

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, våren 2009.



NHH

Masterutredning i fordypnings-/spesialfagsområdet: Finansiell økonomi

Veileder: Professor Øystein Gjerde, Institutt for foretaksøkonomi

Verdivurdering

av

VIKING FOTBALL ASA



AV

ARE DIRDAL

"Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet."

Sammendrag

Denne masterutredning tar sikte på å verdsette fotballklubben Viking ved hjelp av fundamental verdsettelses teknikk. Resultatet er en verdivurdering av Vikings egenkapital, per 31.12.2008, på NOK 107 513 979. Dette gir en aksjepris på NOK 13,09.

Utredningens underliggende perspektiv er at vurderingene gjøres av en diversifisert investor i det norske markedet.

Utredningen presenterer først Vikings historie og klubbens strukturelle oppbygning. Deretter introduseres rammeverket og metodeverktøyet for verdsettelse generelt, og fundamental verdsettelse spesielt. Valgte metode søker å finne Vikings verdi ved å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer fra drift.

Det første steget i verdsettelsen er en strategisk analyse av eksterne trusler og muligheter, samt interne styrker og svakheter. Neste steg er en regnskapsanalyse av klubbens finansregnskap omgruppert for investororientert analyse. Dette for å få en bedre forståelse for de underliggende økonomiske relasjoner i Viking, samt gi informasjon om diverse nøkkeltall sett opp i mot et utvalg av konkurrerende klubber.

Informasjonen fra både den strategiske analysen og regnskapsanalysen danner grunnlaget for en fremtidig prognose av klubbens EBITDA med en budsjettthorisont på syv år. Normalår for prognosen settes derfor til 2016 og er utgangspunkt for Vikings terminalverdi.

Utredningen avsluttes med sensitivitetsanalyser og simulering av usikkerhet i estimatet for å vurdere den beregnede verdi av Vikings egenkapital. Ulike variabler vil testes for bedre å kunne behandle informasjonen knyttet til punkttestimatet.

Forord

Denne utredning er skrevet som avsluttende del av masterstudiet ved Norges Handelshøyskole.

Gjennom min hovedprofil i finans, og støtteprofil i økonomisk styring, har jeg bygget meg opp en særlig interesse for verdivurdering av selskaper og tilhørende regnskapsanalyser. Samtidig er min store lidenskap i livet fotball generelt og Viking spesielt. Temaet for masteroppgave falt derfor naturlig på en verdsetting av Viking.

Jeg får slik sett kombinert studier, hobby og personlig lidenskap i en og samme utredning. Dette har gitt meg en ekstra driv gjennom arbeidet med oppgaven, slik at resultatet forhåpentligvis er blitt bedre enn om en slik kombinasjon ikke hadde vært tilstede.

Utredningen bygger i hovedsak på kunnskap tilegnet gjennom kurset bedriftsverdsettelse og strategisk regnskapsanalyse med foreleser Finn Kinserdal.

Jeg ønsker å rette en spesiell takk til Vikings økonomisjef Henning Johannessen som, i en hektisk hverdag, satte av tid til å svare på alle mine spørsmål, spesielt knyttet til ytterligere forklaring av diverse regnskapstall. Videre vil jeg rette en stor takk til min veileder, professor Øystein Gjerde, for grundige og hurtige tilbakemeldinger, og svært god rettleiding gjennom hele prosessen. Til slutt vil jeg rette en takk til mine fremragende korrekturlesere.

Alle eventuelle feil og mangler er mitt fulle ansvar.

Bergen, juni 2009.

Are Dirdal

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	2
Forord	3
Innholdsfortegnelse	4
1. Innledning.....	9
1.1 Formål og avgrensning	9
1.2 Struktur	10
2. Presentasjon av Viking FK.....	11
2.1 Historie.....	11
2.2 Viking Fotball ASA	12
2.3 Viking Stadion	14
3. Verdsettelsesmetode'.....	15
3.1 Fundamental verdsettelse	15
3.2 Komparativ verdsettelse.....	16
3.3 Opsjonsbasert verdsettelse	16
3.4 Valg av verdsettelsesmetode	17
4. Strategisk analyse.....	19
4.1 Innledning	19
4.2 Rammeverk for strategisk analyse	19
4.3 Markedsavgrensning	20
4.4 Makroanalyse	21
4.4.1 Politiske og lovmessige forhold (Political)	21
4.4.2 Økonomiske forhold (Economic)	22
4.4.3 Sosiokulturelle forhold (Social)	23
4.4.4 Teknologiske forhold (Technological)	24
4.4.5 Samfunnsmessige forhold (Environment)	24
4.5 Eksternanalyse'	25
4.5.1 Porter's fem konkurransekrefter	25
4.5.2 Rivalisering	25
4.5.3 Inntrengere	28
4.5.4 Leverandører.....	29
4.5.5 Kunder.....	30

4.5.6 Substitutter	32
4.6 Bransjens livssyklus.....	33
4.7 Internanalyse	35
4.7.1 KIKK	35
4.7.2 SVIMA-analyse	39
4.7.3 Oppsummering KIKK og SVIMA.....	44
4.8 Oppsummering strategisk analyse(SWOT)	44
5. Regnskapsanalyse.....	46
5.1 Rammeverk for regnskapsanalysen.....	47
5.2 Presentasjon av historiske regnskap	48
5.3 Sammenligning med andre klubber	52
5.3.1 Inntekter.....	53
5.3.2 Kostnader	54
5.3.3 Lønn/Omsetning	55
5.4 Omgruppering for investororientert analyse	58
5.4.1 Identifisering av driftsposter og finansieringsposter	58
5.4.2 Normalisering av regnskapet	59
5.5 Analyse av kredittrisiko.....	61
5.5.1 Likviditetsanalyse	62
5.5.2 Soliditetsanalyse	64
5.5.3 Finansieringsmatrise	65
5.5.4 Netto driftsrentabilitet.....	67
5.5.5 Syntetisk rating	67
5.6 Avkastningskrav	70
5.6.1 Kapitalverdimodellen	71
5.6.2 Risikofri rente	72
5.6.3 Markedets risikopremie	73
5.6.4 Beta og relevant risiko for en fotballinvestor	74
5.6.5 Likviditetspremie.....	77
5.6.6 Egenkapitalkrav.....	78
5.7 Lønnsomhetsanalyse	79
5.8 Vekstanalyse	81

5.8.1 Vekst på lang sikt	81
5.8.2 Vekst på kort sikt.....	83
6. Budsjettering og fremskriving	84
6.1 Valg av budsjettorisont.....	85
6.2 Budsjettering 2009-2015 og normalår 2016	86
6.2.1 Sponsorinntekter	87
6.2.2 Inntekt kamper.....	89
6.2.3 Gevinst spillersalg	92
6.2.4 Medieinntekter NTF	95
6.2.5 Andre driftsinntekter	97
6.2.6 Samlede driftsinntekter i normalår.....	99
6.2.7 Lønnskostnader.....	100
6.2.8 Annen driftskostnad.....	102
6.2.9 Restruktureringskostnader	104
6.2.10 Prognose samlet EBITDA.....	105
6.3 Normale investeringer	106
6.4 Utvikling i arbeidskapital	108
6.5 Skattetrykk.....	110
6.6 Prognose av samlet kontantstrøm til totalkapitalen.....	111
7. Fundamental verdsettelse av Viking	112
7.1 Rammeverk.....	112
7.2 Fremskrivning av avkastningskrav	112
7.2.1 Egenkapitalkrav.....	113
7.2.2 Gjeldskrav.....	116
7.2.3 Beregning av WACC	118
7.3 Horisontverdi.....	119
7.4 Skattemessige eiendeler.....	120
7.5 Vikings egenkapitalverdi.....	121
8. Analyse av usikkerhet i estimatet	123
8.1 Sensitivitetsanalyse	123
8.1.1 Vekstfaktor.....	123
8.1.2 WACC	124

8.1.3 Betaverdi	126
8.1.4 Lønnskostnader	128
8.1.5 Risikofri rente før skatt	130
8.2 Simulering	131
8.2.1 Kritiske faktorer	131
8.2.2 Usikkerhet i verdiestimatet.....	132
9. Konklusjon	137
10. Litteraturliste.....	138

"It's better to be approximately right than precisely wrong."

Warren Buffet, amerikansk investor

1. Innledning

1.1 Formål og avgrensning

Formålet med utredningen er, som uavhengig finansiell investor, å verdsette Viking fotballklubb ved hjelp av fundamental verdsettelses teknikk. Verdivurderingen bygger på en grundig analyse av både eksterne, interne og regnskapsmessige forhold pr 31.12.2008. Resultatet av verdsettelsen vil kunne virke som et beslutningsgrunnlag for enten en kjøps- eller salgsstrategi i forhold til dagens kursnivå på Vikingaksjen.

Noe av grunnen for en slik oppgave er fotballens store utvikling de siste tiårene. Bare fra jeg var liten, og begynte å gå på stadion for 15-20 år siden, har modningen av fotball som bransje vært enorm. Det er slutt på tiden da spillerne hadde jobb ved siden av og fotballen kun var en hobby. Dagens klubber drives som profesjonelle bedrifter med store omsetninger og mange ansatte. En stor del av denne ekspansjonen kan tilskrives media. Før ble det kanskje sendt en kamp hver helg på tv. I dag kan supporterne, via flere ulike medium, følge sitt lag hvor enn det måtte være. Denne utviklingen har selvsagt hatt sitt å si også for klubbenes samlede verdi. Med dyrere spillere, flottere stadionanlegg, større inntektspotensial og bedre merkenavn kommer også viljen til å betale mer for potensielle investorer. Dette har vært med på å fange min interesse for å verdsette en fotballklubb, og da fortrinnsvis Viking.

Samtidig er det ikke kun finansielle investorer som vil kunne være interessert i en verdivurdering av Viking. Andre grupperinger kan være klubbens supportere, næringslivet i Stavanger og konkurrerende klubber. En verdsettelse av klubben kan virke som en åpning av klubben sett fra tilhengernes side. De får en verdi på laget de følger basert på regnskapstall den jevne supporter sjeldent tar stilling til. Næringslivet for øvrig, og potensielle sponsorer generelt, kan se en verdsettelse av klubben som en mulighet for ytterligere informasjon knyttet til en eventuell beslutning om samarbeid med Viking. Når det gjelder konkurrenter kan en verdsettelse av Viking gi sammenligningsgrunnlag i forhold til andre klubber. Det kan samtidig gi en indikasjon på hvordan en klubb gjør det i forhold til andre. Forhåpentligvis vil en analytiker få svar på om ressursene utnyttes forskjellig og om det er større potensial i enkelte klubber fremfor andre.

Oppgavens avgrensning følger naturlig av bransjen Viking opererer i. Fotballbransjen er liten og ingen klubber har noterte aksjeselskap. Det gjør sammenligningsgrunnlaget vanskeligere og enkelte forholdstall i bergegingene må antas gjennom skjønnsmessige vurderinger. Optimalt ville en verdivurdering av Viking være bygget på flere verdsettelsesmetoder, men på grunn av bransjen og bedriften Viking ASAs størrelse vil enkelte metoder naturlig falle bort. Jeg vil heller fokusere på grundige og ryddige sensitivitetsanalyser av den verdien den valgte metode resulterer i.

Videre finner jeg det nødvendig å presisere at selv om verdivurderingen er gjort pr 31.12.2008, vil jeg i enkelte deler av utredningen basere drøftelsene på avisuttalelser eller andre kilder fra 2009, gjort av sentrale aktører i fotballbransjen. Dette fordi jeg finner det vanskelig ikke å inkludere dem, i og med at de ligger i bakhodet når jeg gjør mine skjønnsmessige vurderinger knyttet til verdsettelsen. Samtidig mener jeg denne informasjonen likevel kun vil ha begrenset innvirkning på totalbildet av oppgaven.

1.2 Struktur

Innledningsvis vil jeg introdusere Viking fotballklubb med dens historie og strukturelle oppbygning. Deretter vil jeg utføre en strategisk analyse som består av to deler med en underliggende base. De to hoveddelene er en eksternanalyse av bransjen norsk toppfotball og en internanalyse av Vikings ressurstilgang. Begge disse analysene må ses i sammenheng med den underliggende basen som er en vurdering av de makroøkonomiske forhold Viking og norsktoppfotball opererer under. Etter dette vil jeg utføre en analyse av Vikings regnskap. Dette for å få en forståelse for de underliggende økonomiske forhold som råder i klubben.

