driftsaktiviteter som blir grunnlaget for beregningen.⁶⁰

5.4.3 Normale og unormale regnskapsposter

Formålet med regnskapsanalysen er å danne et grunnlag for den videre verdsettelsen. Derfor er det vesentlig at vi skiller ut de unormale postene fra resultatregnskapet. Måten vi gjør dette er å foreta en normalisering av de ekstraordinære inntektene og kostnadene. Vi anvender tidligere års regnskaper for å kunne identifisere de ekstraordinære postene, og hva som normalt har skjedd. For å kunne utvikle et pålitelig fremtidsregnskap for investorene er det viktig at driftspostene i regnskapet er så normale som mulig. Justeringene som gjøres bør ikke være for omfattende ettersom det endelige målet med den fundamentale verdsettelsen er å komme frem til en pålitelig verdi på selskapet som analyseres.

EBITDA	2006	2007	2008	2009
Driftsresultat	-6 837 920	-16 369 709	-57 284 216	-13 354 427
Avskrivninger	3 487 928	9 977 489	7 801 745	4 676 098
Nedskrivninger	0	0	16 965 821	0
EBITDA	-3 349 992	-6 392 220	-32 516 650	-8 678 329
Normalisert spillersalg	9 971 696	-1 226 504	-16 946 864	8 001 671
Normalisert EBITDA	6 621 704	-7 618 724	-49 463 514	-676 658

Tabell 5.7: Normalisert EBITDA

⁶⁰ Lederkilden.no, "Identifiserer ikke-driftsrelaterte eiendeler"

Som vi ser av tabellen ovenfor har vi valgt å trekke frem spillersalg som den eneste posten som vi ønsker å justere. Grunnen til at vi kun justerer denne posten er at vi gjennomfører en ekstern regnskapsanalyse der vi ikke har full innsikt i alle prinsipper og antakelser som er lagt til grunn for den interne regnskapsføringen. Vi er samtidig opptatt av ikke å gjøre postene i regnskapet kunstig jevne slik at det endelige resultatet blir feil.

Normalisert spillersalg

Måten vi normaliserer posten spillersalg er å jevne ut inntektene i regnskapsperioden 2006 til 2009. Spillersalg er normalt en post som ofte varierer fra år til år. Dette ser vi også ut i fra våre regnskaper slik at nødvendigheten av å normalisere denne posten virker naturlig. For å finne ut hva STF gjennomsnittlig har hatt av inntekter fra spillersalg, summerer vi inntektene fra de fire årene, og dividerer på antall år. Gjennomsnittet er NOK 9 971 696. Videre ser vi ut i fra regnskapene hvor stort salget er i de enkelte årene og justerer dette i forhold til gjennomsnittet. I 2006 var det ikke registrert noe spillersalg i regnskapene til STF, og i normaliseringen for dette året må derfor hele gjennomsnittet legges til. I de øvrige tre årene juster vi med et beløp som fører til at spillersalget stemmer overens med gjennomsnittet.

Normalisert EBITDA

Det normaliserte uttrykket fremkommer i tabell 5.7, og der ser vi justeringen fra den opprinnelige EBITDA verdien. Dette uttrykket vil danne grunnlaget for den videre budsjetteringen og utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. Som vi legger merke til får vi negative verdier for normalisert EBITDA i samtlige år, foruten 2006. De økonomiske problemene i forbindelse med finansieringen av Sør Arena, i tillegg til finanskrisen, gjorde at de synlige resultatene ble uvanlige dårlig i årene 2007 til 2009. Driften av STF har vært preget av store underskudd de siste årene, og dermed har også EBITDA blitt negativt preget. Selv om utviklingen har vært negativ, ser vi at det nå er i ferd med å bedres.

6.0 Finansiell analyse

Ut i fra bedrifiers årsrapporter ser vi at finansiell risiko ofte blir delt inn i tre grupper, *likviditetsrisiko*, *kredittrisiko* og *renterisiko*. Likviditetsrisiko er risikoen som en bedrift har tilknyttet manglende innfrielse av forpliktelser ved forfall. Kredittrisiko er knyttet til bedriftens inntekter, og om kundene betaler for produktene og tjenestene som bedriften leverer. Renterisiko vil si renteendringer i rentemarkedet både på kort og lang sikt som bedriften ikke har mulighet til å påvirke. Ved hjelp av nøkkeltalls beregninger som likviditetsgrad, egenkapitalprosent og rentedekningsgrad vurderes graden av den finansielle risikoen. Vi vil nå utføre en likviditets og soliditetsanalyse basert på regnskapene til våre utvalgte fotballklubber.⁶¹

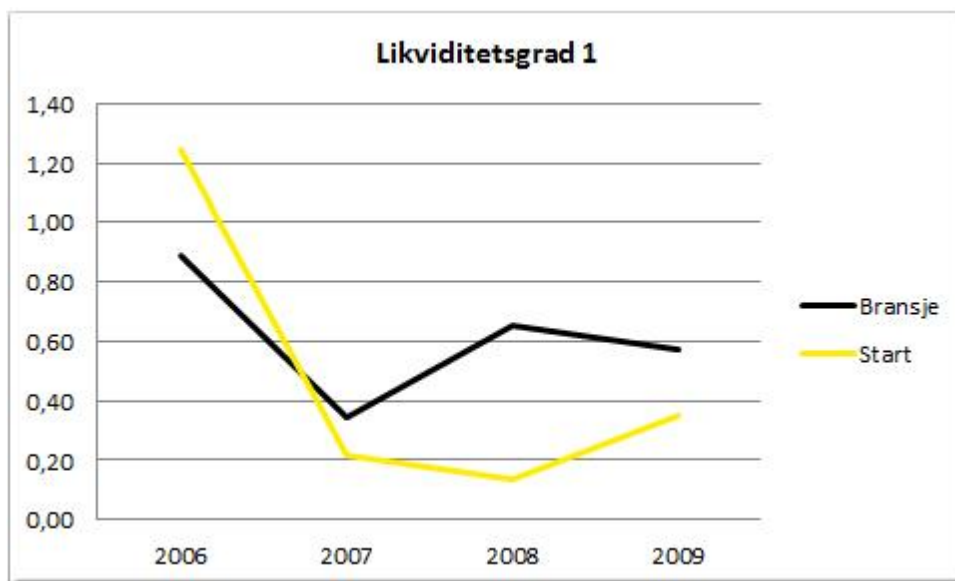
6.1 Likviditetsanalyse

Likviditetsanalysen tar sikte på å analysere bedriftens evne til å betjene sin kortsiktige gjeld. Likviditetsgraden fremkommer ved å sammenligne omløpsmidlene med den kortsiktige gjelden. Grunnen til dette er fordi den kortsiktige gjelden i de fleste tilfeller blir betjent ved at kapital som er bundet i omløpsmidler frigjøres. Det er i utgangspunktet vanskelig å vurdere likviditeten på grunnlag av en regnskapsanalyse, og det er tilnærmet umulig å si hvor høy likviditetsgraden bør være. Måten likviditetsanalysen bør gjøres på er å sammenligne utviklingen over tid samtidig som man sammenligner tallene opp i mot bransjen. Likviditetsgraden bør uansett ikke ligge under en, noe som tilsier at det er underdekning på de likvide midlene i bedriften. I tabellen nedenfor har vi først beregnet likviditetsgraden for STF i de enkelte årene. Deretter har vi gjort dette samme for de andre utvalgte klubbene, og beregnet et uttrykk for gjennomsnittet i bransjen basert på disse tallene.

Likviditetsgrad 1	2006	2007	2008	2009
Start Toppfotball AS	1,24	0,22	0,13	0,35
Odd Ballklubb			0,66	0,82
Molde Fotball AS	1,05	1,55	0,80	0,56
Vålerenga Invest AS	0,72	0,68	0,49	0,33
Gjennomsnitt bransje	0,89	0,34	0,65	0,57

Tabell 6.1: Likviditetsgrad 1

⁶¹ Boye, K., Heskestad T. & Holm E. (2004)



Figur 6.1: Likviditetsgrad 1

Som vi ser av figur 6.1 ovenfor har STF i takt med bransjen hatt en fallende likviditetsgrad frem til og med 2007. Mye av dette skyldes at de fleste klubbene i denne perioden opplevde en kraftig økning i gjeld som følge av et økt press til å investere i nye spillere og anlegg. Det viser seg i ettertid at klubbene i stor grad benyttet kortsiktige finansierings alternativer til å møte dette presset. Starts ytterligere reduksjon fra 2007 til 2008 skyldes i stor grad den finansielle situasjonen de påfølgende årene etter byggingen av Sør Arena. I den senere tiden har imidlertid situasjonen bedret seg noe, men likviditetsgraden ligger likevel godt under gjennomsnittet for bransjen. Samtidig er det verdt å merke seg at likviditetsrisikoen er generelt høy innenfor fotball bransjen. Samtlige av klubbene vi undersøkte har de siste årene hatt underdekning på de likvide midlene i bedriften.

Ut i fra tabell 6.1 kan vi også se at den gjennomsnittlige likviditetsgraden i bransjen har i hele perioden ligget godt under 1. Den eneste klubben som skiller seg ut er Molde Fotball AS som i årene 2006 og 2007 hadde en forholdsvis høy likviditetsgrad sammenlignet med de andre klubbene. Man skal som nevnt ta disse tallene med en “klype salt”, og det er i seg selv ikke avgjørende at en klubb har lav likviditetsgrad i en periode. Derimot hvis tallene for den enkelte klubb avviker for mye i forhold til bransjen vil dette være en indikasjon på en unormal utvikling, og en økt likviditetsrisiko.

6.2 Soliditetsanalyse

Egenkapitalprosent

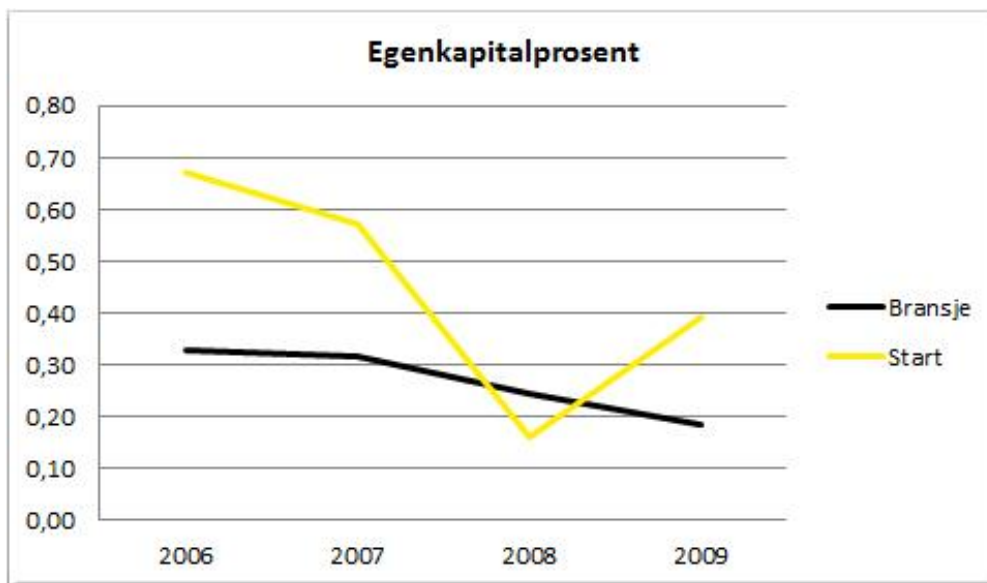
En bedrifts soliditet er et mål på hvor store tap bedriften kan tåle. For å vurdere STF sin soliditet vil vi først studere egenkapitalprosenten i forhold til vårt utvalg av Tippeligaklubber som representerer bransjen. Vi finner egenkapitalprosenten ved å beregne bedriftens egenkapital i forhold til total kapitalen. Hvor stor andel av klubbene som er finansiert gjennom egenkapital vil derfor kunne si noe om hvor bra klubben eventuelt vil takle fremtidige tap. Ved beregningen av nøkkeltallene i soliditetsanalysen, er det tallene fra det virkelige regnskapet som benyttes og ikke det normaliserte resultatet.

Å sette et generelt krav til hvor høy egenkapitalprosenten bør være er ikke mulig. Kravet må tilpasses bransjen bedriften opererer i, og hvor stor grad av usikkerhet det er knyttet til virksomheten bedriften står overfor. Når risikoen er lav, vil det være forsvarlig med en egenkapitalprosent på 10-20 %, mens ved svært høy risiko bør prosentsatsen være opp i mot 100 %. Fotballbransjen har de siste årene måtte tåle store underskudd, og det vil derfor være svært viktig for klubbene å ha en solid egenkapital i bakhånd. Nedenfor er egenkapitalprosenten for STF og de utvalgte klubbene presentert.

Egenkapitalprosent	2006	2007	2008	2009
Start Toppfotball AS	0,67	0,57	0,16	0,39
Odd Ballklubb			0,23	0,20
Molde Fotball AS	0,42	0,41	0,28	0,59
Vålerenga Invest AS	0,23	0,23	0,23	-0,23
Gjennomsnitt bransje	0,33	0,32	0,24	0,19

Tabell 6.2: Egenkapitalprosent

Fra tabellen kan vi se at STF i denne perioden har hatt en egenkapitalprosent som stort sett er høyere enn gjennomsnittet for bransjen. Unntaket er i 2008 da STF hadde en rekordlav egenkapital som en direkte konsekvens av det store underskuddet dette året. Så lenge egenkapitalprosenten ligger over snittet i bransjen er kredittrisikoen mindre for STF enn for andre klubber. I figuren under illustreres utviklingen til STF og bransjen.



Figur 6.2: Egenkapitalprosent

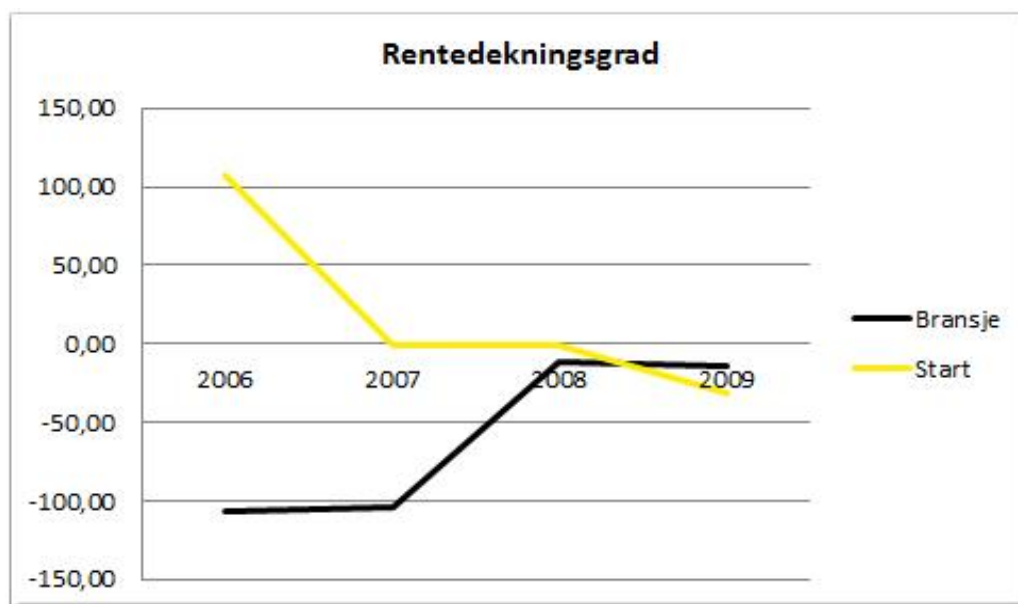
STFs egenkapitalprosent er relativt solid for årene 2006 og 2007 og er et godt stykke over bransjen. Den negative utviklingen for de påfølgende årene er derimot noe urovekkende, og må tas på alvor. For bransjen som helhet peker også pilene nedover, og dette kan bety at kredittrisikoen i fremtiden vil by på stadig større vanskeligheter for fotballklubbene.

Rentedekningsgrad

Et annet forholdstall som beskriver bedriftens soliditet og inntjening er rentedekningsgraden. Dette forholdstallet forteller om summen av STF sitt netto driftsresultat og finansinntekter er store nok til å dekke finanskostnadene. Dersom en bedrifts rentedekningsgrad er lavere enn 1 må den enten dekke tapet ved å redusere egenkapitalen eller ved å ta opp lån. Dette vil være uheldig på lengre sikt, men kan være en kortsiktig løsning dersom bedriften har en god egenkapital i reserve.