Basert på både den strategiske analysen og regnskapsanalysen, vil jeg etter beste evne forsøke å predikere Vikings fremtidsregnskap. Denne prognostiseringen danner grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen som til slutt gir meg verdien av Vikings egenkapital. På grunn av at det er en omfattende oppgave, med en rekke skjønnsmessige vurderinger, vil jeg til slutt teste holdbarheten til sluttverdien gjennom forskjellige sensitivitetsanalyser og simulering av punkttestimatet.

2. Presentasjon av Viking FK

”Viking spiller så vakker fotball at den burde tonesettes.”

Ivar Hoff - Tv-kommentator

2.1 Historie

Den 10. august 1899 ble Viking idrættslag stiftet. Dette var starten for et av Norges beste og mest vinnende fotballag gjennom tidene, Viking FK.¹ Medlemskontingenten ble satt til 5 kroner og det ble bestemt at laget skulle benytte seg av hvite trøyer og bukser samt grønn kalott og skjerf. Senere har Viking tatt i bruk mørkeblå overdelers og hvite bukser.

På begynnelsen av 1900-tallet var det ingen nasjonal serie i Norge, og spilte laget kamper var det på det lokale plan. Det var ikke før ut på 1930-40 tallet at Viking gjorde seg bemerket utover Stavangers grenser. Første cupfinale ble nådd i 1930, en kamp de tapte 1-3 for Mjøndalen. I 1948 ble et rent nasjonalt seriespill dannet, kalt hovedserien, bestående av 16 lag i 2 avdelinger.

Viking tok sin første tittel i 1953 da de slo Lillestrøm 2-1 i cupfinalen. Dette ble fulgt opp av et seriemesterskap i 1958, og et nytt cupgull i 1959. 1960-tallet ble et dystert kapittel i Vikings historie, ingen nye trofeer fant veien til Stavanger og nedrykket i 1965 toppet et ellers anonymt tiår.

Derimot skulle det bli mer å glede seg over på 1970-tallet, Vikings storhetstid i norsk fotball. Fem seriemesterskap og en kongepokal ble det gjennom dette tiåret. Kun Rosenborg kan i moderne tid matche en slik dominans innenfor et så kort tidsrom. På denne tiden kunne Viking mønstre noen av de beste fotballspillere landet har sett. Olav Nilsen, Svein Kvia, Reidar Goa og Erik Johannessen er eksempler på hvilke spillere som var med å bringe Viking heder og ære gjennom 1970-tallet.

Årene etter mesterskapet i 1979 ble fulgt med både oppturer og nedturer. Selv om Viking tok et nytt seriemesterskap i 1982 er nok 80 årene husket for det tunge nedrykket i 1986.

¹ Viking-FK, ”Historien”.

Det siste seriemesterskapet kom i 1991 og Viking ble dermed det siste laget som vant serien før Rosenborg dominerte det norske fotballandskapet i 13 år på rad. Men selv om det ikke har blitt topplasseringer i serien de siste årene har det likevel vært andre høydepunkter. Cupgull i 2001, utslagning av Chelsea i UEFA Cupen i 2002, feiring av hundreårsjubileum i 1999 og ikke minst innvielse av det som av mange karakteriseres som Norges fineste stadion, Viking Stadion, i 2004.

I 2007 ble Uwe Rösler ansatt som ny trener for Viking og ledet laget til en meget tilfredsstillende tredje plass i sin første sesong. 2008 sesongen ble ikke like innbringende for Rösler og Viking. Selv om de kunne, med litt hell i siste serieomgang, sikre seg nye bronsemedaljer, hadde de ikke hellet på sin side, og sesongen endte med 6 plass og tidlig exit i både hjemlig cup og UEFA Cupen.

2.2 Viking Fotball ASA

Viking fotball ASA ble stiftet i 1998 og har som uttalt strategi ” å fremme sportslig utvikling av elitesatsingen i Viking Fotballklubb og lønnsom drift av selskapet gjennom å kjøpe og forvalte rettigheter til kontrakter med fotballspillere.”²

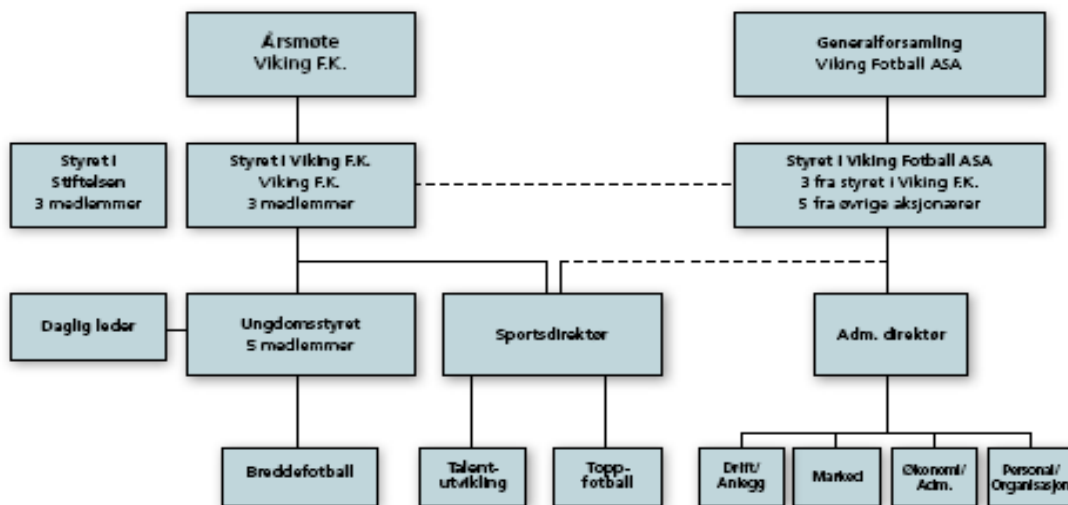
I 1998 utførte Viking en rettet emisjon, der få og utvalgte private investorer ble invitert til å delta. Emisjonen ble ansett som nødvendig for å ta opp kampen med de dominerende aktørene som Rosenborg, Molde og Brann. Motivasjonen var stor og optimismen enda større. ”Vi skal bli best i Norge”, lovet formann Geir Solstad.³ 15 millioner kroner ble satt som minimum for hva som måtte innhentes av kapital, men emisjonen ga en samlet sum på NOK 25 millioner. Den store entusiasmen stammet i hovedsak fra erfaringene man så fra dansk fotball der flere klubber hadde gått på børs med stor suksess i årene før. Avtalen mellom Viking FK og Viking ASA hadde ved inngåelse en tidsramme på 20 år der Viking FK hadde en eierandel på 30 prosent, samt vetorett.

I forbindelse med byggingen av Viking Stadion oppstod det store kapitalbehov for Viking ASA. Dette ble delvis hentet inn via en ny emisjon på rundt 37,5 millioner. Viking FK bidro

² Viking ASA årsrapport 2008.

³ Stavanger Aftenblad, ” Snart verd 70 mill”.

selv med 3 millioner, men emisjonen gjorde også at Viking FKs eierandel i Viking ASA ble halvert til 16,8 prosent.⁴



Figur 2.1: Organisasjonskart Viking Fotball ASA⁵

Ut i fra organisasjonskartet ser vi at Viking benytter seg av en to-ledermodell der styret i Viking Fotball ASA har 8 medlemmer, hvorav 3 kommer fra styret i Viking FK. På denne måten søker klubben å oppnå en effektiv beslutningsform ved å ha en større gjennomsiktighet og åpenhet, ved at samme personer er representert både i Viking FK og Viking ASA. Dette er kanskje best representert ved at klubbleder i Viking FK, Ole Rugland, også sitter som styreformann i Viking Fotball ASA.

Organisasjonsstrukturen skal sikre at Viking FK drives som et idrettslag med formål om å "drive idrett organisert i Norges Idrettsforbund og olympiske og paralympiske komité"⁶. Videre har Viking Fotball ASA ansvaret for elitesatsningen, og således en plikt til å dekke alle Viking FKs lønnskostnader til spillere og trenerapparat. Viking FK har ansvaret for alt fra breddefotballen til klubbens fotballfritidsordning og inntektene stammer i hovedsak fra bingo og spilleautomater.

Ved siden av Viking FK står stiftelsen Viking Fotballklubb. Stiftelsen er opprettet av Viking FK for å forvalte alle deres aktiva, blant annet er stiftelsen største eier i Viking Fotball ASA.

⁴ Aftenbladet.no, "Vikings aksjonærliste klar".

⁵ Viking ASA årsrapport 2008.

⁶ Viking FK årsberetning 2008.

Stiftelsens formål er ”å fremme interessen for fotball, blant annet ved å bidra til spiller- og talentutvikling. Videre har stiftelsen som formål å forvalte verdiene stiftelsen er tildelt, herunder erverve og eie verdipapirer og faste eiendommer.”⁷ Dette gjøres ved at de blir tildelt midler fra Viking FK med direktiver om hva pengene skal brukes til. Videre er det Viking FK som velger styret i Stiftelsen slik at den kontrolleres 100 prosent av Viking FK.

Samarbeidet mellom klubb og selskap reguleres av retningslinjer fra Norges Fotballforbund. Retningslinjene behandles nærmere i den makroøkonomiske analysen av politiske og lovmessige forhold i et senere kapittel.

Største aksjonærer pr. 31.12.2008	Antall aksjer	Eierandel
Stiftelsen Viking Fotballklubb	1 375 000	16,7 %
Stavanger Investering AS	720 000	8,8 %
Det Stavangerske Dampskibsselskab AS	602 000	7,3 %
SR Investering AS	600 000	7,3 %

Tabell 2.1: Største eiere i Viking ASA⁸

Vi ser av oversikten at det er Viking selv, gjennom stiftelsen, som er den største eieren i Viking ASA. Nest størst er styreformann i Viking ASA, Ole Rugland, via firmaet Stavanger Investering AS.

2.3 Viking Stadion

I 2004 stod Vikings nye stadion klar. Viking stadion ble navnet og hadde en samlet prislapp på NOK 163 millioner. Finansieringen bestod av gratis tomt og NOK 50 millioner fra Stavanger kommune, NOK 37,5 millioner i ny aksjeemisjon, rundt NOK 20 millioner fra Hinna Park, mellom 15 og 20 millioner kroner i momsreduksjon mens resten var egenkapital. Viking ble dermed ikke nødt til å selge stadionnavnet som en del andre klubber for å finansiere byggingen. Kapasiteten er nå 16300 tilskuerplasser inkludert 500 ståplasser. Tilskuerrekorden er på 16600 tilskuere, fra en kamp mot Brann 24. juli i 2007, satt før en ombygging til flere VIP-losjer reduserte den totale kapasiteten. Totalt er det i dag 38 VIP-losjer på Viking Stadion.

⁷ Viking FK årsberetning 2008.

⁸ Viking ASA årsrapport 2008.

3. Verdsettelsesmetode^{9,10}

” We have the tools, but we have to learn how to use them. That is my political philosophy.”

Harri Holkeri – Finsk politiker

Formålet med verdsettelsen er å estimere verdien av egenkapitalen. Denne verdien vil igjen gi en indikasjon på om aksjen er over- eller underpriset. De tre vanligste teknikkene er fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse eller opsjonsbasert verdivurdering. Nyttan av de forskjellige metodene avhenger av bruksområde, det vil si bedriftens bransje, størrelse på bedriften eller hvor i livssyklusen bedriften befinner seg. Jeg vil kort presentere de tre hovedmetodene før jeg forklarer hvilken metode jeg finner mest hensiktsmessig å benytte i en verdsettelse av Viking.

3.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse bygger på de underliggende økonomiske funksjoner i en virksomhet og prognosearbeid med tanke på fremtiden. Metoden går dypere til verks enn de to andre teknikkene og er således mer tidkrevende. Hovedårsaken til det skyldes et større behov for ulike variabler i modellen, samt dens påvirkning av analytikerens egne skjønnsmessige vurderinger. Som følge av at modellen bygger på regnskapstall egner den seg best for selskap i modne bransjer, eller godt ute i vekst fasen, der investoren har tilgang på informasjon som strekker seg flere år tilbake i tid. Det vil øke analysegrunnlaget og også styrke prognosen angående bedriftens fremtidsutsikter.



Figur 3.1: Fundamental verdsettelse.

Som vist i figuren bygger fundamental verdsettelse og dens budsjettering på både strategisk- og regnskapsmessig analyse. Dette danner grunnlaget for den videre verdsettelse av egenkapitalen som kan gjøres på to måter. Den ene er å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene til egenkapitalen direkte, eller en kan neddiskontere de fremtidige

⁹ Kinserdal, Finn. (2009).

kontantstrømmene til bedriften som helhet for så å trekke fra rentebærende gjeld. Ved korrekt og konsis bruk skal metodene gi samme svar. Svaret er grunnlaget for den endelige handelsstrategi som investor.

3.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse er en verdivurdering gjort på bakgrunn av funn i sentrale økonomiske sammenhenger eller forholdstall hos konkurrenter. Forholdstall som price/earnings eller pris/bok er ofte brukt. Komparativ metode deles i en direkte- og en indirekte fremgangsmåte. Multiplikatormodellen brukes ved direkte verdsettelse, det vil si at bedriftens egenkapital verdsettes direkte ut i fra konkurrenters eller andre naturlige sammenlignbare aktørers forholdstall. Ved indirekte metode benyttes substansverdimodellen hvor bedriftens eiendeler og gjeld vurderes ut i fra komparative eiendeler og gjeld.



Figur 3.2: Komparativ verdsettelse.

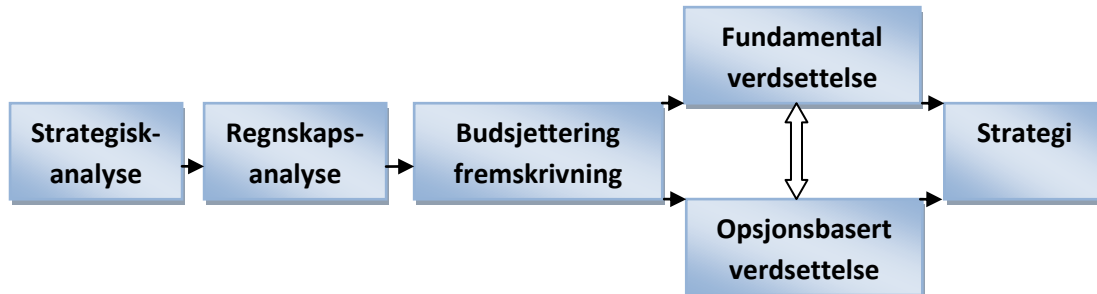
Komparativ verdsettelse må brukes med stor forsiktighet, all den tid den er relativt lett å manipulere. I store nok bransjer finnes det nesten alltid en multiplikator som vil kunne gi et fordelaktig svar. Videre kan det være en viss fare for overvurdering av bedriften i gode tider, og undervurdering i dårlige tider, på grunn av den sterke relasjonen til bransjen og svakt fokus på bedriftsspesifikke forhold.

Likevel er teknikken forholdsvis populær, særlig for bransjer i vekstfasen med lite tilgjengelig informasjon, på grunn av lite inputs og bakenforliggende analyser og arbeid. Det gjør den til et perfekt supplement til andre analyser for å underbygge allerede oppnådde resultater.

3.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse tar i større grad enn fundamental verdsettelse hensyn til graden av usikkerhet og sannsynligheten for gitte utfall. Den endelige verdien avhenger her av en egen fundamental verdsettelse av egenkapitalen, pluss en verdivurdering av realopsjoner knyttet til eventualiteter bedriften står ovenfor. Eksempel på slike kan være sannsynligheten et oljeselskap har for å borre en tom brønn, og hva det vil ha å si for den endelige verdien av det samlede feltet og selskapet som helhet.

Metoden kan benyttes i alle faser av livssyklusen. I en oppstarts og vekst fase er det naturlig å se på sannsynligheter for hvor mye nye produkter vil påføre av økte inntekter. Mens en bedrift i en moden fase eller avviklingsfase naturlig nok vil vurdere for og i mot verdien av å legge ned virksomheten.



Figur 3.3: Opsjonsbasert verdsettelse.

Problemet med metoden knytter seg til graden av usikkerhet rundt estimatene på sannsynlighetene for de ulike alternativene knyttet til den underliggende eiendel.

3.4 Valg av verdsettelsesmetode

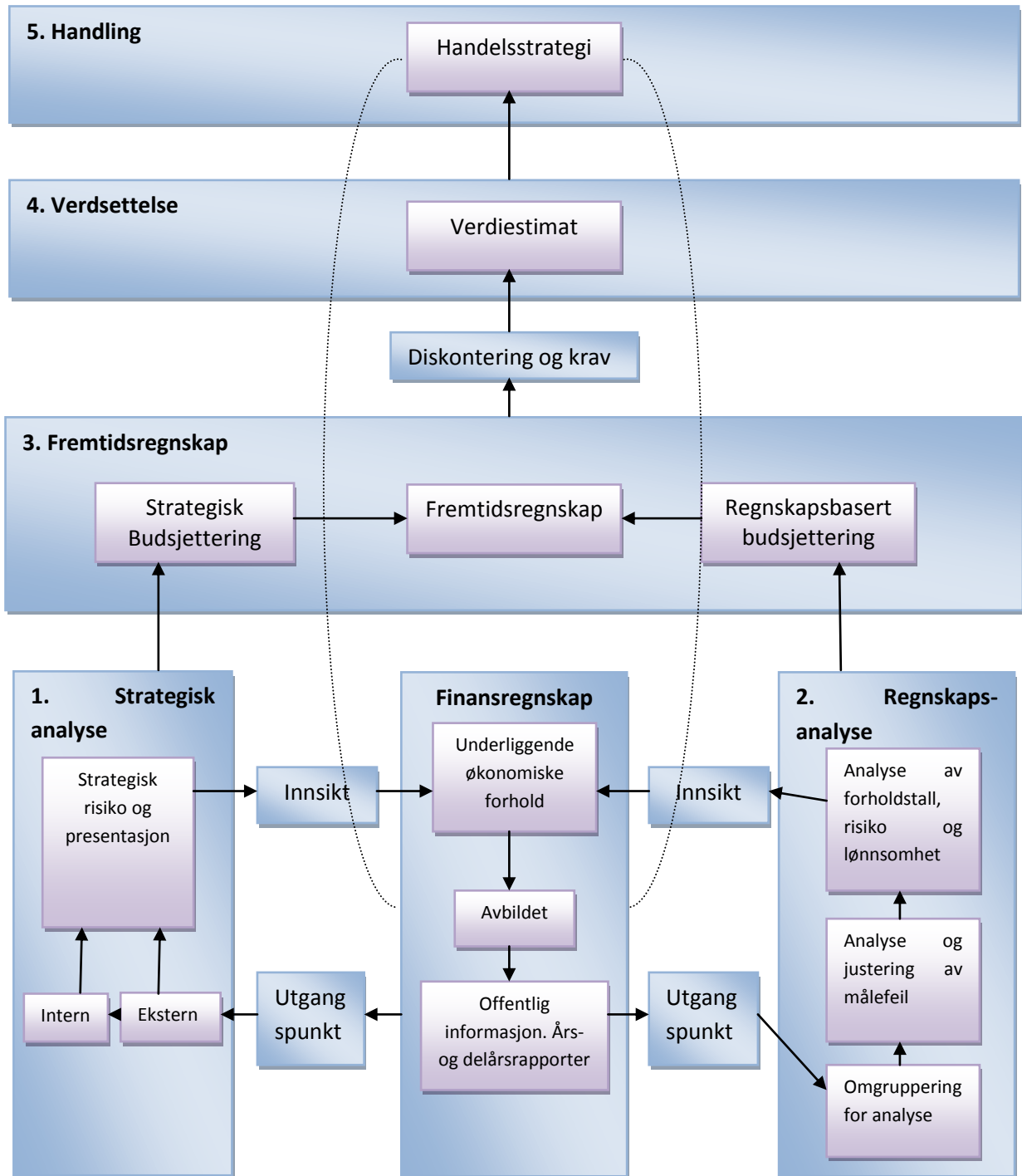
Valg av metode avhenger av bransjeforhold, sannsynlighet for snarlig avvikling og bransjens livssyklus. Det er ikke sannsynlig med en snarlig avvikling av Viking. Fotballklubber generelt legges sjelden eller aldri ned. Grunnen til dette er ofte et sterkt lokalt engasjement, der forskjellige aktører som banker eller investorer stiller opp og redder utsatte klubber. Videre er fotballbransjen en moden bransje der offentlig informasjon og regnskapstall knyttet til klubben går flere år tilbake. Dette er faktorer som gjør at jeg mener en fundamental verdsettelse er det mest hensiktsmessige for analysen av Viking. Komparativ metode er uegnet som følge av en liten og unotert bransje. Opsjonsbasert verdivurdering er heller ikke relevant, da Viking ikke står ovenfor muligheten for avvikling.

Jeg vil benytte den fundamentale metode som bruker fremtidens tilgang av kapital fra driften som utgangspunkt for verdsettelse av totalkapitalen. Etter funn av totalkapital trekkes eventuell rentebærende gjeld og andre forpliktelser fra, mens mulige skattefordeler legges til. Resultatet vil være verdien på egenkapitalen. Teknikken får ofte navnet "Enterprise Value metoden".

Utgangspunktet for de fremtidige kontantstrømmene fra driften vil være Vikings normaliserte EBITDA(earnings before interests, taxes, depreciation and amortization). Dette

fordi en finansiell investor kun er interessert i de rene driftspostene som gir kontantstrømmer som bedriften fritt kan benytte i fremtiden.

Metoden krever også at kontantstrømmens siste ledd beregnes som en utgangs- eller horisontverdi. Denne verdien søker å gjenspeile pålydende verdi av Viking ved neddiskontering av alle fremtidige kontantstrømmer. Hele den fundamentale verdsettelsesprosessen vises i større detalj gjennom følgende figur nedenfor.



Figur 3.4: Oversikt over hele den fundamentale verdsettelsesprosessen.

4. Strategisk analyse

”Never invest in a business you cannot understand.”

Warren Buffet - Amerikansk investor

4.1 Innledning

Strategisk analyse er å se historien, trender og bedriftens posisjon kontra konkurrentenes og markedet i en sammenheng.¹¹ Denne sammenhengen skaper en grunnmur og et beslutningsgrunnlag angående lønnsomheten og ressurser en bedrift innehar i en gitt bransje under en gitt økonomi.

Strategisk tenkning krever at ledere forstår hvordan struktur- og konkurransedynamikken i bransjen påvirker bedriftenes ytelse og lønnsomhet.¹² Den vil gjøre dem i stand til å foreta bedre strategiske valg både med tanke på dagens situasjon og ikke minst i forhold til fremtiden.

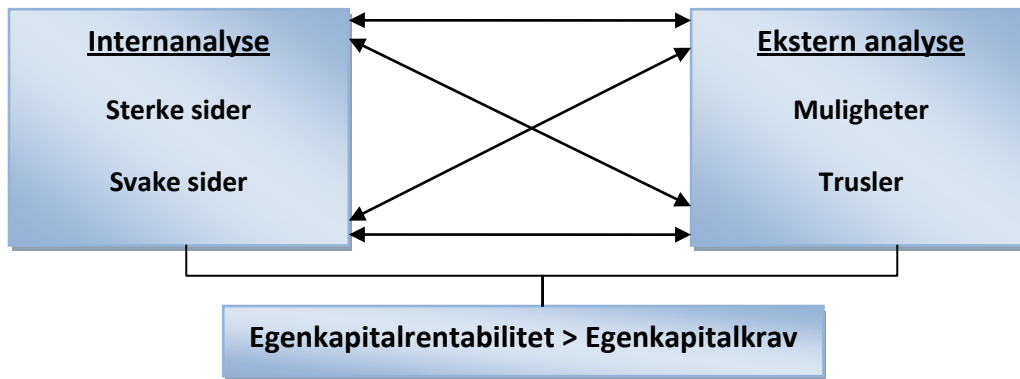
Den strategiske analysen vil også være avgjørende for hvordan en finansiell investor vurderer fremtidig inntjening og videre lønnsomhet i en eventuell verdivurdering av et selskap. Verdsettelsen vil alltid være påvirket av flere skjønsmessige vurderinger, og en grundig og omfattende strategisk analyse vil således kunne gi verdsettelsen dybde og større grad av treffsikkerhet.

4.2 Rammeverk for strategisk analyse

SWOT-modellen danner rammeverket for den strategiske analysen og danner grunnlaget for å vurdere eventuelle trusler og muligheter, og sterke og svake sider i en større sammenheng, med tanke på strategi valg og fremtidig lønnsomhet.

¹¹ Kinserdal, Finn. (2009).

¹² Hill, C.W.L. og Jones, G.R. (2004).



Figur 4.1: SWOT-modellen.

En ressursbasert intern analyse vil gi en oversikt over de ressurser Viking har til rådighet og som enten kan gi dem varige konkurransefortrinn, eller hindre eller oppheve videre utvikling. Her har jeg valgt å benytte analyseverktøyet KIKK, som gir hovedkildene til konkurransefortrinn. Ut fra denne vil jeg utføre en SVIMA-analyse for å se om fortrinnene er varige.