Rentedekningsgrad	2006	2007	2008	2009
Start Toppfotball AS	107,25	-1,18	-1,46	-32,04
Odd Ballklubb			-4,70	2,69
Molde Fotball AS	-4,22	-11,53	-11,76	-2,98
Vålerenga Invest AS	-208,03	-196,06	-18,29	-40,50
Gjennomsnitt bransje	-106,12	-103,80	-11,59	-13,60

Tabell 6.3: Rentedekningsgrad



Figur 6.3: Rentedeckningsgrad

Som vi ser av figur 6.3 er rentedeckningsgraden for STF svært variabel i perioden over fire år. I 2006 er rentedeckningsgraden i STF usedvanlig god. Dette skyldes derimot unormalt høye finansinntekter, og må ses på som et engangstilfelle. De påfølgende årene har trenden vist en synkende rentedeckningsgrad. Spesielt for 2009 er nøkkeltallet urovekkende høyt, og innebærer at STF i fremtiden må dekke finanskostnadene gjennom egenkapital eller å ta opp nye lån.

Sammenlignet med fotballbransjen er rentedeckningsgraden til STF relativt bra, bortsett fra 2009. Som følge av store underskudd i 2006 og 2007 er rentedeckningsgraden til Vålerenga kunstig høy i disse to årene. Likevel gir fremstillingen et godt bilde av hvordan utviklingen har vært de siste årene. I fotballbransjen kan det til tider være vanskelig å vurdere rentedeckningsgraden som forholdstall ettersom det viktigste for mange klubber er kun å hindre negative resultater. Vanskelige økonomiske tider og negative driftsresultat har de siste årene preget fotballbransjen. Flere klubber har vært avhengige av å ha investorer som har hjulpet med å dekke deler av underskuddene, noe som igjen vil påvirke rentedeckningsgraden.

For STF vil det være avgjørende å forbedre rentedeckningsgraden i årene fremover. Finanskostnadene er ikke spesielt høye så dersom driftsresultatet bedres, ser situasjonen langt lysere ut igjen. Det er flere klubber som har en negativ trend så STF sin situasjon avviker ikke mye i forhold til bransjen.

6.3 Driftsrentabilitet

Vi velger å regne ut netto driftsrentabilitet som viser avkastningen på de driftsrelaterte eiendelene i STF. I dette tilfellet ønsker vi ikke å sammenligne med bransjen for øvrig, siden nøkkeltallet kun skal anvendes i sammenheng med den syntetiske ratingen i neste kapittel. Vi har i tillegg ikke tilgang til nok pålitelig regnskapsinformasjon for alle årene fra de andre klubbene til at en grundigere analyse kan gjennomføres. Det er verdt å merke seg at det finnes flere ulike uttrykk for utregning av netto driftsrentabilitet, men det mest anvendte i forbindelse med verdsettelsesanalyse er det vi velger å bruke.

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

Ndr_t = Netto driftsrentabilitet

NDR = Netto driftsresultat

NDK_{t-1} = Inngående netto driftskapital

ΔNDK_t = Endring netto driftskapital

Driftsrentabilitet	2006	2007	2008	2009
Start Toppfotball AS	-0,257	-0,265	-0,819	-0,357

Tabell 6.4: Netto driftsrentabilitet

Som vi ser av tabell 6.4 ovenfor har driftsrentabiliteten vært negativ i hele perioden, som følge av de svake driftsresultatene. Det er lite som foreløpig tyder på at dette vil bedre seg i tiden fremover, og dette forsterkes ytterligere når det budsjetteres med underskudd også i de kommende årene.⁶²

Det at fotballklubber har negativ eller forholdsvis lav driftsrentabilitet er ikke uvanlig. Eiendelene til en fotballklubb består som regel av spillerrettigheter og andre anleggsmidler. Det er derfor naturlig at disse synker i verdi over tid ettersom denne typen eiendelene har en svært begrenset levetid.

⁶² Fvn.no, "Kriserammede Start i pengenød"

6.4 Syntetisk rating

Som en avslutning på den finansielle analysen ønsker vi å bruke ratingbyrået Standard & Poor's klassifisering basert på våre forholdstall til å foreta en syntetisk rating. Vi benytter forholdstallene fra likviditetsanalysen, soliditetsanalysen og i tillegg driftsrentabiliteten til å estimere sannsynligheten for konkurs og risikoen knyttet til STF. Metoden kalt syntetisk rating er spesielt aktuell fordi STF befinner seg i en bransje hvor det ikke finnes offentlige kredittvurderinger. Standard & Poor's er et av de mest anerkjente ratingselskapene, og de klassifiserer de ulike forholdstallene ut fra en oppgitt skala fra AAA til D. Ratingklassen AAA er den beste, mens D er den svakeste. Systemet for kredittvurdering er utviklet primært for å gi utstedere av lån en pekepinn på om låntaker vil være i stand til å betjene gjelden.⁶³

Syntetisk rating	LG1	RDG	EKP	NDR	Årlig konkurs sannsynlighet	Kreditt-risikofaktor	Grade	
AAA	11,60	16,90	0,94	0,35	0,0001	0,10	Investment grade	
	8,90	11,60	0,90	0,31				
AA	6,20	6,30	0,85	0,27	0,0012	0,15		
	4,60	4,83	0,76	0,22				
A	3,00	3,35	0,66	0,17	0,0024	0,25		
	2,35	2,76	0,55	0,13				
BBB	1,70	2,16	0,44	0,10	0,0037	0,40		
	1,45	1,69	0,38	0,82				
BB	1,20	1,22	0,32	0,07	0,0136	0,60		Speculative
	1,05	1,06	0,27	0,05				
B	0,90	0,90	0,22	0,04	0,0608	1,00		
	0,75	0,49	0,18	0,03				
CCC	0,60	0,07	0,13	0,01	0,3085	3,00		
	0,55	-0,35	0,11	0,00				
CC	0,50	-0,76	0,08	-0,02	0,5418	9,00		
	0,45	-1,17	0,03	-0,03				
C	0,40	-1,58	-0,02	-0,04	0,7752	27,00		
	0,35	-2,00	-0,10	-0,06				
D	0,30	-2,41	-0,18	-0,07	0,9999	1000,00	Junk	

Tabell 6.5: Standard & Poor's modell for syntetisk rating

Tabell 6.5 beskriver hvordan oppsettet for ratingklassene er på bakgrunn av forholdstallene likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. I tillegg inneholder tabellen sannsynligheten for konkurs innen ett år og risikoen i forhold til hvor kredittverdig et selskap er. Hvert av nøkkeltallene i klassifiseringen er tillagt like stor vekt og resultatene må vurderes med hensyn til bransjen.

⁶³ Standard & Poor's. Modell for syntetisk rating

Syntetisk rating	2006	2007	2008	2009	Snitt
Likviditetsgrad 1	1,24	0,22	0,13	0,35	0,49
Rentedekningsgrad	107,25	-1,18	-1,46	-32,04	18,14
Egenkapitalprosent	0,67	0,57	0,16	0,39	0,45
Netto driftsrentabilitet	-0,257	-0,265	-0,819	-0,357	-0,42
Likviditetsgrad 1	BBB	D	D	C	CC
Rentedekningsgrad	AAA	C	C	D	CCC
Egenkapitalprosent	AA	A	CCC	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	D	D	D	D	D
Overordnet rating	BBB	CC	C	CC	CCC
Konkurssansynlighet	0,0037	0,5410	0,7752	0,5410	0,3085
Kreditrisikofaktor	0,40	9,00	27,00	9,00	3,00

Tabell 6.6: Syntetisk rating STF

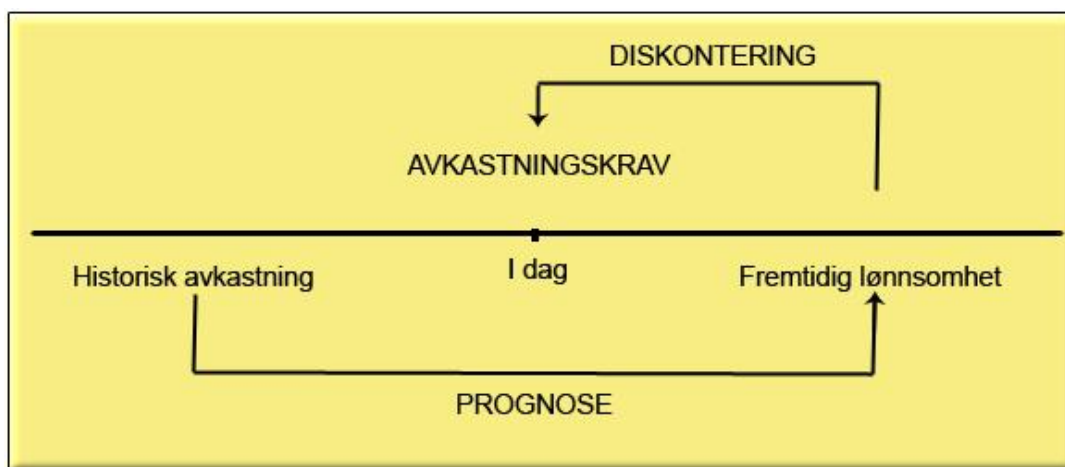
Tabellen ovenfor er en oppsummering av STF sine forholdstall for den syntetiske ratingen. Den vanligste ratingklassen for et selskap vil være klasse BBB og vi ser av tabellen at STF i 2006 har en overordnet rating lik ”normalen”. For de andre årene har derimot STF en vesentlig svakere rating, som også har en sammenheng med den negative utviklingen i forholdstallene for øvrig. Vi observerer også at sannsynligheten for konkurs, med unntak av 2006, er over 50 % i alle årene og dermed er relativ stor. Høy konkurssansynlighet medfører også at kredittrisikoen blir stor. Faktoren knyttet til kredittrisiko er den risikopremien långivere legger til ved fastsettelse av krav på utlånt kapital. Generelt kan vi da konkludere med at STF befinner seg i en utsatt posisjon med lite rom for økonomiske feiltrinn.

Av forholdstallene i tabellen over er det nøkkeltallene knyttet til soliditeten som kommer best ut. Egenkapitalprosenten for STF har vært bra i løpet av perioden, med unntak av 2008. Dette tyder på at STF har klart å bevare en relativt god egenkapital, til tross for store økonomiske underskudd de siste årene. Som tidligere nevnt ble den opptjente egenkapitalen borte etter det store underskuddet i 2008, og det ble skutt inn ny aksjekapital i selskapet. Driftsrentabiliteten er derimot faretruende svak og havner i ratingklasse D for alle årene. Gjentatte driftsunderskudd må ta mye av skylden for dette og det er heller ikke noe som tyder på at trenden snur i nærmeste fremtid. Likviditets- og rentedekningsgraden har også svekket seg i løpet av perioden. Nedgangen i likviditetsgraden skyldes en verdireduksjon i omløpsmidlene samtidig som den kortsiktige gjelden ikke har blitt mindre.

For å oppsummere ser vi at STF's overordnede rating har vært relativt stabil igjennom hele perioden foruten i 2006 der ratingen var unormalt høy. Snittet i perioden blir dermed CCC, men det er svært lite som tilsier at klubben vil kunne opprettholde denne ratingen i årene fremover. Siden det allerede er annonsert at det også i årene fremover vil bli budsjettert med solide underskudd er det nærliggende å stille seg litt kritisk til den gjennomsnittlige ratingen på CCC. Vi velger derfor i forbindelse med beregningen av avkastningskravet på gjelden å se bort i fra året 2006 og benytter en lavere gjennomsnittlig rating på CC. Vi mener denne rating bedre beskriver gjeldssituasjonen og den generelle situasjonen i klubben. STF's konkurssansynlighet vil med en rating på CC være 54 %, noe som er faretruende høyt i forhold til normalen på rundt 0,37 %. Kredittrisikofaktoren til STF vil med en rating på CC være 9,0 som vi anvender i beregningen av avkastningskravet på gjelden i neste kapittel.

7.0 Avkastningskrav

Avkastningskravet til en bedrift er et mål på den laveste avkastningen som er nødvendig for at en investor ønsker å investere i bedriften. Sagt på en annen måte representerer avkastningskravet den forventede avkastningen kapitalmarkedet tilbyr på plasseringer med samme risiko som å investere i bedriften. Investeringer som gjøres er altså kun lønnsomme dersom avkastningen på den investerte kapitalen er lik eller overstiger avkastningskravet. Avkastningskrav benyttes både som et beslutnings- og kontrollformål. Det vil si at potensielle investorer/eiere bruker det i forbindelse med verdsettelse, og potensielle kreditorer benytter det i sammenheng med kredittvurderinger ved utstedelse av lån.⁶⁴



Figur 7.1: Avkastningskrav

⁶⁴ Gjesdal, F. & Johnsen, T. (1999)

Utgangspunktet for oppgaven vår er en verdsettelse av STF, og vi finner avkastningskravet til total kapitalen ved å benytte WACC til å neddiskontere den fremtidige kontantstrømmen. WACC finner vi at vi vekter avkastningskravet til egenkapitalen og gjelden med andel egenkapital og netto finansiell gjeld. Først vil vi beregne avkastningskravet til egenkapitalen ved hjelp av kapitalverdimodellen, og deretter benytter vi kredittrisikofaktoren som vi fant i den syntetiske ratingen til å finne avkastningskravet til gjelden. Til slutt benytter vi så WACC til å komme frem til det veide avkastningskravet som vi vill benytte til å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene i fremtidsregnskapet.

7.1 Kapitalverdimodellen

Vi skal som nevnt beregne avkastningskravet til egenkapitalen ved hjelp av kapitalverdimodellen (CAPM). Kapitalverdimodellen ble utviklet på 1960-tallet av Sharpe, Treynor, Mossin og Litner. Utgangspunktet til CAPM er at vi som en investor er risikoavers og ønsker å diversifisere bort risiko tilknyttet investeringene, såkalt usystematisk risiko. Måten dette gjøres på er å investere i en veldiversifisert portefølje med aksjer slik at man kun blir sittende igjen med den såkalte systematiske risikoen. Som regel står en investor ovenfor et valg mellom to preferanse plasseringer for kapital. På den ene siden kan kapitalen investeres i et markedsbasert aksjefond med forventet avkastning (R_m), eller i en alternativt risikofri (R_f) plassering. For at en investor skal velge et markedsbasert aksjefond fremfor den risikofrie plasseringen, må det dermed også kompenseres for den systematiske risikoen (β) som dette innebærer. Risikopremien vil variere for den enkelte investering basert på forholdet mellom den markedsrisikoen og risikoen til et markedsbasert aksjefond. I tilfeller der man vurderer å investere i mindre likvide aksjer er det vanlig at det også kompenseres for dette i modellen med en likviditetspremie (λ). Avkastningskravet til egenkapitalen beregnes dermed etter CAPM som i vises i formelen under.⁶⁵

$$Ekk = R_f + \beta * (R_m - R_f) + \lambda$$

⁶⁵ Gjesdal, F. & Johnsen, T. (1999)

Kapitalverdimodellen blir ofte brukt i praksis først og fremst på grunn av at den har en relativt enkel anvendelse, og på grunn av at andre og mer kompliserte modeller ikke ser ut til å gi noen bedre resultater. På linje med de alternative modellene legges det visse forutsetninger til grunn for å forenkle anvendelsen av modellen. Investorer er pristakere i markedet, som vil si at hver enkelt investor må ta prisen som gitt ettersom den ikke er påvirkbar av en enkelt investor. Alle aktørene i markedet har samme tilgang til informasjon, og kreditorene har ingen begrensninger på hvor mye de er villige til å låne ut risikofritt. Det påløper heller ingen transaksjon eller skattemessige kostnader i forbindelse med kjøp og salg. Det er klart at disse forutsetningene ikke alltid er oppfylt i praksis, men CAPM regnes likevel som en av de modellene som gir den beste tilnærmingen til et reelt avkastningskrav til egenkapitalen.

7.2 Risikofri rente

Verdipapirer som er uten risiko vil ha en avkastning på lik linje med den risikofrie renten. Den risikofrie renten vil variere over tid, men er også et mål på sikker avkastning for en investor. I utgangspunktet forutsetter kapitalverdimodellen at investorene har en en-periodisk investeringshorisont, normalt sett antas denne perioden å være ett år. Dette tilsier at risikofri rente bør være 1-års statsrente, som er et naturlig valg ved beregning av avkastningskrav. Det finnes derimot forhold som medfører at en alternativ risiko rente bør velges. Lengden på valgt statsrente vil påvirke størrelsen på avkastningskravet.