En ekstern bransjeanalyse skal bidra til en synliggjøring av eventuelle utfordringer og trusler Viking som *fotballklubb* står ovenfor, både internt i markedet og eksternt fra andre aktører som leverandører eller kunder. Jeg har valgt å gjøre dette ved hjelp av Porters faktormodell.

Først vil jeg utføre en markedsavgrensning, for så å presentere en makroøkonomisk analyse, begge disse vil fungere som en grunnmur for både den interne og eksterne analysen. Den makroøkonomiske analysen tar sikte på å vurdere de økonomiske forhold som Viking må operere under. Dette fordi disse forholdene kan ha noe å si for både Viking som klubb direkte eller via aktører som den er avhengige av, som for eksempel kunder eller sponsorer. Her vil jeg benytte meg av PESTE-modellen.

Sammen vil en utnyttelse av de tilgjengelige sterke sidene og mulighetene i bransjen, samt en nøytralisering av trusler og et oppgjør med de svake sidene, kunne føre til at Viking kan høste en profitt som er større enn avkastningskravet.

4.3 Markedsavgrensning

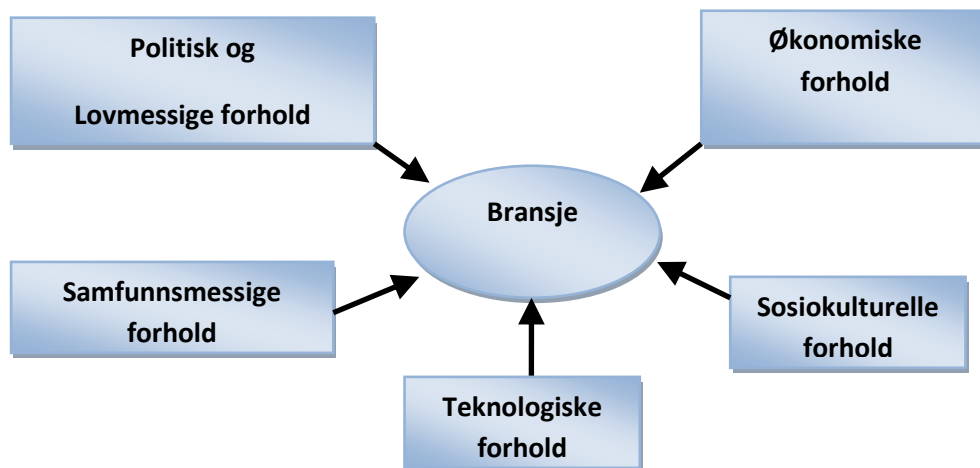
Jeg definerer bransjen "toppfotballen i Norge" som de 16 lagene som til en hver tid spiller i Tippeligaen. Det finnes gode argumenter for at de 16 lagene i Adeccoligaen også kunne

inngått i denne definisjonen, men jeg mener at forskjellene mellom Tippeligaen og Adeccoligaen er for store til at klubbene kan plasseres i samme bransje. Klubbene i Tippeligaen har gjennomgående budsjetter på et helt annet økonomisk nivå, mye bedre spillermateriell, bedre stadionfasiliteter og større publikumsoppslutning enn klubbene i divisjonen under. Det skal sies at det hvert år selvfølgelig skjer et bytte av klubber i den grad at noen rykker opp og noen rykker ned, men da må som regel disse klubbene ta konsekvensene av dette å tilpasse seg det nye livet i den nye ligaen. Jeg vil heller se på klubbene utenfor Tippeligaen som potensielle inntrengere.

Likeledes kunne man argumentert med at den norske fotballen er en del av en større internasjonal fotballbransje. Men jeg ville da møtt den samme argumentasjonen som ovenfor, bare med Tippeligaen som bransjen med økonomiske handikapp i forhold til de utenlandske klubbene.

4.4 Makroanalyse

For å få en forståelse av omgivelsene klubben opererer i benytter jeg PESTE -modellen. Her vurderer jeg hvordan demografiske, teknologiske, sosiale, politiske og økonomiske forhold påvirker både Vikings muligheter for bruk av de interne ressursene, samt påvirkningen av de eksterne bransjekreftene.



Figur 4.2: Peste-modell.

4.4.1 Politiske og lovmessige forhold (Political)

For en fotballklubb er det først og fremst de lovmessige forhold som har størst innflytelse. Det er sjelden noe politisk involvering, hvis man ser bort i fra fremtredende politikeres lyst til å fremme sitt favorittlag i media.

Fra den lovmessige side, og da som oftest representert ved Norges Fotballforbund(NFF) eller Fédération Internationale de Football Association(FIFA), kan det komme regler, vedtekter eller pålegg som påvirker driften av en fotballklubb.

I de senere år har for eksempel relasjoner mellom klubber og aksjeselskap aktualisert et behov for retningslinjer og begrepsavklaring. Det er for eksempel ikke lov for selskap å eie klubber. Klubbene skal eies av medlemmene, men klubbene kan på sin side helt eller delvis eie aksjeselskaper. Det er imidlertid viktig at klubben og aksjeselskapet anses som to uavhengige rettssubjekter.

Den vanligste strukturen er at aksjeselskapet mottar markedsrettigheter fra klubben mens klubben mottar økonomiske midler fra aksjeselskapet. Aksjeselskapet forplikter seg til at formålet med driften må være knyttet opp til klubben. Videre må spillerne være tilknyttet klubbene ved kontrakt, selv om det er aksjeselskapet som i hovedsak betaler lønnen. Klubbene har heller ikke anledning til å inngå avtaler med et selskap eller et konsern som selv eier mer enn 10 prosent i en konkurrerende klubb. Dette for å sikre konkurransesituasjonen, eksklusivitet og habilitet i seriesystemet.¹³

4.4.2 Økonomiske forhold (Economic)

Dette er det makroøkonomiske forholdet med størst betydning og hardest innvirkning på Viking som fotballklubb. Følgene av den pågående globale finanskrisen har etter hvert også nådd fotballen. Virkningene av krisen er allerede merkbare, og det er nærliggende å tro at vi ikke har sett den endelige effekten av krisen.

Krisen gjenspeiles først og fremst ved at klubbene utviser større forsiktighet når det gjelder økonomisk satsning. De store spillerovergangene uteblir, og en generell nøkternhet er påkrevd. Norske klubber påvirkes av en nedgang i sponsorvillighet, og det faktum at det er vanskeligere å få solgt spillere. Videre må klubbene tilpasse lønnsnivået til inntektene, noe som kan gjør at de ikke alltid vil klare å tiltrekke seg de beste spillerne. Disse forhold er nok mest prekære for de mindre klubbene. De største klubbene som Viking og Brann, som har

¹³ NFF.no, "Samarbeidsavtale med AS".

prestert bedre resultater enn andre den siste tiden, er mindre påvirket. Disse har imidlertid også varslet en mer nøktern pengebruk.

Som eksempler på finanskrisens påvirkning kan det for eksempel nevnes at Lillestrøm nå ser seg nødt til å selge unna spillere samt deler av Åråsen stadion. I Bodø Glimt har den trofaste midtbanespilleren Runar Berg sagt seg villig til å spille gratis ut 2009 sesongen på grunn av klubbens vanskelige stilling. Lyn dropper treningsleir for å spare penger, og sponsorsjef i DnB NOR, Jacob Lund, spår en nedgang i sponsormidler til fotballen på hele NOK 300 millioner i 2009.^{14,15}

Selv om Viking er en av få klubber som leverer positive økonomiske resultater er heller ikke de upåvirket av krisen. "Vi har fortsatt en sunn økonomi og er vel blant de få klubbene som ennå har god handlekraft. Men også vi ser at det er større usikkerhet omkring inntektene enn tidligere", uttaler Vikings sportsdirektør Egil Østenstad til Stavanger Aftenblad 10.02.2009.¹⁶ Dette forteller at fremtiden, også for Viking, vil bli preget av mer edruelige økonomiske rammer og betingelser.

På den annen side kan det i ytterste konsekvens hevdes at den tøffe økonomiske tiden vi er inne i kanskje kan være til det beste for klubbene, i hvert fall på lang sikt. Kanskje har lønningene vært kunstig høye både i forhold til resultatene levert på banen, ikke minst i forhold til andre arbeidstakere i samfunnet. Slik sett kan en korrigerende og mer ansvarlig drift være med på å sikre at driften av norske fotballklubber blir mer fornuftig i fremtiden.

4.4.3 Sosiokulturelle forhold (Social)

Forholdet dreier seg om menneskers etikk, moral og verdier. Det første jeg tenker på er Vikingspillerne som rollemodeller for de yngste i samfunnet. Gjennom sitt virke på banene blir flere av de mest kjente spillerne idealisert og beundret av mange fotballinteresserte unge gutter og jenter. Dermed følger det også et ansvar for disse spillerne i å te seg skikkelig både på og utenfor banen. Spillere som ikke er sitt ansvar bevisst, kan få følger for klubben i den grad spillerne assosieres direkte til klubben.

¹⁴ Dagbladet.no, "Spår sponsorflukt fra toppfotballen i 2009".

¹⁵ TV2-sporten.no, "Lyn må droppe treningsleir".

¹⁶ Aftenbladet.no, "Ingen ny Viking-spiss".

I de siste årene har fotballarenaen også blitt brukt i kampen mot Rasisme gjennom kampanjen MOT. Aksjonen tar sikte på å vekke folks oppmerksomhet i kampen mot rasisme. Dette er et av en rekke beundringsverdige tiltak idretten og fotballen er med på å belyse.

For Vikings del har klubben et prosjekt som heter "vennskap og entusiasme", dette er et program der de inviterer ungdommer til en dag på Viking stadion. Målet er å lære dem viktigheten av gode holdninger, forebygge mobbing og skape et inkluderende nærmiljø.¹⁷

4.4.4 Teknologiske forhold (Technological)

Når det gjelder selve fotballspillet ser jeg ingen tekniske forhold som påvirker Viking som klubb. Fotball spilles og har alltid blitt spilt med 22 mann, der hensikten er å sette ballen i mål som er 244 cm høye og 732 cm brede. Slik sett er det lite teknologiske nyvinninger kan gjøre for at selve spillet skal videreutvikles.

Men flytter vi oss fra fotballbanen og over til hvordan kampene formidles, har det skjedd og fremdeles skjer store forandringer. Bare foran 2009 sesongen ser vi hvordan utvikling har skutt fart. Det er for eksempel blitt stor konkurranse om å kunne vise kampene på internett. Vi har i dag flere tilbydere, mot kun en tidligere. Internett er med på å spre fotballen til flere tilskuere, folk flest får større valgfrihet med tanke på hvilken kamp de ønsker å se og man kan se kamper direkte eller i opptak akkurat når det måtte passe, uavhengig av hvor i verden man befinner seg. Dette øker også sponsorvilligheten all den tid hver enkelt fotballklubb er mer eksponert på skjermen, og til flere mennesker.

4.4.5 Samfunnsmessige forhold (Environment)

Samfunnet som helhet påvirker alle marked. Dette gjøres uten at noen nødvendigvis er klar over det. Påvirkningen kan skje gjennom levestandard, lønnsforskjeller, befolkningsutvikling, etnisk fordeling eller kjønnsrollemønstre.

Ettersom Stavanger er Norges oljehovedstad er det en større konsentrasjon av kunnskap, penger og kapasitet i dette fylket enn i forhold til store deler av resten av landet. Det gjør at Viking som klubb i dette området kan nyte godt av særlig den store mengden kapital som er tilgjengelig gjennom suksessfulle bedrifter i Stavangerregionen.

¹⁷ Viking-FK, "Vennskap og entusiasme".