På kort sikt vil renteendringene normalt sett være større enn for et lengre tidsperspektiv. Et ønske om et stabilt avkastningskrav taler derfor i retning av å bruke lengre statsrenter som en risikofri rente. Ved å velge en lengre rente vil ikke endringer i avkastningskravet knyttet til tilfeldige variasjoner i det korte rentenivået påvirke renta i like stor grad. En stor forskjell mellom korte og lange renter fører ofte til at en fremtidig renteendring blir overvurdert. Gjesdal og Johnsen (1999) forklarer denne skjevheten med en variabel likviditetspremie for den lange renten. Dersom de lange rentene ligger en god del høyere enn de korte, antar vi at likviditetspremien er stor og positiv. Likviditetspremien vil i dette tilfellet være en kompensasjon for økt risiko for en renteøkning.

I dagens marked er de lange rentene noe høyere enn de korte rentene. Dette kan igjen bety at det muligens er innbakt en likviditetspremie i de lange rentene. En slik premie må fjernes dersom man benytter de lange rentene. Likviditetspremien er derimot vanskelig å fastsette siden den bestemmes både ut fra forskjeller i kort- og langsiktig realrente, i tillegg til

inflasjonsraten. Norges Bank har fastsatt et inflasjonsmål for pengepolitikken i Norge til å vokse omtrent 2,5 % årlig. For første halvdel av 2011 var inflasjonen i Norge på 1,1 %, med andre ord vesentlig lavere enn inflasjonsmålet.⁶⁶ Realrenten har historisk sett vært lav, og vi antar derfor at likviditetspremien i de lange rentene er liten.⁶⁷

Vi konkluderer med at valget av risikofri rente for vår verdivurdering avhenger av budsjettert inflasjonsrate. Vi har valgt det langsiktige inflasjonsmålet til Norges Bank som utgangspunkt, og velger derfor også en av de lange rentene. Vi har ønske om å bruke et stabilisert rentekrav og har derfor etter en skjønnsmessig vurdering valgt 5-års statsrente som vår risikofrie rente. I september 2011 er 5-års statsrente fastsatt til 1,80 %.⁶⁸

7.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie kan defineres som den avkastningen investor sitter igjen med ut over risikofri rente. I arbeidet med å finne risikopremien er det vanlig praksis å bruke historiske data til også å gjelde fremtiden. Eventuelt kan de historiske avkastningsdata benyttes til å danne grunnlaget for en personlig vurdering av hvor stor premien blir i fremtiden. Når valg av tidsperiode er bestemt, må det gjøres et valg om å benytte aritmetisk eller geometrisk gjennomsnitt i perioden.

Det er imidlertid usikkert i hvor stor grad historiske data gjenspeiler en riktig prediksjon av fremtidig risikopremie. Ingen kan med sikkerhet vite hva som er korrekt verdi på risikopremien, og den påvirkes også av endringer i børsens risikonivå og investorenes risikoholdning. På kort sikt er det stor variasjon i risikopremien så med hensyn til avkastningskravet tar vi i bruk historiske tall over en lengre tidshorisont.

Dimson et. al. (2006) har i perioden 1900-2005 samlet sammen tallmateriale for å estimere risikopremier i Norge og flere andre land. Vi vil benytte det aritmetiske snittet som oppgis i dette tallmaterialet til å bestemme risikopremien vår, ettersom dette er lik den årlige veksten i estimert kroneverdi og er den relevante diskonteringsrenten for forventede kontantstrømmer.

⁶⁶ Norges Bank, Indikatorer for prisvekst

⁶⁷ Gjesdal, F. & Johnsen, T. (1999)

⁶⁸ Norges Bank, Statsobligasjoner. Månedsgjennomsnitt av daglige noteringer

Som mål på den risikofrie renten valgte vi som sagt å benytte renten for en 5-årig statsobligasjon. For å sikre at avkastningskravet skal bli så korrekt som mulig, benytter vi derfor risikopremien i forhold til avkastningen på statsobligasjoner. I beregningen av avkastningskravet til egenkapitalen benytter vi en historisk risikopremie på statsobligasjoner for det norske markedet i perioden 1900-2005 med et aritmetisk snitt på 5,26 %.⁶⁹

7.4 Beta

Betavariabelen i CAPM er som nevnt et mål på den systematiske risikoen tilknyttet investeringen i egenkapitalen. Betavariabelen gir et uttrykk for investeringens relative markedsrisiko ved å måle investeringens markedsrisiko opp i mot risikoen til markedsporteføljen. Økt risiko representeres ved en betaverdi større enn 1, og motsatt en lav risiko representeres ved en betaverdi mindre enn 1. Har en aksje en beta verdi på 1 sier man ofte at den beveger seg i takt med markedet, men har den for eksempel en verdi på 0,9 vil det si at den øker 10 prosent mindre i forhold til markedet.

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

Som vi ser av uttrykket ovenfor måles investeringens markedsrisiko i telleren ved å multiplisere korrelasjonen mellom aksjen (r), og markedsporteføljens avkastning (r_M) med avkastningens standardavvik $\text{Std}(r)$. Korrelasjonen til avkastningen er som regel positiv og ligger vanligvis mellom 0 og 1. Det vil si at aksjen beveger seg i takt med de andre aksjene i markedsporteføljen. Derimot hvis korrelasjonen er negativ vil avkastningskravet og risikoandelen blir redusert ettersom aksjen beveger seg i omvendt takt av markedet. I slike tilfeller vil aksjen gi gevinst når de fleste andre aksjer gir tap, og motsatt når aksjen går med tap kompenseres dette med gevinst på de andre aksjene. Det er likevel verdt å merke at tilfeller med negativ eller null korrelasjon er sjeldne, og forekommer så og si aldri i velutviklede aksjemarkeder.⁷⁰

⁶⁹ Dimson, E., Marsh P. & Staunton M. (2006)

⁷⁰ Gjesdal, F. & Johnsen, T. (1999)

I utgangspunktet er det forholdsvis enkelt å beregne betaverdier tilknyttet selskaper som er børsnotert da man har full tilgang til stadig oppdaterte handelstall og indekser. Når vi nå skal finne betaverdien på egenkapitalen i STF står vi derimot ovenfor utfordringen med at selskapet ikke er børsnotert. Norske fotballklubber har ingen erfaring tilknyttet børsen, og for en fotballklubb som ikke er børsnotert er det derfor vanskelig å beregne en representativ betaverdi ut i fra den historiske avkastningen. Det finnes forskjellige tilnærminger knyttet til utfordringen med å kalkulere en fotballinvestors risiko tilknyttet en investering. Problemet ved å kalkulere dette ved hjelp av CAPM, er at modellen i utgangspunktet kun forutsetter at aksjene prises ut i fra hvor mye systematisk risiko en investor påtar seg.

Som tidligere nevnt kompenseres man i CAPM kun for markedsrisikoen tilknyttet investeringen ettersom det antas at den usystematiske risikoen kan diversifiseres bort ved å investere i en veldiversifisert portefølje. Dette gjelder ikke nødvendigvis for en fotballinvestor siden det også knyttes stor usikkerhet til den usystematiske risikoen. Det spesielle med fotballbransjen er usikkerheten tilknyttet spillerne og spillerens prestasjoner. Spillernes tilstand og prestasjoner for øvrig påvirker direkte fotballklubbens resultater. Med andre ord skiller fotballbransjen seg ofte ut i forhold til at man som investor i større grad er opptatt av den totale risikoen. Måten dette behandles på i CAPM er at man ofte kompenserer med en likviditetspremie fordi at aksjene er lite likvide på grunn av at selskapet ikke er børsnotert. Størrelsen på likviditetspremien vil kunne variere og vil bli diskutert nærmere i kapittel 7.5.

Det vi velger å gjøre er å foreta en individuell vurdering av hva vi mener er en tilnærmet riktig betaverdi for STF. Måten vi gjør dette på er å sammenligne utenlandske børsnoterte fotballklubber, og gjør et utvalg av disse for en grundigere analyse. Fokuset for en fotballinvestor er knyttet til den totale risikoen ved en eventuell investering. Det er derfor ikke et like stort behov for en subjektiv betaverdi som det ellers ville ha vært. Den usystematiske risikoen er tilnærmet lik for utenlandske børsnoterte klubber fordi fotballklubber ofte står overfor den samme usikkerheten tilknyttet spillerne og spillernes prestasjoner på lang sikt.

Vi tar utgangspunkt i Dow Jones Stoxx European Football Index som viser en oversikt over alle børsnoterte fotballklubber i Europa.⁷¹ For at analysen skal bli så nøyaktig som mulig er vi opptatt av at klubbene vi velger skal være tilnærmet like STF. I analysen vår har vi derfor valgt å fokusere på to klubber som befinner seg i Superligaen som er den øverste divisjonen i Danmark. I Danmark er det mer vanlig som fotballklubb å være børsnotert, og per dags dato

⁷¹ Stoxx.com, "Dow Jones Stoxx European Football Index"

er det til sammen fem forskjellige klubber i Danmark som er børsnoterte. Dette inkluderer storklubber som FC København og Brøndby IF. Vi har derimot valgt ut Aalborg Boldspilklub (AAB) og Silkeborg Fotbold (SIF), siden disse klubbene er på tilnærmet likt nivå med STF. For sammenligning med markedet benytter vi den danske hovedindeksen OMX COPENHAGEN 20 ettersom dette er den internasjonale danske markedsindeksen som består av de tjue mest handlede aksjer på det danske aksjemarkedet. Vi har benyttet månedlige data for det siste rapporterte regnskapsåret fra januar 2009 til og med 31. desember 2010.

Aalborg Boldspilklub ^{72,73}

Mnd 2010	OMX Copenhagen 20		Aalborg Boldspilklub		$(R_m - E_m)^2$	$(R_{aab} - E_{aab})^2$	$(R_m - E_m) * (R_{aab} - E_{aab})$
	Indeks	Rm	Kurs	R _{aab}			
Des 2009	336,69		11,70				
Jan	354,85	5,3 %	11,50	-1,7 %	0,07 %	0,03 %	0,04 %
Feb	354,77	0,0 %	11,90	3,4 %	0,07 %	0,46 %	-0,18 %
Mar	383,04	7,7 %	12,40	4,1 %	0,26 %	0,56 %	0,38 %
Apr	411,50	7,2 %	11,70	-5,8 %	0,51 %	0,06 %	-0,11 %
Mai	388,69	-5,7 %	10,40	-11,8 %	0,68 %	0,71 %	0,69 %
Jun	393,02	1,1 %	9,20	-12,3 %	0,02 %	0,79 %	0,13 %
Jul	410,83	4,4 %	9,20	0,0 %	0,04 %	0,11 %	0,06 %
Aug	396,38	-3,6 %	9,10	-1,1 %	0,38 %	0,05 %	-0,14 %
Sep	416,96	5,1 %	8,30	-9,2 %	0,06 %	0,34 %	-0,15 %
Okt	424,20	1,7 %	7,90	-4,9 %	0,01 %	0,02 %	0,01 %
Nov	424,77	0,1 %	7,40	-6,5 %	0,06 %	0,10 %	0,08 %
Des	457,58	7,4 %	7,80	5,3 %	0,24 %	0,75 %	0,42 %
Snitt		2,56 %		-3,38 %	0,218 %	0,362 %	0,114 %

Figur 7.2: Utregning av betaverdi for AAB

Som vi ser av tabellen ovenfor blir aksjene til AAB handlet med jevne mellomrom fordi klubben er børsnotert, og kursen har holdt seg relativt stabil gjennom hele perioden. Aksjekursen har ikke blitt påvirket av at klubben har vært truet av opp- og nedrykk. Variansen til markedet (Var_M) var i perioden 0,218 % og variansen til AAB (Var_{AAB}) var i perioden 0,362 %. Det månedlige standardavviket for markedet var 4,67 % og det månedlige standardavviket til AAB var 6,02 %. Det årlige standardavviket for markedet var 16,17 % og det årlige standardavviket til AAB var 20,84 %. Korrelasjonskoeffisienten ble dermed 0,41 som igjen gir oss en betaverdi for Aalborg Boldspilklub på **0,52**.

⁷² Yahoo! Finance, OMX Copenhagen

⁷³ Yahoo! Finance, Aalborg Boldspilklub

Mnd 2010	OMX Copenhagen 20		Silkeborg Fodbold		$(R_m - E_m)^2$	$(R_{sif} - E_{sif})^2$	$(R_m - E_m) * (R_{sif} - E_{sif})$
	Indeks	Rm	Kurs	R _{sif}			
Des 2009	336,69		11,50				
Jan	354,85	5,3 %	12,00	4,3 %	0,07 %	0,80 %	0,24 %
Feb	354,77	0,0 %	11,00	-8,7 %	0,07 %	0,16 %	0,10 %
Mar	383,04	7,7 %	12,00	8,7 %	0,26 %	1,79 %	0,68 %
Apr	411,50	7,2 %	10,20	-16,3 %	0,51 %	1,34 %	-0,53 %
Mai	388,69	-5,7 %	9,50	-7,1 %	0,68 %	0,06 %	0,20 %
Jun	393,02	1,1 %	9,00	-5,4 %	0,02 %	0,01 %	0,01 %
Jul	410,83	4,4 %	9,00	0,0 %	0,04 %	0,22 %	0,09 %
Aug	396,38	-3,6 %	7,30	-20,9 %	0,38 %	2,64 %	1,00 %
Sep	416,96	5,1 %	7,70	5,3 %	0,06 %	1,01 %	0,25 %
Okt	424,20	1,7 %	6,80	-12,4 %	0,01 %	0,60 %	0,06 %
Nov	424,77	0,1 %	6,30	-7,6 %	0,06 %	0,09 %	0,07 %
Des	457,58	7,4 %	6,55	3,9 %	0,24 %	0,74 %	0,42 %
Snitt		2,56 %		-4,69 %	0,218 %	0,858 %	0,236 %

Figur 7.3: Utregning av betaverdi for SIF

Når vi ser på tabellen for Silkeborg Fodbold, er fremgangsmåten den samme. Aksjene til SIF blir handlet med jevne mellomrom siden klubben er børsnotert, og kursen har holdt seg relativt stabil gjennom hele perioden. Aksjekursen har ikke blitt påvirket av at klubben har vært truet av opp- og nedrykk. Variansen til markedet (Var_M) var i perioden 0,218 % og variansen til SIF (Var_{SIF}) var i perioden 0,858 %. Det månedlige standardavviket for markedet var 4,67 % og det månedlige standardavviket til SIF var 9,26 %. Det årlige standardavviket for markedet var 16,17 % og det årlige standardavviket til SIF var 32,09 %. Korrelasjonskoeffisienten ble dermed 0,41 som igjen gir oss en betaverdi for Silkeborg Fotbold på **1,08**.

Ut i fra beregningene gjort ovenfor tar vi gjennomsnittet av betaverdiene fra de to utvalgte klubbene og kommer frem til en justert betaverdi for STF på 0,8. Dette er en betaverdi som øker 20 % mindre enn markedet, og vi kan dermed konkludere med at fotballklubber i utgangspunktet ikke avviker i særlig stor grad i forhold til markedet. Det skal uansett nevnes at betaverdien som vi er kommet frem til er gjort ved en individuell tilnærming. Dette er en verdi som er langt i fra 100 % sikker, og vi vil derfor i forbindelse med den endelige verdsettelsen gjennomføre en sensitivitetsanalyse for å kontrollere denne verdien.

⁷⁴ Yahoo! Finance, OMX Copenhagen

⁷⁵ Yahoo! Finance, Silkeborg Fotbold

7.5 Likviditetspremie

Likviditetspremien er som nevnt en omdiskutert variabel i kapitalverdimodellen, og det finnes flere motstridende argumenter til når denne premien skal tillegges, og eventuelt størrelsen på premien ved beregning av avkastningen til egenkapitalen. I utgangspunktet er de fleste av den oppfatningen av at en likviditetspremie tillegges i de tilfeller der aksjene ikke handles med jevne mellomrom. Dette kan skyldes flere årsaker, men de mest vanlige er at aksjene ikke er børsnoterte (lite likvide) eller at det ikke er enkelt å tilegne seg den aktuelle type aksje.

Aksjeselskapet STF er ikke et børsnotert selskap, og det er heller ikke uten videre enkelt å kjøpe aksjer i dette selskapet. Aksjene i STF er lite likvide og nesten umulig å få kjøpt. Dette skyldes hovedsakelig at det ikke er mange som selger denne aksjen, da investorene som sitter med disse aksjene er lokale investorer og ikke enkeltpersoner. De fleste av disse lokale investorene er det man kaller langsiktige investorer, og er ikke ute etter å tjene penger på kort sikt. Investorer som velger å investere i en fotballklubb har ikke først og fremst et mål om å tjene penger på investeringen. De ønsker i de fleste tilfeller enten å støtte opp om favorittlaget sitt og/eller skape et lag som kan konkurrere på et høyere nivå, og på den måten få profilert seg og sin bedrift. Det kan derfor stilles spørsmålsteget om hvor viktig det er for en langsiktig investor som ikke er opptatt av likviditeten med en likviditetspremie som skal kompensere for risikoen som følge av et en aksje er lite likvid. Når det gjelder størrelsen på en eventuell likviditetspremie, er denne som tidligere nevnt vanskelig å fastsette fordi den bestemmes både ut fra forskjeller i kort- og langsiktig realrente, i tillegg til inflasjonsraten. Gjesdal og Johnsen (1999) har igjennom forskning kommet frem til at selskaper som ikke er børsnoterte i de fleste tilfeller har en likviditetspremie på rundt 4,5 %.