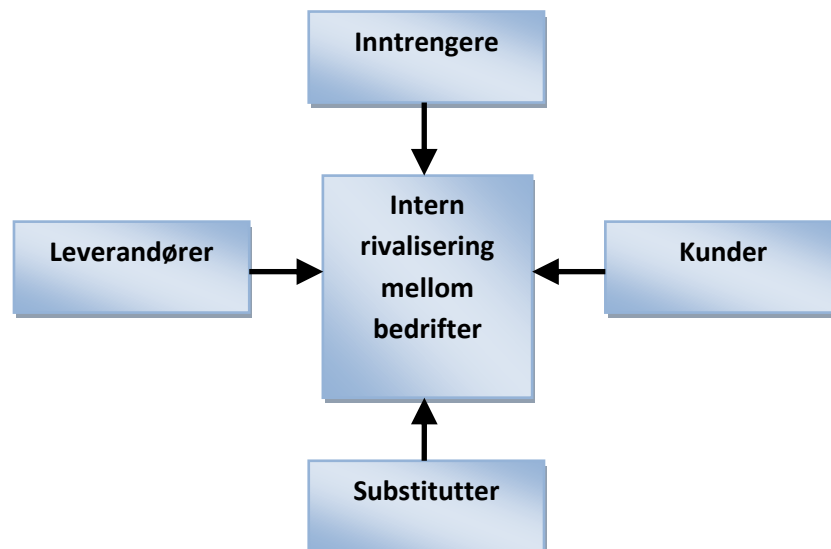
Videre er befolkningsøkningen større i Rogalandsområdet enn mange andre steder i landet. Både på grunn av tilflytning men også på grunn av større fødselsrater.¹⁸ Dette vil kunne gi grunnlag for en stor talentbase for Viking i fremtiden.

En generell økning av levestandarden kan videre være med på å gi Viking, og andre klubber, en økonomisk oppsving, ettersom mennesker med økt levestandard også øker bruken av goder som ikke er livsnødvendige. Goder som for eksempel underholdning i form av en fotballkamp, eller kjøp av supporterutstyr.

4.5 Eksternanalyse^{19,20}

4.5.1 Porter's fem konkurransekrefter

Porter's 5 konkurransekrefter består av fem ulike faktorer som kan påvirke og forme en bransjes lønnsomhet, profitt og konkurransesituasjonen i et spesifikt marked. Sterke krefter er en trussel i den grad de vil kunne begrense muligheten til profitt, motsatt vil en svak kraft være en mulighet for økt lønnsomhet.



Figur 4.3: Porter's fem konkurransekrefter.

4.5.2 Rivalisering

Den interne rivaliseringen dreier seg om den interne kampen mellom bedrifter i deres kamp om markedsandeler og markedsrett. Dette konkurranstrykket sier noe om hvor store muligheter eller

¹⁸ Rogalandsavis.no, "Futt i formeringen".

¹⁹ Hill, C.W.L. og Jones, G.R. (2004). "Strategic Management Theory: An Integrated Approach".

²⁰ Stensaker, Inger. (2006).

begrensninger det vil være for å tilrive seg profitt ut over det som er normalt under frikonkurranse. Et høyt trykk vil føre til at kundene kaprer mer av overskuddet enn strengt nødvendig, sett fra bedriftenes side, gjennom konsumentoverskuddet. Determinanter som avgjør rivaliseringen er:

- Markedsstruktur

Strukturen på bransjen har en direkte effekt på nivået av rivalisering og dertil muligheter for profitt. Ved en fragmentert bransje, det vil si mange små og like bedrifter, er rivaliseringen ofte sterk og ingen har nok makt til selv å påvirke prisen. Mens det i en konsolidert bransje, som kjennetegnes av få og store bedrifter, ofte skapes et avhengighetsforhold mellom aktørene som fører til mindre rivalisering og økt lønnsomhet.

- Etterspørsel

Stor etterspørsel etter bransjens produkt vil kunne minimere den interne rivaliseringen i den grad selskapet ikke behøver å konkurrere like hardt for å kapre markedsandeler. Dette vil øke lønnsomheten på grunn av mindre konkurranse. Videre påvirkes etterspørselen av hvor bransjen er i livssyklusen. Kort forklart vil etterspørselen kunne være liten til moderat i en oppstartsfase, mens den vil øke utover den modne fasen, før den vil avta i den avtagende fasen.²¹

- Inngangsbarrierer

Hvis det er lett å etablere seg i en bransje vil det bety en økt rivalisering og lavere lønnsomhet. Man må i en slik situasjon hele tiden prøve å være kostnadsledende slik at det ikke vil være lønnsomt for andre å entre markedet. Dermed kuttes det på marginen og profitten utvannes.

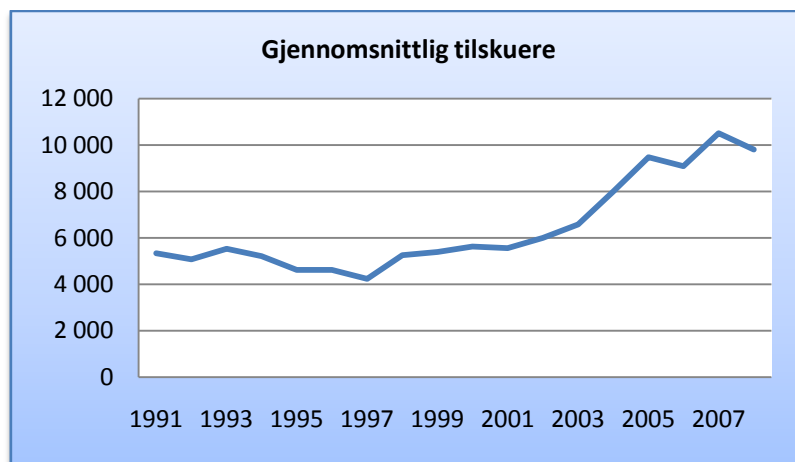
- Utgangsbarriere

Størrelsen på utgangsbarrierene vil kunne påvirke den interne rivaliseringen. Hvis det er vanskelig å legge ned og avslutte en bedrift, vil det kunne føre til at bedriften forblir i markedet selv om den driver ulønnsomt. Slike barrierer kan vises i form av enten rene økonomiske forhold, strategiske vurderinger eller emosjonelle hensyn.

Når det gjelder etterspørselen etter produktet toppfotball kan denne illustreres gjennom antall tilskuere i Tippeligaen de siste årene. Som vi ser har det vært en økning fra slutten av 1990-tallet og frem til 2007. Denne økningen kan skyldes flere ting, men det mest nærliggende er nok at Tippeligaen ble bedre som produkt, mer eksponering i tv og media og flere nye anlegg rundt om i landet, spesielt ser vi en rimelig stor økning rundt 2004 da Viking

²¹ Stensaker, Inger. (2006).

Stadion åpnet og som førte til at Viking nesten doblet den gjennomsnittlige tilskuermassen fra 6712 i 2003 sesongen til 12450 i 2004.²²



Figur 4.4: Gjennomsnittlig tilskuere tippeligaen 1991-2008.

En økning i etterspørselen etter produktet tilsier normalt en noe lavere intern rivalisering. Dette fordi lagene da ikke trenger å konkurrere så hardt for å opprettholde de samme markedsandelene som før. For fotballklubber er dette imidlertid ikke spesielt relevant. Det er ytterst sjelden at tilhengere skifter favorittlag, og de store klubbene er ofte såpass atskilt med klare geografiske grenser som gjør det lett å "velge". Samtidig finnes det, spesielt i Oslo, tilfeller der flere store klubber kjemper om den samme tilskuermassen. Men også her er det til en viss grad avgjort hvilket lag man vil følge, avhengig av hvor man er født og oppvokst.

Når det gjelder utgangsbarrierene er de særdeles høye, og da spesielt av emosjonelle grunner. Det oppleves nesten aldri at en toppklubb avslutter virksomheten og legger ned driften. Mange tilhengere har et stort hjerte for favorittklubben sin og ofte ser vi at fotballklubber redde av privatpersoner, lokalmiljøet eller kommunen. Dette skjer ofte i tilfeller der klubben hadde blitt lagt ned hvis den var en normal bedrift. Dette kan, og vil, føre til at aktører i bransjen driver ulønnsomt og ikke gir seg når de bedriftsøkonomisk burde gjøre det.

Strukturen i toppfotballen er rimelig fragmentert med hele 32 klubber i de to øverste divisjonene. Likevel mener jeg det kun er et par få aktører som har evnen til å kjempe helt i

²² Aftenbladet.no, "Tilskuertall".

toppen, i alle fall over tid. Dette gjør at bransjen kan ses på som konsolidert. Få store klubber skulle tilsi lavere rivalisering, men i fotballbransjen mener jeg denne teorien ikke holder helt. I denne bransjen huskes som regel ikke den som blir dårligere enn nummer tre, noe som fører til en sterk rivalisering for å nå toppen. Alle aktører som har evne til å kjempe i toppen har også dette som mål. Dermed har vi flere lag med mål om toppllassering enn det finnes toppllasseringer. Resultatet er økt rivalisering.

Til slutt vil jeg si noe om kostnadene i denne bransjen. Som for mange idrettsforetak som er rimelig personalintensive utgjør faste kostnader, som høye lønninger, en stor del av utgiftsposten. I Viking har for eksempel den samlede lønnskostnaden ligget på rundt 40 % av de totale kostnadene de siste sesongene, og det er etter et par sesonger med nedgang i den relative lønnsposten. Slike høye kostnader er med på å skape et enormt press på klubbene om å dekke inn disse i løpet av sesongen. For å kunne gjøre det, er klubben i siste instans avhengig av en viss form for sportslig suksess, og den kommer som regel ikke uten stor konkurranse fra de andre klubbene.

Oppsummert vil jeg si at selv om fotballbransjen er karakterisert av høy etterspørsel og en konsolidert topp, er det hensynet til de høye kostnadene og store utgangsbarrierer, som gjør at det er et rimelig stort innslag av intern rivalisering.

4.5.3 Inntrengere

Hvor mange aktører det finnes i en bransje sier noe om hvor stor lønnsomheten er. Hvor mange som må dele kaken, har noe å si for hvor stort stykke hver enkelt får. Dermed er det en trussel for bedrifter i en bransje hvis denne er preget av lave inngangsbarrierer. Bedrifter som kan entre bransjen er potensielle konkurrenter og utgjør en trussel, samtidig som høye barrierer representerer en mulighet i form av et mildere konkurranselandskap. Determinanter som påvirker disse inngangsbarrierene kan blant annet være hvor lojale kundene er til et bestemt merke, hvor store byttekostnader kundene har ved å skifte fra et produkt til et annet, kostnadsforhold for bedriften og regulering fra myndighetenes side.

Fotballbransjen er på mange måter ganske satt i Norge. Det skal rimelig mye til å etablere seg på det øverste nivået og nærmest umulig å komme fra intet med et nytt lag. Bransjen er veldig kapital intensiv og bred økonomisk ryggdekning kreves for å kunne iverksette en storsatsning for å nå toppen med et relativt ukjent lag.

Det skal sies at det er blitt prøvd, og til dels lykkes, ved et par tilfeller de seneste årene. Stabæk bestemte seg for å satse ved hjelp av private investorer på midten av 90-tallet, og rykket relativt hurtig opp i seriesystemet. Det kuliminerte med seriegull i 2008. En gammel storhet som Fredrikstad opplevde noe av det samme, da de ved hjelp av investor Terje Høili også hurtig rykket opp fra 2 divisjon til tippeligaen etter nesten 20 år ute av det gode selskap. Videre kan Randabergs satsing ved hjelp av Acta gründer Fred Ingebrigtsen på midten av 2000-tallet vise at mye er mulig med mye penger.²³ De startet satsningen i 3. divisjon i 2007 og hadde nok i dag vært i 1 divisjon hadde det ikke vært for Ingebrigtsens private problemer som gjorde at klubben måtte moderere satsningen. Likevel er dette heller eksempler på unntaket som bekrefter regelen. Det skapes også en enorm fallhøyde med slik ensidig satsning. Selv med en utømmelig bankkonto betyr det ikke at klubben besitter en kultur, publikumsgrunnlag eller sponsorappell som kreves for toppfotballen.

Det er ikke stor fare for umiddelbare inntrengere, i hvert fall ikke inntrengere som direkte truer klubben som regionens beste. Det er riktignok slik at det hvert år rykker opp lag fra 1. divisjon til Tippeligaen. Men det rykker samtidig ned like mange lag. Kvaliteten på de nyopptrykkede lagene er naturlig nok heller ikke all verden. Slik sett er den samlede trusselen ikke til stede, og det råder heller en slags mulighet i det at klubbene kan konkurrere med den viten at er de etablert i et geografisk område uten fare for å miste deres ledende stilling. I rene økonomiske termer er merkevaren til de etablerte klubbene såpass sterk at det skal mye til for at konkurrerende klubber kan slå seg opp. Nykommerne vil tape på de fleste felter som tilskuere, effektsalg og sponsorer.

4.5.4 Leverandører

Leverandørens forhandlings- og påvirkningsmakt har noe å si for lønnsomhetsvurderingen innad i en bransje. Er bransjen preget av få og store leverandører utgjør de en klar trussel med tanke på at de kan påvirke prisen kunden betaler for varen, samtidig som de er en trussel på den måten at de kan entre markedet selv, en såkalt vertikalintegrasjon.