Etter vår vurdering har langsiktige investorer mindre behov for en likviditetspremie ved investering i et selskap siden de ikke trenger kompensasjon for å kunne ha mulighet til å selge aksjene på kort sikt. Når vi i tillegg tar i betraktning at likviditetspremien er vanskelig å fastsette så anser vi det som unødvendig å tillegge en slik skjønnsmessig verdi i forbindelse ved beregningen av egenkapitalkravet til STF. Vi er i tillegg opptatt av ikke å undervurdere risikoen i forbindelse med en investering i en fotballklubb som STF. Vi velger derfor ikke å kompensere for at aksjen er lite likvid, og antar at de fleste som er interessert i å investere i norske fotballklubber i tiden fremover er langsiktige investorer og ikke privatpersoner.

7.6 Beregning av egenkapitalkrav

Avkastningskravet til egenkapitalen finner vi ved å anvende CAPM som vist innledningsvis. Som utgangspunkt for oppgaven antar vi fremdeles at analysen foretas av en veldiversifisert investor. Den første variabelen i modellen er den risiko frie renten (R_f). Vi anvender som nevnt et stabilisert rentekrav som tilsvarer en 5-års statsrente som i september 2011 var fastsatt til 1,80 %. Videre har vi som resultat av en analyse av to utenlandske børsnoterte klubber kommet frem til en justert betaverdi (β) for STF på 0,8. Til slutt i CAPM har vi variabelen for risiko premien ($R_m - R_f$). Vi benytter her en historisk risikopremie på statsobligasjoner for det norske markedet fra 1900-2005 med et aritmetisk snitt på 5,26 %. Vi kommer dermed frem til et egenkapitalkrav for STF på 6,01 %.

$$Ekk = 1,80 \% + 0,8 * 5,26 \% = 6,01 \%$$

7.7 Beregning av gjeldskrav

Gjeldskravet beregnes ved hjelp av tre variabler. Den gjeldende skattesatsen, risikofri rente før skatt, og en risikopremie. Vi anvender en normal skattesats på 28 %, og benytter den samme risikofrie renten på 1,80 % (5-års statsrente fastsatt i september 2011). Risikopremien beregnes ved hjelp av kredittrisikofaktoren som vi fant i den syntetiske ratingen. Rating vi kom frem til der var CC som gav oss en kredittrisikofaktor på 9,0. Denne faktoren multipliserer vi med den risikofrie renten på 1,80 %. Risikopremien/tapstillegget for STF blir dermed 16,2 %.

$$Rp = 9,0 * 1,80 \% = 16,2 \%$$

Start Toppfotballs totale gjeldskrav etter skatt blir dermed:

$$Gkk = (1 - t) * [rf + Rp] = (1 - 28 \%) * [1,80 \% + 16,2 \%) = 12,96 \%$$

7.8 WACC

Vi har nå muligheten til å regne ut det veide avkastningskravet (WACC). Vi vil benytte det veide avkastningskravet til å neddiskontere den budsjetterte fremtidige kontantstrømmen. WACC finner vi ved å ta utgangspunkt i STF's egenkapitalandel multiplisert med egenkapitalkravet og gjeldsandelen multiplisert med gjeldskravet. Ved å summere disse to variablene får vi et uttrykk for det veide avkastningskravet til STF. Som vi ser, må vi ta hensyn til hvordan kapitalstrukturen er i klubben. Det vil si hvor stor del av klubben er finansiert av egenkapital og gjeldskapital.

$$WACC = \frac{\text{Aksjekapital}}{\text{Totalkapital}} * Ekk + \frac{\text{Finansiell Gjeld}}{\text{Totalkapital}} * Gkk$$

For å finne markedsverdien på egenkapitalen multipliserer vi antall aksjer i STF med aksjekursen. Aksjekursen som vi opererer med stammer fra den ekstraordinære generalforsamlingen som ble holdt den 29.12.2009. Her ble det besluttet at aksjekapitalen skulle økes til NOK 14 000 000, og at aksjenes pålydende skulle settes til kr 1. Markedsverdien på egenkapitalen er dermed verdsatt til NOK 14 000 000.⁷⁶

For å finne markedsverdien på den finansielle gjelden tar vi utgangspunkt i regnskapsanalysen der vi beregnet STF's driftsgjeld i 2009 til NOK 23 646 426. For å finne et uttrykk for den finansielle gjelden trekker vi den driftsrelaterte gjelden fra den totale gjelden tilsvarende NOK 31 617 789 og får NOK 7 971 363. Dette tilsvarer posten gjeld til kredittinstitusjoner som vi har antatt i sin helhet er rentebærende kassekreditt. Markedsverdien på den finansielle gjelden er dermed verdsatt til NOK 7 971 362. Totalkapitalen på NOK 21 971 363 finner vi ved å summere markedsverdien på egenkapitalen og gjelden. Det veide avkastningskravet til STF, som vi vil benytte til å neddiskontere kontantstrømmen fra fremtidsregnskapet blir dermed som følger:

$$WACC = \frac{14\,000\,000}{21\,971\,363} * 6,01\% + \frac{7\,971\,363}{21\,971\,363} * 12,96\% = 8,53\%$$

⁷⁶ Start Toppfotball AS, årsregnskap med noter 2009

8.0 Fremtidsregnskap

8.1 Innledning

Vi skal nå sette opp et fremtidsregnskap på bakgrunn av STF's regnskapstall. Det vil da være av stor betydning hvilken tidshorisont som velges og hvor spesifikt regnskapet er. Fremtidsregnskapet er nødvendig for å finne fremtidige kontantstrømmer, som igjen danner grunnlaget for å bestemme et verdiesimat på STF. Vi kan skille den kontantstrømbaserte verdsettelsen av STF i to deler. I den første delen av prognosen vil vi gjøre en vurdering av forventet utvikling i inntekter, kostnader, investeringer og endringer i arbeidskapital for de kommende årene. I siste del av prognosen kommer vi frem til en terminalverdi for STF. Terminalverdien beregnes ved prognoseperiodens slutt og fra dette tidspunktet antas det en evig konstant vekst.

For å sikre et mest mulig riktig estimat for STF's verdi, 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 medfører at man kan verdsette selskapet ved hjelp av en formel som sikrer evig vekst.⁷⁷ Situasjonen med "steady state" vil i budsjettet bli sett på som et slags bindeledd mellom dagens situasjon med variabel vekst og evig konstant vekst i fremtiden.

8.1.1 Valg av budsjettthorisont

Vårt valg av budsjettthorisont er foretatt etter en skjønnsmessig vurdering. Fremtidsprognoser på 10 til 15 år frem i tid vil være svært usikre da det er vanskelig å spå hvordan utviklingen i inntekts- og kostnadsnivået vil bli så langt inn i fremtiden. Fotballbransjen, som STF befinner seg i, må ses på som en moden og relativt stabil bransje, og er derfor i nærheten av å være i en situasjon med "steady state". Vi har dermed valgt en budsjettthorisont som strekker seg over 5 år, fra 2010-2014. Vi vil på bakgrunn av de budsjetterte tallene for denne perioden gjøre en prognose på hva som vil være en realistisk langsiktig utvikling for STF. Normalåret som er utgangspunktet for verdsettelsen av STF's terminalverdi vil være 2015.

⁷⁷ Koller, T. et. al. (2005)

8.1.2 Vekstanalyse

For at vi skal kunne utarbeide den budsjetterte fremtidige kontantstrømmen til STF er det først nødvendig å gjennomføre en vekstanalyse på bakgrunn av den historiske utviklingen i de aktuelle økonomiske nøkkeltallene. Veksten måles ved å analysere den prosentvise endringen i de økonomiske nøkkeltallene fra en periode til en annen. Vekstfaktoren er en usikker størrelse som er vanskelig å bestemme på kort sikt, og det er derfor desto vanskeligere å finne et uttrykk for størrelsen på lengre sikt. I forbindelse med analysen vil det derfor være mulighet for feilvurderinger, men vi vil i neste kapittel gjennomføre en sensitivitetsanalyse som tar sikte på å luke ut disse.⁷⁸

Vi har som nevnt valgt en prognose periode på fem år fra 2010 til 2014 med normalår 2015. Fra og med 2015 antar vi at veksten i kostnadselementene vil øke med en konstant faktor for all fremtid tilsvarende veksten i inntektene. Vi er ute etter å finne et uttrykk for denne evige vekstfaktoren som vi kan benytte i våre prognoser. I utgangspunktet kan ikke et selskap ha en vekstfaktor som er større enn vekstfaktoren til økonomien som helhet. Det er viktig i denne forbindelse at uttrykket vi finner for selskapets evige vekst ikke er for høyt. En raskere vekstfaktor vil i tillegg føre til at selskapet blir urealistisk stort i forhold til den samlede økonomien. Vi vil derfor først finne et uttrykk for veksten til den samlede økonomien.

Historisk	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Snitt
BNP	2,00	1,50	1,00	3,90	2,70	2,30	2,70	0,70	-1,70	0,30	1,54
KPI-JAE	2,60	2,30	1,10	0,30	1,00	0,80	1,40	2,60	2,60	1,40	1,61
Nominell vekst	4,60	3,80	2,10	4,20	3,70	3,10	4,10	3,30	0,90	1,70	3,15

Tabell 8.1: Historisk utvikling i BNP, KPI-JAE og nominell vekst 2001-2010

Måten vi måler den fremtidige veksten i økonomien som helhet er å analysere den historiske utviklingen i bruttonasjonalprodukt (BNP) og inflasjon (KPI-JAE). Figur 8.1 viser den virkelige veksten i Norges økonomi for de siste ti årene (2001-2010). Gjennomsnittlig BNP i har de siste ti årene vært på rundt 1,54 %. Gjennomsnittlig inflasjon målt etter KPI-JAE har i samme periode vært 1,61 %. Dette gir en nominell vekst på 3,15 %.

Norges Bank styrer derimot på lang sikt mot et inflasjonsmål på 2,5 %, og en realvekst i BNP på rundt 3 %. Det forventede nominelle vekstanslaget på lang sikt vil dermed være 5,5 %.

⁷⁸ Koller, T. et. al. (2005)

Ved å ta utgangspunkt i den virkelige veksten i økonomien de siste ti årene, vil anslaget bli betydelig lavere enn det langsiktige målet som Norges Bank har satt for den samlede økonomien.⁷⁹

Det er, som vi ser, vanskelig å spå den evige veksten for økonomien basert på disse tallene. Vi velger derfor å se på Statistisk Sentralbyrå (SSB) sine prognoser for perioden 2011-2014 for å få et bedre inntrykk av hva som forventes. Som vi ser av figur 8.2 under, viser prognosene til SSB en økende nominell vekst fra 2,6 % i 2011 til 4,30 % i 2014. Ut i fra dette kan vi se at veksten nærmer seg det langsiktige målet på 5,5 % som Norges Bank styrer etter. Vi velger ut i fra SSB sine prognoser å bruke en langsiktig vekstfaktor på 5,0 % i våre budsjettanslag fra og med 2015. Grunnen til dette er at vi som nevnt har fastslått at fotballklubber generelt følger markedet på lang sikt. I tillegg er det svært usikkert om den siste tids lave nominelle vekst er representativ for veksten i fremtiden.⁸⁰

Prognose	2011	2012	2013	2014
BNP	1,60	2,90	2,60	2,40
KPI-JAE	1,00	1,10	1,60	1,90
Nominell vekst	2,60	4,00	4,20	4,30

Tabell 8.2: Prognose for utvikling i BNP, KPI-JAE og nominell vekst 2011-2014

På kort sikt er veksten derimot mer avhengig av interne forhold i klubben og bransjen generelt. Flere av disse forholdene ble diskutert innledningsvis i den strategiske analysen. Et av forholdene som klart vil påvirke den kortsiktige vekstraten til STF er om klubben kommer til å spille i Tippeligaen de neste årene eller ikke. Vi budsjetterer i utgangspunktet med at Start holder seg i Tippeligaen, men det er klart at et eventuelt nedrykk til Adeccoligaen vil påvirke veksten til klubben i negativ retning. Det er umulig for oss i skrivende stund å spå utfallet av årets bunnstrid i Tippeligaen. Faktumet er uansett at Start har slitt igjennom hele sesongen, og ikke har klart å spille seg til gode resultater. På kort sikt ønsker vi ut i fra forsiktighets perspektiv å være noe mer nøytrale i våre vekstanslag.

Vi vil nå gjennomgå de viktigste økonomiske nøkkeltallene som inngår i beregningen av EBITDA for å komme frem til den budsjetterte fremtidige kontantstrømmen til STF. Måten vi gjør dette på er å bruke det historisk omgrupperte regnskapet som vist i kapittel 5.4 til å

⁷⁹ Norges Bank, Målet for pengepolitikken

⁸⁰ Ssb.no, Svak vekst ute demper norsk oppgang

prognostisere veksten de neste fem årene. Grunnen til at vi kun benytter tallene for de seneste årene som kilde er fordi dette er det beste grunnlaget vi har for å finne et uttrykk for veksten på kort sikt. Etter at vi har gjennomgått de ulike postene, vil vi i neste kapittel bruke den budsjettere fremtidige kontantstrømmen til å fastsette en verdi på aksjene i STF.

8.2 Inntekter

I dette kapitlet vil vi gå gjennom de ulike inntektspostene i STFs resultatregnskap, samt å utarbeide prognoser for forventet utvikling i inntektene frem mot 2014. I den aktuelle budsjettperioden vil de ulike inntektene ha forskjellige drivere som gjerne avviker en del fra den evige konstante vekstraten.

8.2.1 Sponsorinntekter

Sponsorinntekter er i tillegg til billettinntekter regnet for å være en fotballklubbs aller viktigste inntektsgrunnlag. Dette er også tilfellet i STF hvor sponsorinntektene utgjør en betydelig del av de totale driftsinntektene. Tabellen under gir en oversikt over endringen i sponsorinntekter de siste årene.

Historisk	2006	2007	2008	2009	Snitt
Sponsorinntekter	14 700 299	23 523 963	19 193 358	23 163 000	20 145 155
Vekst	-	60,0 %	-18,4 %	20,7 %	20,8 %

Tabell 8.3: Historisk utvikling i posten sponsorinntekter, 2006-2009

Som vi ser av tabellen, har sponsorinntektene i snitt økt med omtrent 20 % i perioden fra 2006 til 2009. Den solide økningen i sponsorinntektene i 2007 kommer som tidligere nevnt av at Start tok i bruk Sør Arena dette året og var dermed et svært interessant sponsorobjekt for næringslivet. En snarvisitt i Adeccoligaen det påfølgende året forklarer dette årets negative utvikling, mens tallene for 2009 igjen var på nivå med inntektene fra 2007-regnskapet.

Det ville vært naturlig om finanskrisen førte til en merkbar nedgang i sponsingen av fotballklubber, men dette virker ikke å være tilfellet. Lokale og nasjonale bedrifter ser helt klart eksponeringsverdien av å sponse et Tippeligaenlag og selv om de økonomiske rammene for en del bedrifter er blitt svekket prioriterer mange fortsatt å sponse fotballen. For 2010-

sesongen bekreftet Start's sponsoransvarlige, Christer Paulsen, at klubben ville motta 28 millioner kroner i sponsorinntekter.⁸¹ Klubben hadde også budsjettet med en slik størrelse og dette var en økning på rundt 20 % i forhold til 2009.

Det vil være i overkant optimistisk å forvente at en økning på 20 % i sponsorinntekter vil vedvare i flere år fremover. Dette med bakgrunn i at markedet på et tidspunkt mettes. Samtidig forteller Christer Paulsen at Start's sponsorbudsjett for 2011-sesongen er i underkant av 30 millioner kroner.⁸² Sammenlignet med året før er dette en langt lavere vekstrate og er muligens en pekepinn på hvordan utviklingen vil bli fremover. Samtidig er det positivt at flesteparten av avtalene ble reforhandlet og fornyet. Dette tyder på fortsatt god interesse fra næringslivet. Vi forventer at sponsorkronene fortsatt vil strømme inn jevnt og trutt de neste årene som følge av fornyet optimisme, men at veksten på lengre sikt vil flate noe ut.