I fotballen er det spillerne som i hovedsak kan sies å være leverandørene. Faktorer som kan være avgjørende for om spillerne har forhandlingsmakt er forhold som andre lags interesse

²³ Aftenbladet.no, "Randaberg satser 17 millioner".

for spilleren, prestasjonene på banen, lønn og kontraktslengde og om det er snakk om en stjernespiller eller en profil for klubben.

Generelt sett besitter enkeltspillere rimelig liten, om noen, forhandlingsmakt. De fleste supportere liker å uttale at "ingen spillere er større enn klubben". Jeg er enig, med noen få unntak, for eksempel for spillere som er så gode at klubben nesten er villig til å gjøre hva som helst for å beholde dem. Problemet blir da at spillerne selv vet at de er uhyrlig sterkt ønsket og slik sett oppnår stor forhandlingsmakt. Av spillerne i norsk toppfotball er det etter min mening ingen som besitter slike kvaliteter. Konklusjonen er dermed at fotballspillerne, som leverandører, ikke er en trussel for lønnsomheten i bransjen.

4.5.5 Kunder

Kundenes forhandlingsmakt kan være avgjørende for muligheten for profitt. Det avgjørende for effekten av denne forhandlingsmakten er antallet kunder og størrelsen på disse. Består bransjen av mange og små kunder, sluttbrukere, vil ikke deres forhandlingsstyrke nødvendigvis være av avgjørende karakter. Men med få og store kunder vil disse representere en viss forhandlingsmakt og lønnsomheten kan reduseres som følge av denne. Også her vil en mulighet for å entre markedet selv, være avgjørende for den endelige trusselen om mindre lønnsomhet.

Slik jeg ser det kan man i alle fall dele kundesegmentet i tre. Supportere, media og sponsorer.

Når det gjelder supportere består fotballbransjen i hovedsak av mange små sluttbrukere som er lojale til sitt favorittlag. Det er de som går på kampene, ser sendingene på tv og kjøper supporterutstyr. Det avgjørende er at fotballsupportere er en lojal gruppe, det medfører at de klubbene med store supporterbaser står ovenfor grupper med større forhandlingsmakt. Individuelt har nok en enslig fan liten påvirkningskraft, men som gruppe, og gjerne da supportergruppe, kan man oppleve en viss form for påvirkningskraft. For eksempel gjennom åpenlyst å vise frustrasjon over dårlig spill eller gjennom felles boikott av lagets supporterutstyr.

På den annen side kan det å ha en stor supporterskare i fotballbransjen sies å være en kilde til profitt snarere enn en trussel. En stor kundegruppe vil føre til at klubben ses på som mer

attraktiv for både sponsorer og spillere som vurderer klubber opp i mot hverandre ved et eventuelt klubbskifte.

Videre kan det være hensiktsmessig ikke å plassere alle supportere i samme bås. Slik jeg ser det har en klubb en todelt fanbase. På den ene siden finnes det en gruppe som går på kamp, kjøper supporterutstyr og følger laget uavhengig av hvordan den sportslige prestasjonen på banen er, "diehard fan". På den andre siden har man en gruppe som går på kamp for å bli underholdt, og der gjenkjøpseffekten direkte kan henvises til om de ble underholdt. Diehard fan gruppen trenger ikke klubbene å følge så tett opp, byttekostnaden til denne gruppen er høy, og de kommer tilbake uansett. Men den siste gruppen kan sies å ha større forhandlingsmakt all den tid de må underholdes for å komme igjen.

Den neste formen for kunder er media. Det er de institusjonene som kjøper tv rettigheter og som dermed er med på å bestemme hva det norske folk skal se av toppfotball. Med de voldsomme avtalene vi har sett de siste årene medfølger også betydelig makt og forhandlingskraft til de som sitter med rettighetene. Det er noen få, men store aktører og de kan således sies å inneha betydelig forhandlingsmakt sett fra et kundeperspektiv.

Sponsorer er også kunder med forhandlingsmakt. Store og små firma som kjøper reklame, står i lange køer for å få en VIP-losje, eller sikrer seg navnet på den nye stadion. Dette er som regel den posten på inntektssiden med flest nuller bak åpningstallet. Og med slike summer involvert som det er i de største klubbene i Norge, vil man også forvente å få noe igjen for pengene. Forhåpentligvis i form av økt salg av det produktet man reklamerer for, men også i form av makt og innflytelse via det å være sponsor i seg selv.

Dette avhenger selvsagt av størrelsen på kontrakten og hvilket firma det er. Samtidig som hvor i landet man er spiller inn med tanke på nedslagsfelt og eksponering. I bunn ligger sportslig suksess, og et kjempe populært lag appellerer til flere sponsorer og kraften til hver enkelt sponsor reduseres.

Alt i alt vil jeg si at kundene som gruppe har stor forhandlingsmakt, og da særlig på grunn av media og sponsorer. Med de store pengesummene som florerer i den moderne norske fotballen er det klart at flere vil ha en del av kaken. Det fører til konkurranse blant kundene

og den sterkeste overlever, resultatet vil være stor makt hos de som tilslutt sitter igjen med rettighetene og de store pengene.

4.5.6 Substitutter

Har kundene andre produkter som de like gjerne kan bruke utgjør det en trussel. Styrken på substituttet avhenger av byttekostnader, produktdifferensiering og pris/ytelse på substituttmarkedet. Samtidig kan økt konkurranse og lavere marginer på substituttmarkedet påvirke muligheten for at andre aktører entrer vårt marked. Det vil kunne påtvinge en kostnadsreduksjon hos egne produkter eller en kvalitetshevning av egne produkt som igjen er kostnadskrevenne.

Som et underholdningsprodukt må fotballen finne seg i å bli sammenlignet med nesten det som er av andre underholdningstilbud, det være seg åpenbare alternativer som andre sportsarrangementer, kino, teater og museum. Men også indirekte substitutt som det å se kampen på tv eller følge den på internett.

Jeg ser ingen grunn til å mene at brorparten av supporterne er indifferente mellom det å gå på kino eller fotballkamp hvis de må velge klokka 18.00 en søndags ettermiddag. En kinotur eller en teaterforestilling er noe du kan gjøre alle kvelder i uken mens en hjemmekamp med laget du følger er noe som kun skjer annen hver helg. Så selv om det kan argumenteres for at slike tilbud er et substitutt fra et rent underholdningsperspektiv tror jeg ikke det er tilfellet, i hvert fall ikke for kjernesupporterne.

Når det gjelder gruppen tilskuere som går på kamp for underholdningens skyld, trenger denne flere incentiver, utover selve resultatet, for å gå på kamp. Bedriftene eller klubben må derfor prøve å skape et helhetlig tilbud for å holde på det segmentet som krever noe ekstra utover 22 mann og en ball. Tydelige eksempler på dette er tilskuerøkningen flere klubber har opplevd etter åpning av ny stadion. Komforten og økning av andre fasiliteter som kiosker, restauranter og butikker er med på å øke størrelsen på dette segmentet.

Denne underholdningsgruppen er imidlertid mer prissensitive, og byttekostnadene betydelig lavere enn for den lojale supporter. Ved for høye priser skifter kunden til substitutter og lønnsomheten går ned. Og her tror jeg fotballen har en stor utfordring. Etter et tiår med særdeles stor økning i tilskuere og sponsortilgang kan det nå se ut som om det

blir tøffere tider. Da skal man vokte seg vel for ytterligere prishevinger og i alle fall hvis ikke produktet som leveres er det beste. Supporterne må ikke tas for gitt, klubben er prisgitt sine tilhengere og bør trå varsomt ved eventuelle prisstigninger. Resultatet er at man mister de fleste supportere bortsett fra den lojale kjerne. Og gruppen med virkelig lojale fans er som regel mye mindre enn gruppen med gjennomsnitts tilskuere.

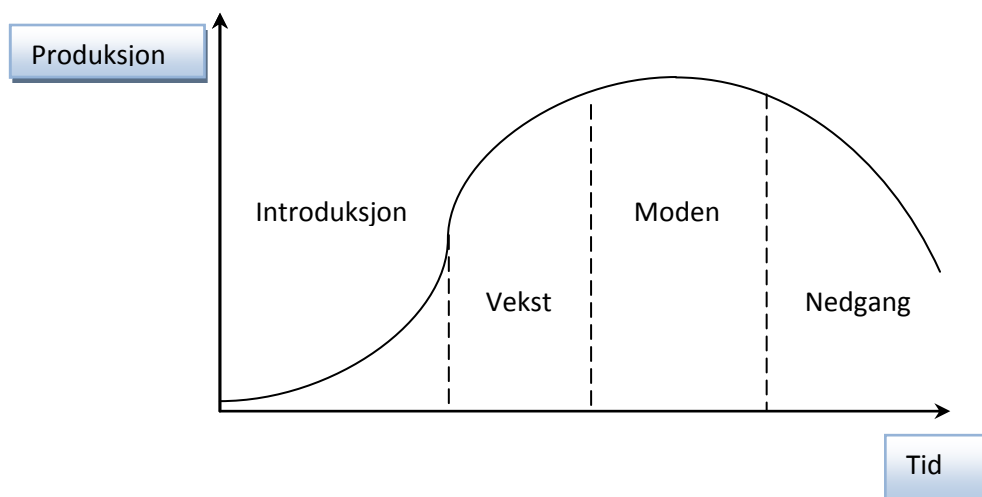
Når det gjelder det indirekte substituttet som er å følge kampen fra godstolen tror jeg dette er blitt vanligere i det siste. Med TV2s utvikling av sendingene fra Tippeligaen de siste årene følger også en større mulighet for at supporterne velger å se kampen hjemme. Da får man komforten av sin egen stue, analyser fra ekspertene og kommentator til kampen, samtidig som det er mye billigere. Nok en gang mener jeg substituttet kun er overførbart til den ene gruppen supportere. Den lojale tilhenger betaler billetten og går på kampen uavhengig av om kampen går på tv eller ikke. Mens de som ikke er 100 prosent interessert ser kampen på tv hvis ikke alt klaffer med å gå på kampen.

Alt i alt er substituttet avhengig av hvor stort segmentet med tilfeldige supportere er. Denne gruppen krever stor innsats fra klubbene for å sikre at de er fornøyde når de er på kamp og dermed villige til å kjøpe produktet igjen. Massen med lojale supportere er i dag ikke stor nok til å dekke inn de store kostnadene for fotballklubbene, og de er således avhengige av den gruppen som ikke lettest lar seg imponere.

4.6 Bransjens livssyklus

Hvor bransjen er i sin såkalte livssyklus har noe å si for potensialet i bransjen og det vil også kunne påvirke styrken til de overnevnte kreftene i Porters Five Forces modell.²⁴

²⁴ Stensaker, Inger. (2006).



Figur 4.5: Bransjers livssyklus.

Fotballbransjen er i mine øyne rimelig moden. Det vil si at det er en bransje som er satt og uten de store innovative skiftene. Bransjen har for det meste bedrifter, eller klubber i dette tilfellet, som har vært der i mange år og som kjenner bransjens spilleregler.

På den annen side kan spørsmålet om vi har sett toppen av den økonomiske velstanden innen fotballen stilles. Kanskje kan det stilles spørsmålsteget ved om den siste tv-avtalen vil være den mest innbringende for klubbene. Jeg tror det fort kan ta litt tid før vi ser like ekstravagante inntekter for klubbene. Den økonomiske krisen som vi opplever i dag vil etter hvert forplante seg til de avtaler klubbene og NFF vil gjøre om noen år.

Videre er det interessant å vurdere folks metningsgrad for fotball. Etter et par år der den norske fotballen er blitt presentert på høyt plan og gjennom mange kanaler, fortrinnsvis gjennom Tv2, kan det hende at folks lyst på fotballproduktet vil avta. I alle fall er det naivt å tro på en konstant fortsettelse av de siste års publikumsvekst og tv-seeroppslutning.

I en moden bransje skulle vi normalt se en konsolidering, men fotballen er spesiell i den grad at klubbene har en så sterk lokal forankring. Det er ikke naturlig for klubber å slå seg sammen med det formål å oppnå konkurransefortrinn, og en konsolidering av bransjen er derfor utenkelig.

I en moden bransje oppleves også en økning av inngangsbarrierene. Dette fordi erfaringen innad i bransjen overstiger nytten av å være ny. Resultatet blir at den interne rivaliseringen vil øke og den sterkeste overlever.