Vår prognose av sponsorinntektene i STF gir altså en vekst på 20 % for det første året av budsjettperioden. For 2011 vil derimot økningen bli en del lavere og vi anslår en vekst på 3,5 % med bakgrunn i uttalelsene fra sponsoransvarlig i Start. For de påfølgende årene forventer vi som sagt en jevn økning i sponsormidler. Vi anslår en årlig vekst på 5 % i 2012 og deretter en beskjeden årlig økning frem til og med 2014. Veksten på lengre sikt settes til samme vekstrate som den generelle veksten i markedet, og gir en evig konstant på 5 %.

Prognose	2010	2011	2012	2013	2014
Sponsorinntekter	20,0 %	3,5 %	5,0 %	6,0 %	7,0 %

Tabell 8.4: Prognose for posten sponsorinntekter, 2010-2014

8.2.2 Billetttinntekter

STF har de siste årene hatt en reduksjon i de samlede billetttinntektene. Hovedgrunnen til dette er først og fremst reduksjonen i antall publikummere på kampene, og de svært varierende sportslige resultatene. Effekten av åpningen av Sør Arena i 2007 ble også kortvarig da klubben rykket ned i Adeccoligaen samme år. Da Start rykket ned i 2007 tapte klubben over 15 millioner kroner i billetttinntekter, og siden den gang har det gjennomsnittlige tilskuertallet sunket fra 10516 til 8108 i 2010. Det er fremdeles usikkert om bunnen er nådd ettersom klubben også har hatt en uvanlig svak 2011-sesong. Mye tilsier at de samlede billetttinntektene vil reduseres ytterligere hvis sesongen ender med nok et nedrykk for klubben.

⁸¹ Tv2.no, ”-Tippeliga-klubbene sponses med 588,5 millioner kroner”

⁸² Ikstart.no, ”Stor sponsor-interesse”

Historisk	2006	2007	2008	2009	Snitt
Billettinntekter	14 695 238	28 193 784	12 701 575	20 595 066	19 046 416
Vekst	-	91,9 %	-54,9 %	62,1 %	33,0 %

Tabell 8.5: Historisk utvikling i posten billettinntekter, 2006-2009

Som vi ser ut i fra den historiske utviklingen fra 2006-2009 i tabell 8.5, avhenger utviklingen i billettinntektene først og fremst av om klubben spiller i Tippeligaen eller ikke. Billettinntektene i denne sammenhengen stammer kun fra kampene i Tippeligaen. Da klubben rykket ned i 2007, ser vi at inntektene ble mer enn halvert fra 2007 til 2008 sesongen.

Nedrykket fikk i tillegg uheldige virkninger siden klubben samme år ble presset til å nedskrive verdien på spillere som ble fristilt i forbindelse med nedrykket. I 2009 økte inntektene med 62,1 % i takt med at klubben igjen befant seg i Tippeligaen. Likevel kom det ikke like mange publikummere på kampene av flere og ulike grunner. Finanskrisen var på sitt verste, og folk flest valgte derfor det billigste alternativet ved å se kampene hjemme på TV i tråd med den teknologiske utviklingen. Dette gjorde utfordringene til Start større og klubben ble dermed presset til å øke billettprisen, til stor irritasjon for Startsupporterne.

Som nevnt i den strategiske analysen har publikumsoppmøte på kampene i Tippeligaen generelt vært synkende de siste årene. Dette skyldes helt klart den økte eksponeringen fra media, og at de fleste kamper er tilgjengelig gjennom ulike medium som TV, internett og radio. Dette gjør at den jevne supporter i stor grad får dekket sitt behov for fotballunderholdning uten at man nødvendigvis trenger å møte opp på kamp. Er man over snittet interessert i fotball, kan man også på denne måten følge alle de utenlandske ligaene, og ofte er kvaliteten på disse kampene langt bedre enn hva den norske ligaen kan tilby.

I 2009 ble Tippeligaen utvidet fra 14 til 16 lag. Hovedgrunnen til dette var at klubbene ønsket et større inntektsgrunnlag, og mange mente dette ville gi et sportslig og økonomisk løft i en ellers urolig økonomisk periode. Behovet for økt eksponering, og økte billettinntekter ble vektlagt fordi klubbene fikk to ekstra hjemmekamper å hente inntekter fra. Mange klubber så også sitt snitt til å øke prisene på sesongkort med en begrunnelse i at det ble gjennomført flere kamper enn før. I ettertid har det vist seg at dette kanskje ikke har vært til det beste for Tippeligaen, da det hevdes at nivået og konkurransen blant klubbene er blitt dårligere. Når nivået svekkes vil også tilskuertallene på kampene bli lavere ettersom underholdnings-verdien synker. Innføringen av mandagskamper ble i tillegg ikke godt mottatt av klubbene og supporterne, fordi mange ikke har muligheten til å møte opp på mandagskveldene for å se

fotballkamp. Dette har vært noen av argumentene for at det generelle tilskuerantallet og billettinntektene har vært synkende de siste årene.

Når det gjelder årene fremover, forventer vi likevel en marginal vekst i billettinntektene da vi antar at klubbene presses til å videreutvikle fotballen til et rent underholdningsprodukt. Dette innebærer at klubbene i større grad flytter fokuset fra den trofaste supporter til en mer helhetlig underholdningsopplevelse for hele familien. I tillegg er det vedtatt at mandagskampene flyttes til fredagen slik at flere har muligheten til komme på kampene. Dette vil kunne generere ekstra inntekter siden flere har muligheten til å bruke fridagene i helgen til å komme på kamp. For å øke interessen ytterligere for norsk fotball, er det avgjørende at det generelle nivået blir høyere i fremtiden.

Undersøkelser viser likevel at et lag som rykker ned fra Tippeligaen i snitt har en tilskuersvikt på 25 %, og med utgangspunkt i dagens tilskuersnitt på rundt 8108, og en billettpris på 200 kroner kan dette føre til en inntektssvikt på rundt 5,5 millioner kroner.⁸³ Den budsjetterte veksten i billettinntektene avhenger derfor hovedsakelig av at klubben fortsatt kan spille Tippeligafotball i 2012. Vi er usikre på hvordan utviklingen på lengre sikt vil komme til å bli, så vi budsjetterer etter forsiktighetsprinsippet med en vekst på mellom 2,5 % og 5 % for de neste årene. Veksten fra og med 2015 fastsettes tilsvarende prognosene til SSB som gir en evig konstant på 5 %.

Prognose	2010	2011	2012	2013	2014
Billettinntekter	-5,0 %	0,0 %	2,5 %	5,0 %	5,0 %

Tabell 8.6: Prognose for posten billettinntekter, 2010-2014

8.2.3 Spillersalg

Spillersalg er en av de mest usikre postene i regnskapet, og kanskje en av de vanskeligste postene å prognostisere. Grunnen til dette er at man til en hver tid ikke kan fastsette en eksakt verdi på spillergruppen da denne påvirkes av både spillernes enkeltprestasjoner, og hvorvidt klubben oppnår suksess eller ikke. Verdiene som klubben har bundet opp i spillere er som følge av dette av en svært varierende størrelse, og ofte er det kun tilfeldigheter som avgjør om en spiller blir solgt eller ikke. I tillegg er klubbene som regel ikke interesserte i å avsløre ovenfor sine konkurrenter hva man mener er en riktig pris på hver enkelt spiller. Dette fordi

⁸³ Sornett.no, ”Start vil tape over 12 millioner på nedrykk”

det kan stille klubben i en ufordelaktig posisjon når det kommer til forhandlinger om disse spillerne, og gi en lavere pris enn forventet. Selv om det de siste årene har vært en merkbar nedgang i antall spilleroverganger, er så absolutt ikke inntekter fra spillersalg en ubetydelig post i regnskapet. I enkelte tilfeller kan et salg bidra til et økonomisk løft for klubben slik at man ender opp med et positivt resultat i en periode. Start er blant klubbene som har tatt konsekvensen av utviklingen i overgangsmarkedet, og budsjetterer vanligvis ikke med inntekter fra spillersalg.⁸⁴

Salgsavtalene mellom klubbene har vært omdiskutert og kritisert de siste årene. Flere overgangssaker har havnet i rettssystemet som følge av mange og kompliserte regler. Dette kan best eksemplifiseres ved salget av Anthony Annan til Rosenborg tilbake i 2008. Avtalen som ble inngått inneholdt en videresalgsavtale der det fremgikk at Start hadde rett på en prosentandel av en fremtidig salgssum. Anthony Annan ble videresolgt fra Rosenborg til den tyske storklubben Schalke for 22 millioner kroner i januar 2011. Rosenborg nektet imidlertid å betale Start de 2,5 millioner kronene de hadde krav på. Dette som følge av en regel som sier at en slik videresalgsavtale kun gjelder i to år dersom ingenting annet er spesifisert i kontrakten. Det er per dags dato uklart om STF vil få pengene tilknyttet salget, men hvis ikke klubbene klarer å bli enige kan saken ende i idrettens voldgiftsnemnd eller i det sivilrettslige systemet. Utfallet av rettsaker i denne sammenhengen kan derfor i teorien også påvirke posten spillersalg.⁸⁵

Som vi ser er det salg og videresalg til utenlandske klubber som er mest ettertraktet, og som oftest gir den største avkastningen. Spillersalg i Norge er ikke like innbringene, og som regel er overgangssummene på et helt annet nivå i forhold til det utenlandske markedet. Dette gjør at antall spillersalg og prisen på spillerne ofte henger sammen med hvordan utenlandske klubber oppfatter kvaliteten på de norske spillerne.

Mange klubber satser derfor på unge talenter og spillerutvikling for å kunne videreselge disse til utenlandske klubber. I utlandet er dette også mer vanlig, og ofte har de store klubbene egne fotballakademier som spesialiserer seg på å trene og utvikle unge talenter. Det legges i større grad opp til at ungdommene får prøvespille for de store klubbene, og fokuset på prestasjon er større. Dette er noe de norske eliteseriekubbene kan bli bedre på, og det ligger åpenbart et stort potensiale i å tjene gode penger på spillerutvikling også i Norge.

⁸⁴ Aftenposten.no, "Nye budsjettkutt i Start "

⁸⁵ Aftenposten.no, "RBK venter på Aalesund, nekter å betale Start Annan-millioner"

Det er i tillegg blitt mer vanlig for norske klubber å spekulere i å kjøpe billige utenlandske talenter med stort potensial og senere selge disse videre med fortjeneste. Spillere som Anthony Annan og Christian Bolaños er eksempler på dette. Start har per dags dato blant annet den afrikanske trioen Solomon Owello, Olufemi Oladapo og Ernest Asante i stallen. Ledelsen i Start har trolig som formål å selge minst en av dem med fortjeneste etter noen års erfaring fra Tippeligaen.

Det må også nevnes at det alltid er forbundet en viss risiko knyttet til slike spillerinvesteringer. Dersom de aktuelle spillerne og klubben ikke har sportslig suksess, er det lite som tilsier at andre klubber vil være interessert i å kjøpe. Risikoen for en klubb som Start er at man satser tungt sportslig og investerer i kvalitetsspillere, for så å rykke ned fra den øverste divisjonen. Ved et eventuelt nedrykk vil ikke klubbene ha råd til å beholde spillerne med de største lønningsposene, og er derfor avhengig av at andre klubber kjøper dem. En annen løsning er at de aktuelle spillerne godtar et lønnskutt. I det siste har vi sett nettopp en slik situasjon i Start, der klubben har ventet med å skrive kontrakt med opptil flere av spillerne siden klubben står i fare for å rykke ned.

Det er forståelig at de beste spillerne ønsker å forbli på det øverste nivået i Norge. For enkelte kan det derfor være aktuelt å kreve en nedrykksklausul ved kontraktinngåelse. En spiller med en slik klausul vil stå fritt til å forlate klubben ved et nedrykk dersom en annen klubb byr en sum, som på forhånd er fastsatt i kontrakten. Klubbene kan forsøke å utelate klausulen i kontraktsforhandlingene, men dette er gjerne et krav fra spilleren og hans agent. Samtidig vil det kunne oppstå en situasjon hvor spillere i realiteten ikke har økonomiske incentiver til å prestere maksimalt på banen, hvis det er fare for at klubben rykker ned. Dette er et av problemene i fotballbransjen, og er kanskje noe av grunnen til at å investere i en fotballklubb er utsatt for stor risiko.

Grunnlaget for den videre analysen av posten spillersalg vil være den historiske utviklingen som vi kom frem til i det omgrupperte regnskapet for STF. Dette er det beste grunnlaget vi har for å kunne estimere utviklingen i posten spillersalg. Som vi ser av tabellen under, har inntektene fra spillersalg som forventet vært svært varierende i perioden 2006-2009. Vi velger derfor å fokusere på de faktiske tallverdiene istedenfor den prosentvise veksten. Grunnen til dette er at den historiske prosentvise veksten sier svært lite om hva som kommer til å skje i fremtiden. For å få en oversikt over hvordan posten spillersalg vil utvikle seg er det derimot

mer hensiktsmessig å analysere spillergruppen, og vurdere mulighetene for salg og sannsynligheten for at dette vil skje på kort eller lang sikt.

Historisk	2006	2007	2008	2009	Snitt
Spillersalg	0	11 198 200	26 918 560	1 770 025	9 971 696
Vekst	-	-	140,4 %	-93,4 %	23,5 %

Tabell 8.7: Historisk utvikling i posten spillersalg, 2006-2009

Når det gjelder prognosen for årene fremover, er det lite som tilsier at man i STF vil se de helt store gevinstene fra spillersalg. Med tanke på at klubben ikke har gjort de største investeringene i spillergruppen de siste årene, er det derfor naturlig at vi i våre prognoser på kort sikt anslår relativt lave inntekter knyttet til spillersalg. På lengre sikt er det derimot muligheter for en økning i denne posten hvis man velger å utvide satsningen og utviklingen av unge talenter. Dette er nok veien å gå for de fleste norske klubber med begrensede midler, og gjør det mulig å oppnå gevinst uten å måtte gjøre store investeringene.

Start har tidligere vært ledende innen talentutvikling og bruken av lokale spillere. Klubben er samtidig flaggskipet og den eneste storklubben på Sørlandet og bør derfor sikre seg de største talentene rundt omkring i de lokale klubbene i distriktet. Vi tror at Start på lengre sikt vil kunne oppnå bedre resultater på dette området ettersom det er tradisjon for dette i klubben. Mange klubber inkludert Start kan uansett bli presset til å fokusere mer på talentutvikling som følge av dårlige økonomiske tider.

I tabell 8.7 nedenfor fremkommer våre prognoser for årene 2010 til 2014. Med utgangspunkt i den nåværende spillerstallen til Start velger vi ut i fra et forsiktighetsperspektiv å være noe nøkterne i våre anslag på kort sikt. I 2010 budsjetteres det med et salg av Christian Bolaños, mens vi for de påfølgende årene antar at klubben kun vil motta små beløp knyttet til spillersalg. Det er vanskelig å forutse fremtidige salg så derfor er vi av den oppfatningen av å budsjettere med en jevn vekst er bedre enn høye inntekter i enkelte år. Fra og med 2015 velger vi å budsjettere med en moderat økning tilsvarende SSBs prognoser for den langsiktige veksten på 5 %.

Prognose	2010	2011	2012	2013	2014
Spillersalg	5 000 000	1 000 000	2 000 000	3 000 000	4 000 000
Vekst	182,5 %	-80,0 %	100,0 %	50,0 %	33,3 %

Tabell 8.8: Prognose for posten spillersalg, 2010-2014

8.2.4 Markeds-/medieinntekter NTF

STF mottar hvert år et tilskudd fra Norsk Toppfotball (NTF) som følge av markeds-/medieavtalen. Dette tilskuddet fordeles mellom lagene i Tippeligaen og Adeccoligaen basert på tre størrelser. Hver klubb mottar et fastsatt beløp som fordeles likt mellom alle klubbene. I tillegg får klubbene en andel basert på tabellplassering og antall TV-kamper laget deltar i. I tabellen under ser vi årlig endring i inntektene fra NTF historisk sett.

Historisk	2006	2007	2008	2009	Snitt
Markeds/medieavtale NTF	10 350 556	9 344 369	3 260 683	7 261 833	7 554 360
Vekst	-	-9,7 %	-65,1 %	122,7 %	16,0 %

Tabell 8.9: Historisk utvikling i posten markeds-/medieinntekter NTF, 2006-2009

I 2006 endte Start på sjetteplass i Tippeligaen, som også er klubbens beste tabellplassering av årene som er med i analysen. Starts overraskende sølvmedalje fra året før bidro også til at laget fikk større oppmerksomhet og derfor i større grad ble vist på TV, noe som reflekteres i beløpet klubben fikk fra avtalen med NTF. Den ujevne prosentvise veksten i perioden forklares med nedrykket fra Tippeligaen i 2007, og medfører langt lavere inntekter i 2008.