Tiltak som kan redde lønnsomheten i en slik bransje er økt fokus på kvalitet. Videre bør man passe på at produktet som leveres kan stå i mot nyvinninger som følge av overlegen kvalitet. Det er også viktig å skape byttekostnader for kunden slik at det blir for dyrt for vedkommende å skifte produkt. En bedrift kan bli i den modne fasen for evig, men det er kun hvis man dekker kundenes basisbehov. Dette blir derfor det viktigste for Viking og andre klubber. Basisbehovet for en fotballkunde er både å få dekket underholdningsbehovet og å få dekket den lidenskapelige siden ved det å være en fotballsupporter.

4.7 Internanalyse²⁵

En internanalyse tar for seg styrker og svakheter internt i virksomheten.

Jeg vil påpeke at det spesielt i den interne analysen vil gjøre seg gjeldende problemer som knytter seg til det faktum at jeg i utredningen opptrer som en uavhengig finansiell investor. Interne forhold i en bedrift er ofte vanskelige for en aktør på sidelinjen å bedømme, i alle fall fullt ut og med en dybde som er tilfredsstillende for en god analyse. Likevel kan man gjennom offentlig informasjon også gjøre seg opp selvstendige vurderinger som kommer til nytte ved den endelige verdsettelsen.

4.7.1 KIKK

En bedrift har konkurransefortrinn ovenfor sine konkurrenter når bedriften har en avkastning på investert kapital som er høyere enn den gjennomsnittlige avkastningen i sin bransje.²⁶ Det er fire kilder til konkurransefortrinn; Kostnadsstruktur, Innovasjon, Kvalitet og Kundeorientering. For å kunne oppnå disse konkurransefortrinnene må man ha ressurser, kapabiliteter eller aktiviteter.

Ressurser er faktorer som tillater en bedrift verdiskapning for sine kunder. Eksempler kan være kapital, fysiske, sosiale, menneskelige, teknologiske eller organisatoriske ressurser. En bedrifts ressurser deles i to typer. Den ene typen er materielle ressurser som for eksempel bygninger, maskiner og penger. Den andre typen er immaterielle, ikke-fysiske ressurser som er skapt av bedriften og de ansatte. Eksempler på slike er merkenavn, kunnskap og

²⁵ Stensaker, Inger. (2006).

²⁶ Hill, C.W.L. og Jones, G.R. (2004). "Strategic Management Theory: An Integrated Approach". s.76

kompetanse hos ansatte. Jo mer bransjespesifikk og vanskelig imiterbar en ressurs er, desto mer sannsynlig vil bedriften ha et konkurransefortrinn ovenfor sine konkurrenter.

Kapabiliteter er bedriftens evne til å organisere sine ressurser for å skape verdi. Denne evnen avhenger av bedriftens kultur, struktur og normer. Hovedpoenget for bedriften er å få det beste ut av ressursene. Bedriften gjør, eller ikke gjør, dette gjennom sine aktiviteter.

Kostnadsstruktur

En bedrifts kostnadsstruktur sier noe om hvor effektivt bedriften driver. Driften kan man effektivisere med en rekke tiltak som for eksempel forbedret logistikk, effektiv ledelse og produksjon, reduksjon i innkjøp eller redusert lager.

Hovedelementet under effektiviseringen av Viking de siste årene knytter seg til åpningen av Viking stadion. Resultatet ble både bedret logistikk og kostnadsreduksjon som følge av sentralisering av klubben rundt området i Jåttåvågen. Men mest av alt ble stadion en kilde til økte inntekter, noe som gjør at den også kommer inn som et mulig konkurransefortrinn i neste punkt.

Innovasjon

Innovasjon er utvikling av et nytt produkt eller en ny form for utvinning av eksisterende ressurs. Det å være oppdatert på det nyeste produksjonsmaterieell er også en viktig del av innovasjonsaspektet.

Det første jeg vil nevne er Viking stadion og området rundt. Selv om det er noen år siden den ble innviet er den fremdeles regnet som Norges fineste stadion og anlegget er i konstant utvikling. Det er også snakk om en utvidelse i nærmeste fremtid, både på grunn av en eventuell norsk EM søknad, men også som et resultat av at Viking har solgt ut stadion flere ganger de siste sesongene.²⁷ Videre er anlegget rundt hovedstadion også til nytte for klubben. I løpet av 2008 fikk klubben en ny innendørshall i Jåttåvågen og spillerne trener på fine gressbaner rett utenfor stadion. Stadion er også nabo med en nyopprettet videregående skole med egen idrettslinje.

²⁷ Aftenbladet.no, "Tilskuertall"

Jeg vil også nevne en fremtidsrettet ledelse og eiere. Da fotballen utviklet seg i rekordfart på slutten av 90-tallet og begynnelsen av 2000 så ledelsen i Viking, og da spesielt med dagens landslagstrener i fotball for kvinner, Bjarne Berntsen, at det krevdes en utskiftning av gamle Stavanger stadion. Prosjektet rundt ny stadion tok tid, kostet mye penger og førte til at andre områder av elitesatsningen, som nye spillere, måtte lide i en periode. Men arbeidet og satsningen var nødvendig og har vist seg å være svært lukrativt i etterkant. Videre ser jeg på det at Viking fotball ASAs største eier Ole Rugland også har en fremtredende rolle i Viking FK generelt er med på styrke Viking som helhet. Dette på grunn av de tidligere nevnte sidene ved en slik modell som at man får en mer strømlinjeformet ledelse med færre personer og ledd å forholde seg til.

Kvalitet

Det er en viktig faktor og et potensielt konkurransefortrinn å kunne tilby kundene sine kvalitet på produktet og god service, som gjennom prisen ikke står tilbake i forhold til konkurrentene. Samtidig er det viktig å få frem at det er oppfattet kvalitet som er det avgjørende, fordi kunder som ikke er fornøyd bytter til et annet produkt.

Siden produktet er fotballen som leveres på banen, kan man si at kvaliteten på det produktet kan skrives tilbake til kvaliteten på spillerstallen. Dermed får vi en ressurs bestående av spillerne og deres kvaliteter. Som en av de ledende klubbene i landet har også Viking en av de beste spillerstallene, så spør det om det å ha et bra lag på papiret kan overføres til spillet ute på banen. Måling av et lags spillerstall og kvaliteten på denne er både vanskelig og særdeles subjektiv. Men hvis vi tar utgangspunkt i en veldig forenklet ide om at man som regel får det man betaler for, så kan vi si at kvaliteten i en spillerstall kan gjenspeiles i regnskapet.

Videre kan en kilde til suksess og således et mulig konkurransefortrinn være Vikings ungdomsavdeling. Det brukes hvert år store summer på spillerutvikling og forming av de yngre talentene i Viking. Seneste for halv annet år siden ansatte klubben to rene talentarbeidere, tidligere hovedtrener Kjell Inge Olsen som talentsjef og tidligere storspiller Svein Fjælberg som talentutvikler.²⁸ Dette for å styrke arbeidet med å finne de lokale

²⁸ Viking-FK.no, "Olsen og Fjælberg ansatt".

talentene og finne de tidlig. Dette vil igjen resultere i bedre spillere, reduserte utgifter til spillerkjøp og kanskje, hvis man finner den rette spilleren, muligheter for inntekter ved videresalg. Juniorlaget til Viking gjorde en strålende innsats i 2008 og ble nummer to etter å ha tapt for Stabæk i finalen. Det kan også nevnes at Viking tilbyr fotballfritidsordning(FFO) for skoleklasser som et alternativ til den vanlige skolefritidsordningen. Her møtes barn et par ganger i uken for trening, lekselesing og et sunt måltid.

Kundeorientering

Her er det snakk om å dekke kundenes behov. Man må kjenne sine kunder og de forskjellige segmenter av kunder som benytter seg av bedriftens tilbud. Man må vite hva de krever, reagerer på og hva som skal til for gjenkjøp.

Den viktigste ressursen her er Stavangerpublikummet. Dette omfatter også regionen rundt selve Stavanger by. Stavangerpublikummet har ikke alltid blitt sett på som det beste og mest lojale publikummet, men tallene viser at publikum har møtt trofast opp siden den nye stadion kom. Publikum har også stilt opp i tider da prestasjonen på banen ikke har vært den beste, sågar ble det som kjent nesten nedrykk i 2006 sesongen. Gjennomsnittet på Viking stadion var i 2004 sesongen høyt, 12450 tilskuere, og har fortsatt å stige til 15379 i 2008.²⁹

Samtidig kan man si at den geografiske beliggenheten også er et konkurransefortrinn. Det at Viking ikke har noen direkte konkurrenter i umiddelbar nærhet styrker deres posisjon i lokalmiljøet. De fleste unggutter som vokser opp eller flytter til området gjør det med Viking som storebror og naturlige favorittlag. Vikings geografiske nedslagsfelt kan man definere som hele nord Jæren. Det vil si at utenom de naturlige områdene som Stavanger og Sandnes, kommer det vikingtilhengere til kamp fra Egersund, øyer i Ryfylke og sågar fra Karmøy og Haugesundsområdet.

Videre kan gode samarbeidsavtaler og store sponsorer være et konkurransefortrinn. Når det gjelder Viking har de i en årrekke hatt trofaste og stødige sponsorer. Best representert ved kraftselskapet Lyse som har vært hovedsponsor for Viking siden 1994.³⁰ Og selv om det i

²⁹ Aftenbladet.no, "Tilskuertall".

³⁰ Lyse.no, "Sponsing og samfunnsstøtte".

vanskelige finansielle tider er blitt tøffere å dra inn store sponsorkontrakter, ligger klubben i toppen når det gjelder størrelsen på avtalene.

Finansielle midler

Dette er et mer generelt konkurransefortrinn. Likevel er det vesentlig for klubbene å ha en viss form for handlefrihet, i alle fall når det kommer til muligheten for å hente inn nye spillere. En romslig økonomi kan bety et være eller ikke være for en klubb på de øverste nivåene. Skal man overleve må man satse og denne satsningen må over være i mangemillionersklassen. De fleste klubbene i tippeligaen har budsjetter på godt over 70 millioner i omsetning, med Rosenborg som den desidert største med et budsjett på rundt 190 millioner for 2009 sesongen.³¹ Viking ligger helt i toppen på en 5 plass med rundt 120 millioner. Samtidig er klubben en av få som har kunnet presentere positive resultater de siste årene. Dette er kommet samtidig som man har opplevd rimelig friske satsninger på nye spillere. Som følge av åpningen av Viking stadion økte Vikings inntekspotensial betraktelig og pengene har også fått bein å gå på. Selv i de relativt dårlige tidene vi opplever i dag, der de fleste klubbene sliter, er det penger å investere for Vikings del. Ifølge administrerende direktør Erik Forgaard har klubben opp i mot 15-20 millioner å handle for før 2009 sesongen.³²

4.7.2 SVIMA-analyse

Dette er et verktøy som analyserer bedriftens ressurser og avgjør hvilke av dem som kan gi eller gir konkurransefortrinn. For at en bedrift skal kunne oppnå varige konkurransefortrinn er det fem kumulative vilkår som må være oppfylt. Dersom kravene er oppfylt har bedriften en ressurs som gir varig lønnsomhet ut over gjennomsnittet. De fem vilkårene er;

Sjelden: en ressurs som ikke konkurrentene har av lik mengde og/eller kvalitet

Viktig: en uviktig ressurs gir ikke grunnlag for økt lønnsomhet.

Ikke imiterbar: ressursen må ikke kunne kopieres eller substitueres av konkurrenter

Mobilisert: ressursen må være utnyttet og omsatt til økonomisk vekst eller verdi

³¹ Rosenborg Ballklubb, budsjett for 2009.

³² TV2-sporten.no, "Slik rammes din klubb".

Appropriert: hvorvidt bedriften eier eller leier ressursen, og videre at det er bedriften selv, og ingen andre, som sitter igjen med verdiene som ressursen skaper.

Nedenfor følger en oversikt over de forskjellige utfallene ut i fra hvilke av vilkårene som er oppfylt.

	Sjelden	Viktig	Ikke Imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Utfall- varig fortrinn
Ressurs 1	Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ressurs 2	Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt
Ressurs 3	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig
Ressurs 4	Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt varig
Ressurs 5	Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Varig, ikke appropriert
Ressurs 6	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig

Tabell 4.1: Svima analyse.

Jeg vil nå gå gjennom de ressursene jeg kartla under KIKK analysen for å se om de gir Viking varige konkurranse fortrinn.