Fra 2009 ble det inngått en ny og forbedret medieavtale som skulle sikre bredere dekning av norsk fotball for fire år fremover. Avtalerammen ga norsk fotball hele 1,2 milliarder kroner i inntekter. I tillegg må abonnementsinntekter fra internett og betal-TV på omtrent 200 millioner kroner tas med i beregningen. Målet med avtalen var å sikre klubbens inntektsgrunnlag samtidig som økt mediedekning av norsk fotball ville føre til at publikum kommer til arenaene for å støtte laget sitt.⁸⁶

STFs medieinntekt i 2009 tyder ikke på at klubben kan forvente å få høyere inntekter fra NTF som følge av den nye avtalen, men at beløpet blir omtrent det samme som de andre årene i Tippeligaen. For 2010 anslår vi derfor at medieinntektene øker med 5 % ettersom Start havnet en plass høyere på tabellen enn i 2009. I 2011 budsjetterer vi med negativ vekst siden prestasjonene på fotballbanen har vært svakere. I tillegg har antall TV-kamper vært på omtrent samme nivå som i 2010. På lengre sikt vil det derimot være muligheter for en liten økning ved bedre sportslige resultater og når medieavtalen skal fornyes etter fire år.

⁸⁶ NFF, ”Bredere dekning av norsk fotball de neste fire årene”

Fra 2012 anslår vi en årlig vekst på 5 %, og deretter en liten økning de neste to årene, mens fra 2015 benytter vi en evig vekstfaktor på 5 % på lik linje med de andre inntektspostene.

Prognose	2010	2011	2012	2013	2014
Markeds/medieavtale NTF	5,0 %	-5,0 %	5,0 %	6,0 %	7,0 %

Tabell 8.10: Prognose for posten markeds-/medieinntekter NTF, 2010-2014

8.2.5 Annen driftsinntekt

Annen driftsinntekt samler opp resten av inntektene som genereres i STF. De mest betydelige inntektskildene er tilknyttet Sør Arena. Dette innebærer blant annet utleie av lokaler, kurs & konferanser, kiosksalg og billettsalg ved konserter og ellers andre salgsinntekter.

Historisk	2006	2007	2008	2009	Snitt
Annen driftsinntekt	5 327 311	29 942 656	23 604 846	22 949 094	20 455 977
Vekst	-	462,1 %	-21,2 %	-2,8 %	146,0 %

Tabell 8.11: Historisk utvikling i posten annen driftsinntekt, 2006-2009

Med unntak av 2006, er tallene i perioden nokså jevne. Åpningen av Sør Arena i 2007 medførte et langt høyere inntektsgrunnlag for klubben både på kampdag, men også ved at infrastrukturen til de grader ble oppgradert. Som konsertarena ble som tidligere nevnt Sir Elton John den første til å opptre. Senere har både Dolly Parton og A-ha gjestet arenaen. Konserter av dette slaget bidrar til en liten ekstrainntekt for klubben, men er ikke en post det kan forventes å ha årlig.

Fremtidsprognosene for denne posten er usikre, men det kan være fornuftig å forutsette en økonomisk nedgang som følge av finanskrisen. De nye eierne i STF uttalte at klubben budsjetterte med 69 millioner kroner i totale inntekter i 2010, en nedgang fra året før.⁸⁷ Siden de andre inntektspostene ikke forventes å bli redusert i særlig grad, er det naturlig å anta at det er posten annen driftsinntekt som blir mindre. Vi anslår derfor en reduksjon på 10 % i annen driftsinntekt for 2010. I 2011 forventes en ytterligere reduksjon på inntektssiden med omtrent 7 %.

En slik reduksjon i inntektsnivået kan derimot ikke fortsette i all fremtid. Dersom Start igjen for sving på makrellfotballen og klubben får utnyttet ressursene på Sør Arena på en tilfredsstillende måte, ser fremtiden igjen lys ut. Vi anslår at etter to år med en reduksjon i

⁸⁷ Aftenposten.no, "Slik blir Start-budsjettet"

inntekts- og kostnadsnivået vil inntektene forbli uforandret i 2012. For de påfølgende årene antar vi en jevn vekst på rundt 5 % årlig i annen driftsinntekt frem mot normalåret. Veksten fra 2015 anslås også her til å være lik evig konstant årlig vekst på 5 %.

Prognose	2010	2011	2012	2013	2014
Annen driftsinntekt	-10,0 %	-7,0 %	0,0 %	5,0 %	5,0 %

Tabell 8.12: Prognose for posten annen driftsinntekt, 2010-2014

8.3 Kostnader

Det neste steget i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet er å sette opp prognoser på forventede fremtidige kostnader. Vi har i det følgende valgt å skille prognosene mellom kostnader knyttet til leie av markedsrettigheter, og har samlet resten i posten annen driftskostnad.

8.3.1 Leie av markedsrettigheter

Leie av markedsrettigheter er en kostnadspost som kan sies å inneholde flere ulike kostnadselementer. Som vi har nevnt tidligere, har IK Start og STF en løpende samarbeidsavtale. Gjennom denne avtalen er STF forpliktet til å overføre nok penger til klubbens konto slik at klubben kan greie å betale alle sine driftskostnader. Posten leie av markedsrettigheter er nettopp dette vederlaget som skal dekke disse kostnadene til driften av toppfotballavdelingen. Dette innebærer hovedsakelig lønnskostnader til tippeligaspillerne, men også andre løpende forpliktelser.⁸⁸

Historisk	2006	2007	2008	2009	Snitt
Leie av markedsrettigheter	10 467 783	44 163 964	39 057 268	39 923 746	33 403 190
Vekst	-	321,9 %	-11,6 %	2,2 %	104,2 %

Tabell 8.13: Historisk utvikling i posten leie av markedsrettigheter, 2006-2009

Posten leien av markedsrettigheter utgjør hovedsakelig lønnskostnader til spillerne, og det er mye som tilsier at denne bør varierer i takt med lønnskostnadene. Det vil derfor i denne forbindelse være nyttig å se på hvor stor andel av denne posten som faktisk medgår til å dekke lønnskostnadene til klubben. I tabell 8.13 finner vi utviklingen i leien av markedsrettighetene og i tabell 8.14 finner vi lønnskostnadene til IK Start for perioden 2006-2009. Som vi ser, er det en direkte sammenheng mellom lønnskostnadene og leien av markedsrettighetene.

⁸⁸ IK Start årsrapport med årsregnskap 2006-2009

Forskjellen tilsvarer ca. 10 millioner kroner hvert av årene som antas å gå med til å dekke andre løpende forpliktelser i IK Start. I tillegg observerer vi at leien av markedsrettighetene så vel som lønnskostnadene varierer i liten grad fra år til år. Dette underbygges i tillegg av at klubben har bekreftet at man har hatt som mål å holde lønnskostnadene så stabile som mulig de siste årene.

Historisk	2006	2007	2008	2009	Snitt
Lønnskostander (IK Start)	27 742 000	32 183 000	33 942 000	30 561 000	31 107 000
Vekst	-	16,0 %	5,5 %	-10,0 %	3,8 %

Tabell 8.14: Historisk utvikling i posten lønnskostnader for IK Start, 2006-2009

I årene fremover antar vi også at utviklingen vil holde seg relativt stabil. Leien av markedsrettighetene vil i stor grad følge den generelle veksten i markedet, og utviklingen i lønnskostnadene til IK Start. I 2010 er det lite sannsynlig at leien av markedsrettigheter øker da lønnskostnadene antas å holde seg på tilsvarende nivå som i 2009. Fra og med 2011 budsjetterer vi derimot med en marginal vekst i disse kostnadene på 2,5 %. Vi antar at denne veksten vil opprettholdes i årene fremover, og velger å være forsiktige i våre kortsiktige prognoser. Fra og med 2015 forventer vi derimot en evig konstant vekst på 5 % i tråd med prognosene fra SSB.

Prognose	2010	2011	2012	2013	2014
Leie av markedsrettigheter	0,0 %	2,5 %	2,5 %	3,0 %	3,0 %

Tabell 8.15: Prognose for posten leie av markedsrettigheter, 2010-2014

8.3.2 Annen driftskostnad

Dette blir en oppsamlingspost for stort sett alle STF's kostnadsposter. Denne posten inneholder såpass mange forskjellige typer kostnader at den blir vanskelig å analysere. Blant de kostnadene som fører til størst utlegg kan vi nevne kostnader knyttet til kampdag, drift og leie av arena og treningsanlegg, lønn til ansatte i STF samt annonse- og sponsorkostnader.

Historisk	2006	2007	2008	2009	Snitt
Annen driftskostnad	12 909 819	64 431 229	79 138 404	44 493 699	50 243 288
Vekst	-	399,1 %	22,8 %	-43,8 %	126,0 %

Tabell 8.16: Historisk utvikling i posten annen driftskostnad, 2006-2009

Som følge av omfanget av denne posten, er det ingen overraskelse at den varierer mye fra år til år. Det er samtidig positivt at annen driftskostnad nesten er halvert fra 2008 til 2009.

I forbindelse med budsjettet for 2010 forventet STF en nedgang i inntektene. Det samme er tilfellet for kostnadene dette året og de totale kostnadene i budsjettet er forventet å synke med rundt 10 %. Også i 2011 er det budsjettet med kostnadskutt i henhold til kostnadsreduksjonsplanen. Selv om Start har lagt seg på ei nøktern linje økonomisk de siste par årene, vil de øke ressursene på talentsatsing.

Vi konkluderer med at STF klarer å redusere kostnadene i perioden fra 2010 til 2012. I de påfølgende årene anslår vi at annen driftskostnad vil øke noe igjen som en følge av økt aktivitet og inntektsgrunnlag i STF. Frem mot normalåret i 2015 vil vi også for kostnadene anslå en årlig vekst på omtrent 5 %.

Prognose	2010	2011	2012	2013	2014
Annen driftskostnad	-10,0 %	-7,5 %	-2,5 %	2,5 %	5,0 %

Tabell 8.17: Prognose for posten annen driftskostnad, 2010-2014

8.4 Investeringer

For at vi skal kunne finne det endelige uttrykket for den fremtidige kontantstrømmen, må vi også utarbeide en prognose for utviklingen i driftsinvesteringene i årene fremover. Driftsinvesteringen må sammen med endringen i arbeidskapitalen trekkes fra EBITDA for å finne det endelige uttrykket for den operasjonelle kontantstrømmen. Som for de andre postene baserer vi prognosen vår på den historiske utviklingen i perioden 2006-2009.

Historiske driftsinvesteringer	2006	2007	2008	2009	Snitt
Innbetalinger salg av spillerrettigheter	0	8 059 434	11 739 695	5 850 025	6 412 289
Utbetalinger kjøp av spillerrettigheter	-7 169 042	-34 036 672	-9 773 594	-874 250	-12 963 390
Innbetalinger salg av varige driftsmidler	0	0	0	0	0
Utbetalinger kjøp av varige driftsmidler	-456 307	-805 040	-634 699	-322 242	-554 572
Netto driftsinvesteringer	-7 625 349	-26 782 278	1 331 402	4 653 533	-7 105 673
Sum driftsinnt. (fra STFs resultatregnskap)	20 027 610	102 202 972	85 679 022	75 739 018	-
Driftsinvesteringer i % av driftsinntekter	38,1 %	26,2 %	1,6 %	6,1 %	18,0 %

Tabell 8.18: Historisk utvikling i STFs driftsinvesteringer, 2006-2009

Som vi ser av tabellen over, utgjør kjøp og salg av spillerrettigheter den største delen av klubbens driftsinvesteringer. Dette er vanlig for de fleste fotballklubber og vil forekomme i større eller mindre grad basert på hvilket nivå klubben befinner seg. Optimalt sett bør

innbetalinger ved salg av spillerrettigheter i snitt være større en utbetaling ved kjøp. Dette er et til dels uoppnåelig mål for de fleste fotballklubber som har ambisjoner om å bli et topplag i Tippeligaen, og det var heller ikke tilfellet for STF i perioden 2006-2009.

De gjennomsnittlige utbetalingene ved kjøp i perioden var omtrent dobbelt så store som innbetalingene ved salg. Dette skyldes hovedsakelig investeringene som ble gjort i 2007-sesongen der flere sentrale spillere ble kjøpt i forbindelse med optimismen fra de to tidligere sesongene og den forestående åpningen av Sør Arena. Netto investeringer i spillerrettigheter og investeringer i driftsmidler endte i 2007 med et underskudd på hele NOK 26 782 278. Samlet i perioden er det i snitt brukt rundt 18 % av driftsinntektene på investeringer i spillere

Det skal nevnes at også investeringer i varige driftsmidler er med i denne beregningen, men disse bærer i stor grad preg av å være engangsinvesteringer eller investeringer av ubetydelige størrelser. Kjøp av varige driftsmidler har i perioden 2006-2009 vært relativt stabilt, mens det ikke har forekommet salg av varige driftsmidler i denne perioden.

Prognose	2010	2011	2012	2013	2014	2015 (T)
Investeringer	3,0 %	3,0 %	4,0 %	4,0 %	5,0 %	5,0 %

Tabell 8.19: Prognose for STFs driftsinvesteringer i % av driftsinntektene

Når det gjelder prognosen for fremtiden, er det mye som tilsier at STF ikke kan opprettholde denne investeringsutviklingen i årene fremover. Investeringene i spillerrettighetene bør reduseres i forhold til det generelle inntektsnivået. Dette kan bety at klubben på kort sikt vil kunne bli presset til å satse på utviklingen av lokale talenter fremfor å gjøre større investeringer i allerede etablerte spillere. Dette vil muligens kunne gå ut over den sportslige satsingen, men for å få orden på klubbens videre utvikling mener vi at dette er nødvendig fra et økonomisk standpunkt. Som vi ser over i tabell 8.19 budsjetterer vi på kort sikt med en beskjeden vekst i driftsinvesteringen i % av driftsinntektene tilsvarende 3 - 4 %.

På lengre sikt ser vi ikke bort fra at klubben igjen kan øke investeringene ytterligere i takt med det generelle inntektsnivået. Vi antar derfor en langsiktig vekst i tråd med de generelle prognosene på rundt 5 %. Det avgjørende er at klubben først og fremst får orden på den nåværende økonomiske situasjonen, slik at forholdet mellom utbetalingene og innbetalingene utjevnes. Likevel er vi av den oppfatning at dette vil bli en stor utfordring for STF.

Som nevnt er det vanskelig, for ikke å si umulig for en klubb som har ambisjoner om å bli et topplag og ikke gjøre betydelige investeringer i spillergruppen.

Den eneste økonomisk forsvarlig måten å løse dette på er å finne alternative finansierings metoder. Dette kan for eksempel innebære økte midler fra sponsorer eller investorer, eller at man som klubb klarer å videreutvikle unge lokale talenter, slik at man kan selge disse med en fortjeneste som kan finansiere fremtidige spillerinvesteringer.

8.5 Arbeidskapital

I tillegg til å vurdere STF's fremtidige investeringer, må vi også anslå hvor stor endringen i arbeidskapitalen vil bli fremover. I følge Statistisk Sentralbyrå er arbeidskapitalen differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld.⁸⁹ I beregningen av arbeidskapitalen er det de driftsrelaterte omløpsmidlene og den ikke-rentebærende gjelden som skal tas med. En endring i arbeidskapitalen vil påvirke kontantstrømmen fra driften med enten positivt eller negativt fortegn. En nedgang i arbeidskapitalen vil frigjøre midler til andre bruksområder, og derfor bidra positivt på selskapets kontantstrøm, mens en økning vil ha motsatt effekt.

I tabell 8.20 ser vi den historiske endringen i STF's arbeidskapital som en prosentandel av omsetningen for perioden 2006-2009. Denne analyseperioden gir et noe vagt bilde av hva et normalt nivå på arbeidskapitalen vil være, men vi har ikke hatt tilgang til tidligere års utvikling i arbeidskapitalen.

Historisk arbeidskapital	2006	2007	2008	2009	Snitt
Operasjonelle eiendeler					
Operativ kontantbeholdning	245 040	332 956	321 802	357 842	
Varelager	0	0	62 371	59 850	
Kundefordringer	7 842 504	4 383 060	4 149 566	3 025 465	
Andre operasjonelle fordringer	31 822 134	5 923 863	1 434 248	7 586 565	
Ikke-rentebærende gjeld					
Leverandørgjeld	4 685 908	5 422 844	3 696 776	2 913 157	
Skyldig skatt og offentlige avgifter	1 367 646	2 001 564	1 398 729	671 815	
Annen kortsiktig gjeld	24 856 616	24 419 079	27 381 596	13 222 030	
Arbeidskapital	8 999 508	-21 203 608	-26 509 114	-5 777 280	-11 122 624
Arbeidskapital i % av driftsinntekter	44,9 %	-20,7 %	-30,9 %	-7,6 %	-3,6 %

Tabell 8.20: Historisk utvikling i STF's arbeidskapital, 2006-2009

⁸⁹ Ssb.no, "Definisjoner og begreper"

Vi ser her at det for årene 2007 og 2008 var en vesentlig reduksjon i arbeidskapitalen. Høy kortsiktig gjeld sammenlignet med postene på eiendelssiden, må ta skylden for dette. Ferdigstillelsen av Sør Arena i starten av 2007 medførte en reduksjon i aktivitetsnivået og kan også være en naturlig forklaring på nedgangen. Utviklingen i 2009 tyder derimot på at STF igjen er i ferd med å bygge opp arbeidskapitalen. Riktignok er veksten fortsatt med negativt fortegn, men den kortsiktige gjelden har blitt mer enn halvert i løpet av året.

Vi antar at utviklingen mot slutten av analyseperioden gir et riktig bilde av hvordan framtidsutsiktene vil bli. Vi anslår at nedgangen vil fortsette de kommende årene, men at veksten i arbeidskapitalen sakte men sikkert vil bygge seg opp igjen. På lang sikt vil den økonomiske aktiviteten mest sannsynlig igjen ha tatt seg opp, og vi budsjetterer da med en svak positiv vekst på 1 % i arbeidskapitalen.

Prognose	2010	2011	2012	2013	2014	2015 (T)
Arbeidskapital	-5,0 %	-5,0 %	-2,0 %	-2,0 %	1,0 %	1,0 %

Tabell 8.21: Prognose for STFs arbeidskapital i % av driftsinntektene

8.6 Kontantstrømprgnose

På bakgrunn av antakelsene vi har presentert ovenfor har vi nå tilstrekkelig informasjon til å komme frem til kontantstrømmer de neste årene. Vi benytter oss av en effektiv skattesats på 28 prosent for hele perioden, som er en lovpålagt sats for norske selskap som er skattepliktige. Kontantstrømmen er oppsummert i tabell 8.22.

Kontantstrømprgnose	2010	2011	2012	2013	2014	2015 (T)
Sponsorinntekter	27 795 600	28 768 446	30 206 868	32 019 280	34 260 630	
Billettinntekter	19 565 313	19 565 313	20 054 446	21 057 168	22 110 026	
Spillersalg	5 000 000	1 000 000	2 000 000	3 000 000	4 000 000	
Medieinntekter NTF	7 624 925	7 243 678	7 605 862	8 062 214	8 626 569	
Annen driftsinntekt	20 654 185	19 208 392	19 208 392	20 168 811	21 177 252	
Sum driftsinntekter	80 640 022	75 785 829	79 075 568	84 307 474	90 174 477	94 683 201
Leie av markedsrettigheter	39 923 746	40 921 840	41 944 886	43 203 232	44 499 329	46 724 296
Annen driftskostnad	40 044 329	37 041 004	36 114 979	37 017 854	38 868 746	40 812 184
Sum driftskostnader	79 968 075	77 962 844	78 059 865	80 221 086	83 368 076	87 536 479
Normalisert EBITDA	671 947	-2 177 015	1 015 703	4 086 388	6 806 401	7 146 722

Tabell 8.22: Kontantstrømprgnose etter skatt for STF i perioden 2010-2015

9.0 Verdsettelse av Start Toppfotball AS

Etter å ha foretatt en grundig analyse av fremtidsprognosene, blir neste steg å finne verdien av egenkapitalen. Verdien får vi ved å ta utgangspunkt i totalkapitalen, for deretter å trekke fra netto finansiell gjeld og justere for eventuelle skattefordeler. For å komme frem til verdien av totalkapitalen benytter vi den neddiskonterte kontantstrømmen i prognoseperioden fra 2010 til 2014, i tillegg til å finne et uttrykk for STFs terminalverdi.

9.1 Terminalverdi

Terminalverdien for et selskap er nåverdien som fremkommer ved å neddiskontere den evigvarende kontantstrømmen. I vår oppgave baseres terminalverdien på bakgrunn av kontantstrømmen i 2015. Dette året blir som tidligere nevnt regnet for å være STFs normalår og gir en pekepinn på hvordan den årlige driften vil bli seende ut i fremtiden.

Fordelen ved å benytte seg av en slik verdi er at vi enkelt får et uttrykk for selskapets totalkapital. Samtidig er det forbundet stor usikkerhet til terminalverdien ettersom normalåret ligger flere år frem i tid, og den neddiskonterte verdien utgjør en stor del av selskapets totale verdi. En annen ulempe med å beregne en slik terminalverdi er at den er svært sensitiv for endringer. Bare en liten endring i prognosen kan utgjøre en stor forskjell i selskapets totale beregnede verdi. Det er i denne forbindelse derfor avgjørende å gjennomføre en sensitivitetsanalyse for å se på endringer i poster som kan påvirke aksjeprisen.

Terminalverdien kan beregnes ved å bruke en modell for uendelig vekstrekke.⁹⁰ Vi har valgt å anvende modellen nedenfor i forbindelse med beregningen av STFs sin terminalverdi.

$$Terminalverdi = \frac{\text{Kontantstrøm}}{(\text{avkastningskrav} - \text{vekstrate})}$$

Som vi ser i formelen over, tar vi utgangspunkt i kontantstrømmen i normalåret 2015 og neddiskonterer denne verdien med avkastningskravet på 8,53 %, justert for den langsiktige vekstraten på 5 % som vi diskuterte i kapittel 8.1.2. Denne utregningen gir oss en terminalverdi på NOK 29 549 098.

⁹⁰ Bredesen, I. (2006)

9.2 Skattefordel

Utsatt skatt ble introdusert i regnskapsføringen til norske selskaper i 1992. Utsatt skattefordel er en eiendel som oppføres i balansen hvis det er overveiende sannsynlig at selskapet i fremtiden har et inntektsgrunnlag som fører til at det kan utnytte skattefordelen. Likevel må ikke denne fordelene overstige en eventuell bokført utsatt skatteforpliktelse som er oppført i balansen.⁹¹

I vår verdsettelse forutsetter vi at det ikke er blitt balanseført utsatte skattefordeler da STF de siste årene har gått med underskudd. Selskapet kan heller ikke sannsynliggjøre at det i den nærmeste fremtid får benyttet de utsatte skattefordelene. Dette medfører at skattefordelen i realiteten aldri vil kunne utnyttes, og dermed er det heller ikke noe grunnlag for å beregne nåverdi av fordelene. I beregningen av egenkapitalverdien vil det derfor ikke bli noen skattemessige justeringer i forhold til verdien av totalkapitalen.

9.3 Egenkapitalverdi

Egenkapitalverdien er utgangspunktet for fastsettelsen av den endelige verdien på aksjene i STF. For å finne egenkapitalverdien, anvender vi den fremtidige kontantstrømmen i prognoseperioden fra 2010 til 2014, og neddiskonterer denne med det veide avkastningskravet på 8,53 %, og får da en nåverdi på NOK - 5 501 458. Som vi ser, får vi en negativ nåverdi i analyseperioden, men på lengre sikt viser prognosen for evig vekst at trenden vil snu. Vi må også legge til den neddiskonterte nåverdien av terminalverdien på NOK 29 549 098, som ble beregnet i kapittel 9.1.1. Summen av de to nåverdiene gir en samlet verdi av totalkapitalen på NOK 24 047 640.

For å komme frem til den endelige egenkapitalverdien, må vi også trekke fra den finansielle gjelden, som vi i kapittel 7.8 fastsatte til NOK 7 971 363. Resultatet gir dermed en samlet egenkapitalverdi for STF på NOK 16 076 277. Med totalt 14 millioner aksjer i selskapet, gir dette en aksjepris på NOK 1,15 for hver enkelt aksje. Under den ekstraordinære generalforsamlingen 29.12.09 ble det, som tidligere nevnt, vedtatt å øke aksjens pålydende verdi til NOK 1. Tatt i betraktning den langsiktige prognosen om positiv vekst, mener vi det ikke vil være urimelig at aksjeprisen blir noe høyere enn aksjens pålydende ved utgangen av 2009. I tabell 9.1 nedenfor viser vi en oversikt over verdsettelsen av Start Toppfotball AS.

⁹¹ Regjeringen.no, Finansdepartementet - Ny regnskapslov: 4.4.6 Skatt

Egenkapitalverdi	2010	2011	2012	2013	2014	2015 (T)
Normalisert EBITDA	671 947	-2 177 015	1 015 703	4 086 388	6 806 401	7 146 722
Normaliserte investeringer	2 419 201	2 273 575	3 163 023	3 372 299	4 508 724	4 734 160
Endring arbeidskapital	-245 050	242 710	-65 795	-104 638	58 670	45 087
Normalisert kontantstrøm	-1 502 204	-4 693 300	-2 081 525	818 727	2 239 008	2 367 474
Effektiv skatt (28 %)	0	0	0	229 243	626 922	662 893
Norm. kontantstrøm etter skatt	-1 502 204	-4 693 300	-2 081 525	589 483	1 612 085	1 704 581
Avkastningskrav	1,0853	1,1779	1,2784	1,3874	1,5058	1,6342
Neddiskontert kontantstrøm	-1 384 134	-3 984 527	-1 628 281	424 882	1 070 618	29 546 759

Totalkapitalverdi	24 045 316
Finansiell gjeld	7 971 363
Nåverdi av skattefordeler	-
Egenkapitalverdi	16 073 953
Antall aksjer	14 000 000
Verdi per aksje	1,15

Tabell 9.1: Egenkapitalverdien for STF

10.0 Analyse av usikkerhet

I verdsettelsen vår i forrige kapittel kom vi frem til en egenkapitalverdi på NOK 16 076 277, som utgjør et verdiestimat pr aksje på NOK 1,15. Grunnlaget for beregningen av disse estimatene avhenger av antagelsene vi foretok i fremtidsregnskapet. Som tidligere nevnt, bærer verdiestimatene preg av stor grad av usikkerhet, og vi ser derfor som nødvendig å utføre ytterligere analyser for å teste påliteligheten av de enkelte variablene. For å utføre analysen knyttet til usikkerheten, vil vi benytte oss av en sensitivitetsanalyse.

10.1 Sensitivitetsanalyse

I forbindelse med verdsettelsen av et selskap er det i etterkant viktig å gjennomføre en sensitivitetsanalyse for å undersøke følsomheten til de ulike variablene, som inngår i beregningen av aksjeprisen.

Målet med analysen er å avdekke hvilke variabler som er mest sensitive i forhold til endringer. Måten vi gjennomfører analysen på er at vi tester konsekvensene av eventuelle feilmarginer i verdiene, som vi har kommet frem til i fremtidsregnskapet. Vi vil nå vise hvordan endringer i de mest kritiske faktorene påvirker aksjeprisen i prognoseperioden.

10.1.1 Endring av WACC og vekstfaktor

To av de viktigste kildene til endring i aksjeprisen mener vi er den evige vekstfaktoren og det veide avkastningskravet. Disse estimatene er i stor grad basert på skjønnsmessige vurderinger, og vi finner det derfor interessant å undersøke i hvilken grad estimatene påvirker aksjeprisen til STF.

Utvikling i aksjepris ved endring av WACC og vekstfaktor								
		WACC						
		7,00 %	7,50 %	8,00 %	8,53 %	9,00 %	9,50 %	10,00 %
Vekst	3,00 %	1,06	0,79	0,57	0,38	0,25	0,13	0,03
	4,00 %	1,73	1,29	0,95	0,68	0,49	0,33	0,19
	4,50 %	2,28	1,66	1,23	0,89	0,65	0,45	0,29
	5,00 %	3,09	2,19	1,59	1,15	0,85	0,61	0,42
	5,50 %	4,44	2,98	2,10	1,50	1,11	0,81	0,57
	6,00 %	7,14	4,29	2,87	1,98	1,46	1,06	0,76
	6,50 %	15,26	6,92	4,15	2,71	1,94	1,40	1,01

Tabell 10.1: Endring av WACC og vekstfaktor

Utgangspunktet i tabellen over er at vi får en aksjepris på 1,15 med en vekstfaktor på 5 % og et avkastningskrav tilsvarende 8,53 %. Ved en prosentvis endring i en eller begge faktorene, ser vi hvordan aksjeprisen forandrer seg ved ulike kombinasjonsendringer.

Hvis vi for eksempel holder avkastningskravet konstant på 8,53 %, vil verdien på aksjen variere fra NOK 0,38 til NOK 2,71 pr aksje ved forskjellige vekstfaktorer. I motsatt tilfelle, ved å holde vekstfaktoren konstant på 5 %, vil aksjeprisen variere fra NOK 0,42 til NOK 3,09 pr aksje.

Hvis vi ser på ytterpunktene i tabell 10.1, legger vi merke til at en vekstfaktor på 3 % og et avkastningskrav lik 10 % gir en aksjepris tilnærmet lik null. Derimot vil et avkastningskrav på 7 % og vekst på 6,50 % føre til at aksjeprisen blir så høy som NOK 15,26 pr aksje.

10.1.2 Endring av variabler som inngår i WACC

Vi vil i det følgende avsnittet ta for oss de ulike variablene som inngår i beregningen av det veide avkastningskravet da de ulike faktorene er svært avgjørende for den beregnede aksjeverdien. De faktorene vi vil undersøke i denne forbindelse er den risikofrie renta, markedets risikopremie, betaverdien, egenkapital- og gjeldskrav.

Utvikling i aksjepris ved endring av variabler som inngår i WACC									
	-30 %	-20 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	20 %	30 %
Risikofri rente	4,59	2,72	1,75	1,41	1,15	0,93	0,75	0,46	0,25
Markedets risikopremie	1,59	1,43	1,28	1,21	1,15	1,09	1,03	0,92	0,82
Beta	1,89	1,60	1,35	1,25	1,15	1,06	0,97	0,82	0,69
Egenkapitalkrav	2,37	1,85	1,45	1,29	1,15	1,02	0,90	0,70	0,54
Gjeldskrav	2,83	2,06	1,53	1,33	1,15	0,99	0,85	0,62	0,44

Tabell 10.2: Endring av variabler i WACC

I tabellen over har vi valgt å sette faktorforholdet fra -30 % til +30 % for å få et betydelig utslag i aksjeverdien. Vi ser samtidig at det er den risikofrie renta og gjeldskravet som er de variablene som er utsatt for de største svigningene i beregningen av WACC. De andre faktorene gir ikke like store utslag, men er likevel ikke ubetydelige ved en eventuell endring.

Ved en prosentvis reduksjon på 30 %, vil den risikofrie renta gi en aksjepris lik NOK 4,59, mens en tilsvarende reduksjon i gjeldskravet vil gi en pris pr aksje på NOK 2,83. Derimot vil en økning på 30 %, føre til at prisen pr aksje vil bli NOK 0,25 og NOK 0,44 ved en økning i henholdsvis risikofri rente og gjeldskrav.

10.1.3 Endring av variabler som inngår i vekstfaktoren

Etter å ha analysert faktorene som påvirker avkastningskravet, vil vi nå se på de variablene som kan føre til endringer i vekstfaktoren. Vekstfaktoren er, som tidligere nevnt, sammensatt av den samlede verdiskapningen i den norske økonomien (BNP) og den årlige prosentvise stigningen i prisindeksen (KPI-JAE).

Utvikling i aksjepris ved endring av variabler som inngår i vekstfaktoren									
	-30 %	-20 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	20 %	30 %
Bruttonasjonalprodukt (BNP)	0,72	0,84	0,98	1,06	1,15	1,24	1,34	1,58	1,87
Inflasjon (KPI-JAE)	0,84	0,93	1,03	1,09	1,15	1,21	1,27	1,42	1,58

Tabell 10.3: Endring av variabler i vekstfaktoren

Vi har også for vekstfaktoren valgt å endre faktorforholdet med maksimalt 30 % i begge retninger. Den langsiktige vekstfaktoren på 5 %, som vi kom frem til i vår vekstanalyse i kapittel 8.1.2, består av bruttonasjonalproduktet på 3 % og en inflasjon på 2 %. En reduksjon i BNP på 30 % gir en aksjepris på NOK 0,72, mens en tilsvarende reduksjon i inflasjonsraten trekker prisen pr aksje ned til NOK 0,84. I motsatt tilfelle vil en tilsvarende økning i variablene føre til en aksjepris på NOK 1,87 og NOK 1,58 for en endring i henholdsvis BNP og inflasjonsraten.

10.1.4 Endring av driftsinntekter/-kostnader

Til slutt i sensitivitetsanalysen har vi valgt å se på hvordan en prosentvis endring i driftsinntekter og -kostnader vil påvirke aksjeprisen i STF.

Utvikling i aksjepris ved endring av driftsinntekter/-kostnader									
	-7 %	-4 %	-2 %	-1 %	0 %	1 %	2 %	4 %	7 %
Sponsorinntekter	Negativ aksjepris				1,15	3,22	5,40	10,07	17,92
Billettinntekter	Negativ aksjepris				1,15	2,49	3,90	6,92	12,00
Spillersalg	0,62	0,84	0,99	1,07	1,15	1,23	1,31	1,47	1,71
Medieinntekter NTF	Negativ aksjepris		0,17	0,65	1,15	1,67	2,22	3,40	5,37
Annen driftsinntekt	Negativ aksjepris				1,15	2,44	3,79	6,68	11,55
Leie av markedsrettigheter	17,70	11,29	6,46	3,87	1,15	Negativ aksjepris			
Annen driftskostnad	15,62	10,02	5,80	3,53	1,15	Negativ aksjepris			

Tabell 10.4: Endring av driftsinntekter/-kostnader

Aksjeprisen avhenger i stor grad av utviklingen i driftsinntektene og -kostnadene i prognoseperioden, og derfor er det nyttig å se på hvor følsomme de enkelte postene er for en eventuell endring. Vi har nå valgt å se hvordan prisen pr aksje utvikler seg ved et fall fra -7 % til en økning på 7 % i den aktuelle perioden.

De mest betydelige inntektspostene for STF er inntekter knyttet til sponsor- og billettinntekter, i tillegg til samlingsposten for andre driftsinntekter. Vi ser av tabell 10.4 at kun en liten reduksjon på 1 % i en av disse postene vil føre til at aksjeverdien blir lik null. Det er med andre ord, bare en liten feilestimering i de budsjetterte inntektene som skal til for at aksjene ikke lenger har noen verdi. En liten reduksjon i inntekter fra spillersalg og medieinntekter vil derimot ikke føre til at STFs egenkapitalverdi blir negativ.

Hvis vi ser på kostnadene er også de svært følsomme for en eventuell feilestimering. Bare en liten økning på 1 % i en av postene vil føre til at prisen pr aksje blir lik null. Kostnadene er fordelt i to store grupper i prognosen, og det vil derfor være knyttet ekstra stor usikkerhet til disse estimatene.

For å oppsummere de ulike modellene i sensitivitetsanalysen, ser vi at det først og fremst er en endring i driftsinntekter og -kostnader som er mest sensitiv i forbindelse med en eventuell feilestimering. Som tidligere nevnt kan bare en marginal endring i en av postene føre til at egenkapitalverdien blir negativ, og dermed vil også prisen pr aksje bli lik null.

I tillegg er det viktig for en investor å tilpasse estimatene jevnlig siden rentenivået endres ofte. I våre analyser er den risikofrie renta meget sensitiv, og derfor vil en endring i den risikofrie renta samtidig påvirke flere av de andre variablene som inngår i beregningen av det veide avkastningskravet. Endringer i vekstfaktoren forekommer også kontinuerlig og må hensyntas på lik linje med endringer i rentenivået. Svingninger i BNP og inflasjon er hver for seg lite sensitive ved en feilestimering, men samlet sett kan vekstfaktoren på lang sikt utgjøre vesentlige forskjeller i aksjeprisen.

11.0 Konklusjon

I denne oppgaven har vi foretatt en verdsettelse av Start Toppfotball AS. Målet med oppgaven var å gjøre en verdivurdering ved hjelp av fundamental verdsettelsesteknikk der vi analyserte eksterne, interne og regnskapsmessige forhold. Med utgangspunkt i analysen og resultatene fra verdivurderingen for øvrig, ønsket vi å finne ut hvilke hovedfaktorer som påvirker økonomien i den norske toppfotballen.

Med bakgrunn i den strategiske analysen, regnskapsanalysen og fremtidsprognosene har vi kommet frem til en verdi på STFs egenkapital på NOK 16 076 277. Dette gir oss en verdi på NOK 1,15 pr aksje med totalt 14 millioner aksjer i selskapet. Den beregnede aksjeverdien er ment å være et uttrykk for hva en aksje i STF kan handles for pr 31.12.2009. I forbindelse med den ekstraordinære generalforsamlingen to dager tidligere, ble aksjene endret til en pris pr aksje lik NOK 1. Verdien vi kom frem til avviker dermed ikke nevneverdig i forhold til den fastsatte prisen. Det er viktig å være klar over at aksjeprisen er en usikker størrelse fordi denne i stor grad er basert på skjønnsmessige vurderinger foretatt i fremtidsprognosen.

I og med at STF ikke er et børsnotert selskap, har vi ikke noe prisgrunnlag til å sammenligne den estimerte verdien med. Den estimerte verdien vil derfor kun være et utgangspunkt for hva klubben virkelig er verdt. Med utgangspunkt i den beregnede aksjeverdien, vil det bli vanskelig å anbefale aksjen for en potensiell investor, og vi vil dermed anbefale å vente med å gjennomføre en investering i STF.

Når det gjelder hvilke hovedfaktorer som påvirker den økonomiske styringen i norske toppfotballklubber, har vi avdekket at klubbene i stor grad er avhengige av stabile inntekter fra sponsor- og billettinntekter. Det er samtidig viktig at klubbenes totale kostnader, deriblant lønnskostnadene, holdes på et fornuftig nivå og følger inntektsutviklingen. Etter år med positiv utvikling, har vi de siste årene sett en generell nedgang både i publikumsoppmøte på kampene og spillersalg. Som følge av nedgangen har flere klubber opplevd et sviktende inntektsgrunnlag. Samtidig har de ikke maktet å redusere kostnadsnivået tilsvarende, og har derfor levd over evne med store underskudd i flere år. Dette skyldes blant annet at flere klubber har gjort seg avhengige av jevnlig tilskudd fra eksterne investorer. På lengre sikt er dette ingen god løsning. Klubbene bør i stedet bli mer realistiske i sine prognoser, og ta sikte på å oppnå et kostnadsnivå som ikke overskrider det virkelige inntektsgrunnlaget. Dette er noe blant annet ledelsen i STF må jobbe med de nærmeste årene.

12.0 Referanseliste

Bøker

Barney, J. B. & Hesterly W. S. (2008). *Strategic Management and Competitive Advantage: concepts and cases*. Upper Saddle River, New Jersey: Pearson/Prentice Hall.

Boye, K. (1998). *Verdsettelse*. Oslo: Cappelen Akademiske Forlag AS.

Boye, K., Heskestad T. & Holm E. (2004). *Kostnad- og inntektsanalyse (8. utgave)*. Oslo: Universitetsforlaget.

Bredesen, I. (2006). *Investering og Finansiering*. Oslo: Gyldendal Akademisk Forlag.

Gjesdal, F. & Johnsen, T. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.

Hill, C.W.L. & Jones, G.R. (2004). *Strategic Management Theory: An Integrated approach (6th edition)*. Boston, Mass.: Houghton Mifflin Company.

Koller, T. et al. (2005). *Valuation (4th edition)*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons Inc.

Kotler, P. & Keller, K.L. (2006). *Marketing Management (12th edition)* Upper Saddle River, New Jersey: Pearson/Prentice Hall.

Mintzberg, H., Quinn, J.B. & Ghoshal, S. (1998). *The Strategy Process*. London: Prentice Hall.

Penman, S.H. (2010). *Financial Statement Analysis and Security Valuation (4th edition)*. Singapore: McGraw-Hill Education.

Soffer, L.C. & Soffer, R.J. (2003). *Financial Statement Analysis: a valuation approach*. Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall.

Øverland, F & Jakobsen, A. (2005). *Start i hundre: fra gutteklubb til eliteserielag 1905-2005*. Kristiansand: I.K. Start og Fædrelandsvennen.

Årsrapporter og finansiell informasjon

Cultiva, årsrapport med årsregnskap 2009

IK Start, årsrapport med årsregnskap 2006-2009

Molde Fotballklubb, årsrapport 2006-2009

Odd Ballklubb, årsrapport 2008-2009

Start Toppfotball AS, årsregnskap med noter 2006-2009

Vålerenga Invest Fotball AS, årsrapport 2006-2009

Avisartikler

Aftenposten (9.mars 2011). *Flere spillere misfornøyde med Tørum*. Hentet 10.mars 2011 fra <http://fotball.aftenposten.no/eliteserien/article186156.ece>

Aftenposten (1.juli 2010). *Lyn konkurs*. Hentet 28.mars 2011 fra <http://fotball.aftenposten.no/forstediv/article173151.ece>

Aftenposten (24.februar 2010). *Nye budsjettkutt i Start*. Hentet 7.oktober 2011 fra <http://fotball.aftenposten.no/eliteserien/article187218.ece>

Aftenposten (21.januar 2010). *Slik blir Start-budsjettet*. Hentet 10.oktober 2011 fra <http://fotball.aftenposten.no/eliteserien/article159727.ece>

Aftenposten (5.mai 2011). *RBK venter på Aalesund, nekter å betale Start Annan-millioner*. Hentet 10.oktober 2011 fra <http://fotball.aftenposten.no/eliteserien/article199624.ece>

Dagbladet (11.april 2008). *Ny stadion har gitt Start kjempegjeld*. Hentet 27.januar 2011 fra <http://www.dagbladet.no/sport/2008/04/11/532222.html>

Fædrelandsvennen (27.mai 2009). *Forhandler om Sør Arena*. Hentet 21.mars 2011 fra <http://www.fvn.no/lokalt/kristiansand/article671748.ece>

Fædrelandsvennen (5.desember 2010). *Mottatt som helter i Afrika*. Hentet 22.mars 2011 fra <http://fotball.fvn.no/eliteserien/article186609.ece>

Fædrelandsvennen (18.mai 2009). *Vil ha småbåthavn ved Sør Arena*. Hentet 28.mars 2011 fra <http://www.fvn.no/lokalt/kristiansand/article669712.ece>

Fædrelandsvennen (6.september 2011). *Kriserammede Start i pengenød*. Hentet 6.september 2011 fra <http://fotball.fvn.no/eliteserien/article209022.ece>

NRK (11.januar 2011). *Gjelsten med 20 millioner til Molde*. Hentet 21.mars 2011 fra http://www.nrk.no/nyheter/distrikt/more_og_romsdal/1.7458824

NRK (24.januar 2010). *FIFA-sjefen åpner for videodømming*. Hentet 22.mars 2011 fra <http://www.nrk.no/sport/fotball/1.6960659>

Sørnett (06.oktober 2010). *Start vil tape over 12 millioner på nedrykk*. Hentet 10.oktober 2011 fra <http://sornett.no/archives/44121>

The Guardian (11.januar 2011). *Uefa outlines threat to ban European clubs who break rules on finance*. Hentet 15.april 2011 fra <http://www.guardian.co.uk/football/blog/2011/jan/11/uefa-financial-fair-play-rules>

TV2 Sporten (20.oktober 2010). - *Spillerlønningene må ned*. Hentet 22.mars 2011 fra <http://www.tv2sporten.no/fotball/tippeligaen/rbkleder-spillerloenningene-maa-ned-3320357.html>

TV2 Sporten (9.mars 2010). - *Tippeliga-klubbene sponses med 588,5 millioner kroner*. Hentet 10.oktober 2011 fra <http://www.tv2.no/sport/fotball/tippeligaen/tippeligaklubbene-sponses-med-5885-millioner-kroner-3154300.html>

VG (17.juni 2005). *TV2 sikret seg fotballrettighetene*. Hentet 28.mars 2011 fra <http://www.vg.no/sport/fotball/norsk/artikkel.php?artid=281088>

Artikler

Gjesdal, F. (2007). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi og finans*, 23(2), s 3-17.

UEFA Club Licensing and Financial Fair Play Regulations, Edition 2010 (24.juni 2010). Hentet 15.april 2011 fra <http://www.uefa.com/uefa/footballfirst/protectingthegame/financialfairplay/news/newsid=1500331.html>

Internettkilder

Dimson, E., Marsh P. & Staunton M. (2006). The Worldwide Equity Premium: A Smaller Puzzle. Hentet 11.september 2011 fra

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=891620&

IK Start (2005) *IK Start - historie*. Hentet 23.januar 2011 fra

<http://www.ikstart.no/articlelist.aspx?m=334&amid=64322>

IK Start (2005). *Sesongen 2005*. Hentet 25.januar 2011 fra

<http://ikstart.no/article.aspx?m=236&amid=71718#lenker05>

IK Start (27.oktober 2010). - *I 2011 blir vi utsolgt!* Hentet 27.januar 2011 fra

<http://www.ikstart.no/default.aspx?m=3&amid=497030>

IK Start (2004) *Sesongstatistikk 69-96*. Hentet 10.mars 2011 fra

<http://www.ikstart.no/frame.aspx?m=67>

IK Start (25.januar 2011). *Svingene solgt*. Hentet 28.mars 2011 fra

<http://ikstart.no/default.aspx?m=3&amid=497847>

IK Start (29.november 2010) *Stor sponsor-interesse*. Hentet 10.oktober 2011 fra

<http://ikstart.no/ArticleArchive.aspx?m=550&amid=497565>

Lederkilden (19.august 2009). *Identifiser ikke-driftsrelaterte eiendeler*. Hentet 3.mai 2011 fra

<http://www.lederkilden.no/eBook?marketplaceId=721795&languageId=1&contentItemIds=841834&action=getPDF>

NFF (7.juli 2008). *Bredere dekning av norsk fotball de neste fire årene*. Brev til NFFs organisasjonsledd, tillitsvalgte og ansatte. Hentet 11.oktober 2011 fra

<http://ekstranett.fotball.no/Nytt-fra-NFF/Nyheter/Nyhetsarkiv/2008/Bredere-dekning-av-norsk-fotball-de-neste-fire-arene/>

Norges Bank (10.oktober 2011). *Statsobligasjoner. Månedsgjennomsnitt av daglige noteringer*. Hentet 11.oktober 2011 fra

<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-manedsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

Norges Bank (10.oktober 2011). *Indikatorer for prisvekst*. Hentet 11.oktober 2011 fra <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/inflasjon/indikatorer-for-prisvekst/>

Norges Bank (15.april 2008). *Målet for pengepolitikken*. Hentet 11.oktober 2011 fra <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/pengepolitikken-i-noreg/malet-for-pengepolitikken/>

Norsk Internasjonal Fotballstatistikk (2011). *Tilskuertall*. Hentet 23.mars 2011 fra <http://www.nifs.no/tilskuertall.php>

Organisasjonsplan for IK Start (2009) Hentet 31. januar 2011 fra <http://ikstart.no/articlelist.aspx?m=443>

Oxford University Press (2007). *Pestel analysis of the macro-environment*. Hentet 2.mars 2011 fra http://www.oup.com/uk/orc/bin/9780199296378/01student/additional/page_12.htm

Purehelp (2011). Firmapresentasjon Idrettsklubben Start. Hentet 1. februar 2011 fra <http://www.purehelp.no/company/details/idrettsklubbenstart/945523433>

Purehelp (2011). Firmapresentasjon Start Toppfotball AS. Hentet 1. februar 2011 fra <http://www.purehelp.no/company/details/starttoppfotballas/977159377>

Regjeringen (1995). *Finansdepartementet - Ny regnskapslov: 4.4.6 Skatt*. Hentet 17.oktober 2011 fra <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/nouer/1995/nou-1995-30/5/4/5.html?id=338897>

Standard & Poor's. (2011) Modell for syntetisk rating. Hentet 8.september 2011 fra <http://standardandpoors.com>

Start sponsorbrosjyre (2011). Samarbeidskonsepter Start. Hentet 4.april 2011 fra <http://ikstart.no/article.aspx?m=331&amid=481321>

Statistisk Sentralbyrå (8.september 2011). *Svak vekst ute demper norsk oppgang*. Hentet 11.oktober 2011 fra <http://www.ssb.no/kt/>

Statistisk Sentralbyrå (1999). *Definisjoner og begreper*. Hentet 11.oktober 2011 fra http://www.ssb.no/emner/00/00/20/nos_kommune/nos_c475/kap1.html

STOXX (9.mars 2011). *Dow Jones Stoxx European Football Index*. Hentet 10.oktober 2011 fra http://www.stoxx.com/indices/index_information.html?symbol=FCTP

Yahoo! Finance (september 2011). OMX Copenhagen 20. Hentet 15.september 2011 fra <http://finance.yahoo.com/q?s=OMXC20.CO>

Yahoo! Finance (september 2011). Aalborg Boldspilklub. Hentet 15.september 2011 fra <http://finance.yahoo.com/q?s=AAB.CO>

Yahoo! Finance (september 2011). SIF Fodbold. Hentet 15.september 2011 fra <http://finance.yahoo.com/q?s=SIF-B.CO>