Viking stadion

Selv om det er mange andre klubber i tippeligaen som også etter hvert har fått fine stadionanlegg så regnes fremdeles Viking stadion som et av de fineste anleggene det spilles fotball på i Norge, kanskje hele Norden. Således velger jeg å se på den som sjelden. At det var viktig for Viking å få det nye stadion er forklart tydelig tidligere i teksten. Man kan nesten si det var på grensen til tvingende nødvendig med et nytt stadion for å henge med i toppen av norsk fotball. Den nye stadion kan sies å være utnyttet av Viking i form av økte inntekter og et bedre utstillingsvindu for produktet klubben selger. Det er også Viking selv som sitter igjen med verdien av denne stadion. Likevel kan jeg ikke argumentere for at ikke andre klubber kan bygge sine egen topp moderne stadioner. Noen har gjort det, og de fleste tippeligaklubbene, og sågar førstedivisjonsklubbene, har planer for bygging klare. Slik sett er ikke ressursen ikke-imiterbar og Viking stadion er kun et midlertidig konkurransefortrinn.

Fremtidsrettet ledelse

En god ledelse er ikke noen selvfølge, og Viking har vært heldige som har hatt en god og langsiktig tenkende ledelse de siste årene. Andre tippeligaer har kanskje vært mindre heldige de siste 10-20 årene, med store underskudd og avhengighet av eksterne investorer for å sikre videre drift. Det kan vanskelig argumenteres for at slik god ledelse er sjelden, men jeg mener det ikke er langt unna. At det er viktig synes klart, spesielt i en vanskelig økonomisk tid med mange utfordringer i tiden fremover. Ledelsens sammensetning og de ulike deltakernes kunnskaper og erfaringer er vanskelig å vurdere i forhold til om det er imiterbart eller ikke, og selv om deres egenskaper og kunnskaper ikke kan imiteres, så vil det ikke si at deres handlinger ikke kan bli imitert. Ledelsens kunnskap, erfaringer og sammensetning kan holde bedriften et steg foran konkurrentene, men handlingene kan imiteres. Videre må nytten av ledelsens handlinger sies å ha kommet Viking til gode, samtidig som det vanskelig kan argumenteres for at nytten fra deres ledelse ikke kun har tilfalt Viking. Ledelsen blir dermed et midlertidig konkurransefortrinn, også fordi den samme ledelsen ikke kan sitte varig.

Spillerstall

En god spillerstall er både sjelden og viktig. Viktig i den forstand at det er grunnlaget for hvordan produktet klubben selger tilslutt ser ut. Sjelden i den forstand at det er ikke mange klubber som har en noe særlig bedre stall enn andre. Jeg vil si at så lenge man befinner seg i topp fem i Norge er stallen ganske sjelden, og her mener jeg Viking befinner seg. Man kan også si verdien er utnyttet så lenge man er i stallen. De spillerne som sitter på benken eller av andre grunner ikke spiller, har også en rolle i gruppen, som treningspartnere eller som reserve når noen er skadet. Det gjør dem mobilisert. Og det er Viking som nyter godt av spillerne når det er Vikings drakt de tar på seg til hver kamp. Selv om man føler at egen spiss er mye bedre enn konkurrentens, hindrer det ikke motstanderen fra å hente inn en toppspiss selv. Det kan i ytterste konsekvens tenkes at konkurrenten kjøper ens egen spiss. Slik sett er spillerstallen imiterbar, og den er derfor kun en midlertidig ressurs.

Ungdomsavdeling

I dagens fotballhverdag blir det for de mindre markedene, som det norske, viktigere å sørge for et godt ungdomssystem. Dessverre er dette ofte en nedprioritert post på budsjettet. Dette er fordi resultatene av god ungdomssatsning kommer senere, og er vanskeligere å

måle, enn for eksempel det å innhente en etablert utlending i dag. Selv om Viking i dag har et bra program hindrer det ikke andre klubber i å ha det samme. Da gjenstår forskjeller knyttet til de geografiske områdene talentene kommer fra. Og det finnes ingenting som tilsier at noen områder bidrar med flere talenter enn andre. Ressursen er således et midlertidig fortrinn.

Stavangerpublikummet

Et godt publikum er ofte omtalt som den 12 mann på laget. Sånn sett er det en viktig ressurs å ha. Dersom man ser på de forskjellige arenaene i Norge er det ikke alle forunt å ha skikkelig oppbakking på hjemmebane. Det er heller ikke så veldig lett å imitere en slik supporterkultur der man løfter laget til seire etter seire på hjemmebane. Det handler om kultur, og er ikke noe man plutselig over natten oppnår eller lager. Et voluminøst publikum kan både hjelpe og skade et lag, men det er alltid det laget man støtter som får verdien av støtten. Jeg mener Viking har et godt hjemmepublikum som de får utnyttet så å si hver hjemmekamp. Selv i dårlige tider har de stilt opp. Jeg mener derfor at Stavangerpublikummet er et varig konkurransefortrinn.

Geografisk beliggenhet

Å ha et stort og ubestridt nedslagsfelt er en viktig, og ikke minst sjelden ressurs. I dagens fotball der man lever av antall tilskuere, antall talenter og antall sponsoravtaler er det viktig å ha mye å ta av. Det er også relativt sjeldent å ha store områder med mange innbyggere der man alene er hovedaktør. Geografisk beliggenhet er nesten umulig å imitere. Videre er det kun Viking som profiterer på at nord Jæren regionen er såpass stor, og med liten konkurranse for øvrig. Om ressursen er fullt ut utnyttet er vanskelig for en ekstern analytiker å vurdere. Års erfaring har vist at det kommer tilskuere til hjemmekampene fra nesten hele fylket, noe som betyr at ressursen er mobilisert. Dermed er Vikings geografiske beliggenhet et varig konkurransefortrinn.

Sponsorer/forretningsforbindelser

Når det gjelder sponsorer og andre forretningsforbindelser så virker det klart at det er viktig å ha på plass gode avtaler og lojale samarbeidsavtaler. Når sponsorinntekter for Vikings del utgjør opp mot 50 prosent av omsetningen sier det seg at de representerer en betydelig del. Avtalene Viking har kan sies å være ikke-imiterbare i den grad samme selskap svært sjelden

er sponsor for flere klubber, og uansett vil aldri en avtale være helt lik fra klubb til klubb. At ressursen er mobilisert synes klart all den tid det meste av inntekter en fotballklubb har går ut igjen i form av diverse kostnader. Når det gjelder ressursens approprierbarhet vil jeg si at den er noe uklart. Det er Viking som mottar det økonomiske vederlaget i en slik avtale, men motparten får en betydelig del av goodwill gjennom en slik støtte som ikke tilfaller Viking. Samtidig er ikke forskjellige avtaler særlig enestående, snarer tvert i mot. Alle toppklubber har store sponsoravtaler med forskjellige firma. Det gjør at ressursen ikke kan ses på som sjelden og er således en paritet, det vil si noe en konkurrent også kan skape.

Finansielle midler

Etter år med finansiell opptur for fotballklubbene har finanskrisen også nådd dem. I slike tider er det uhyre viktig med finansielle midler, og de finansielle midlene som finnes er sjeldne. Flere og flere klubber sliter, og positive resultater og oppbygning av egenkapital er fremmedord. Likevel synes det klart at man gjennom forskjellige finansieringsmetoder kan klare å imitere finansiell styrke. Historien viser at det er flere investorer eller "rike onkler" som ut i fra personlige, heller enn økonomiske motiver, bruker mye penger på en fotballklubb. Det skal heller ikke mer til en et godt spillersalg eller en heldig europacuptrekning til før man kommer over en del penger. Ressursen er derfor for Vikings del kun et midlertidig fortrinn. Det skal allikevel påpekes at mangel på finansielle midler er mye farligere negativt sett enn den positive siden ved å ha et midlertidig fortrinn. Uten noen form for midler er man særdeles lite konkurransedyktig i dagens fotball.

4.7.3 Oppsummering KIKK og SVIMA

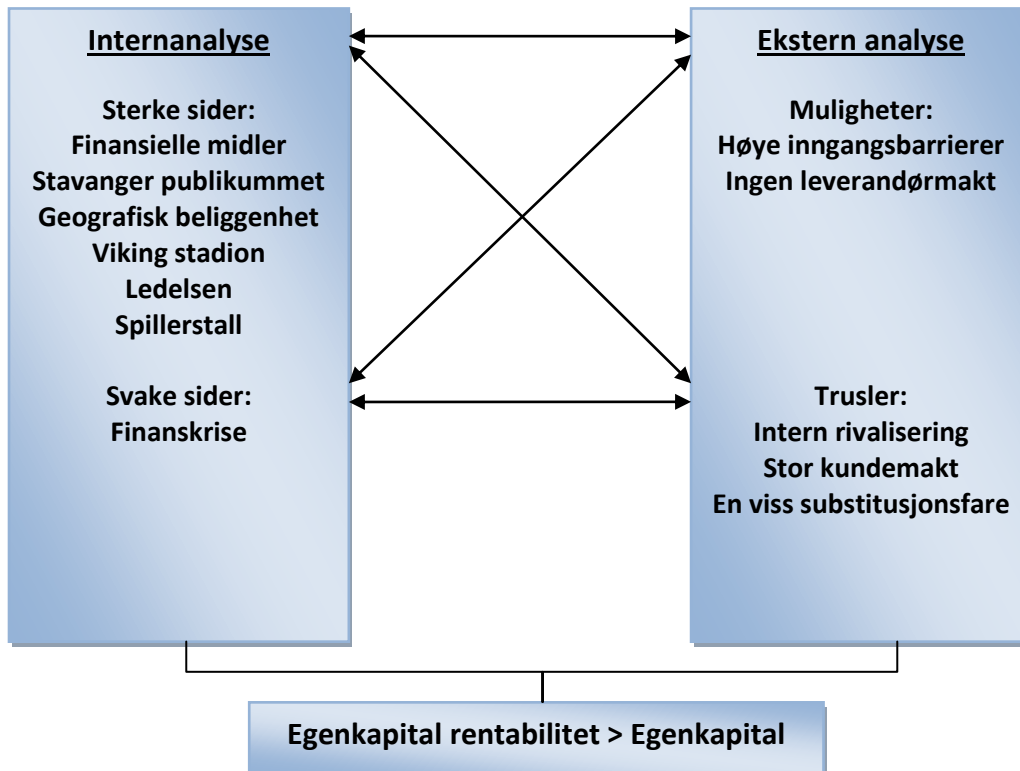
	Sjelden	Viktig	Ikke limerbar	Mobilisert	Appropriert	Utfall- varig fortrinn
Viking stadion	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig
Ledelse	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig
Spillerstall	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig
Ungdomsavd.	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig
Stavanger publikummet	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig
Geografisk beliggenhet	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig
Sponsorer	Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Finansielle midler	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig

Tabell 4.2: Oppsummering av Vikings ressurser og konkurransefortrinn.

Dermed har Viking to ressurser som kan gi varige konkurransefortrinn, Stavangerpublikummet og den geografiske beliggenheten. Videre har klubben fem ressurser som kun gir midlertidige fortrinn, men som likevel kan gi betydelige fordeler i driften av en fotballklubb på kort sikt. Totalt sett synes det klart at Viking har et ressurssett som gjør dem i stand, hvis brukt på best mulig måte, til å skape superprofitt.

4.8 Oppsummering strategisk analyse(SWOT)

Jeg har gjennom ekstern analyse og intern analyse kommet frem til en samlet strategisk analyse. Samlingen av Vikings trusler, muligheter, sterke interne og svake interne sider er oppsummert i figuren under.



Figur 4.6: SWOT analyse av Viking.

Konklusjonen av SWOT analysen er at Viking på kort eller mellom lang sikt har mulighet for superprofitt. Hovedsakelig på grunn av de ressursene klubben besitter og som for det meste er midlertidige. Samtidig er ikke bransjen som helhet særlig konkurranseutsatt, i alle fall ikke om vi ser på muligheten for nye inntrengere og liten leverandørmakt, i dette tilfellet spillerne.

Men en må også være oppmerksom på det faktum at klubben er aktør i en bransje bestående av rimelig stor intern rivalisering, og denne rivaliseringen ser jeg ikke for meg blir noe mindre med tanke på den finansielle situasjon vi befinner oss i.

På lengre sikt tror jeg fotballklubber, som bedrifter generelt, må finne seg i å bli offer for det vi kaller mean reversion. Det vil si at på sikt er det ikke mulig å oppnå superprofitt og teorien sier at alle aktører vil oppleve at egenkapitalrentabiliteten vil gå mot gjennomsnittet og etter hvert bli lik avkastningskravet.^{33,34}

³³ Penman, Stephen H. (1991).

5. Regnskapsanalyse

” Before you can really start setting financial goals, you need to determine where you stand financially.”

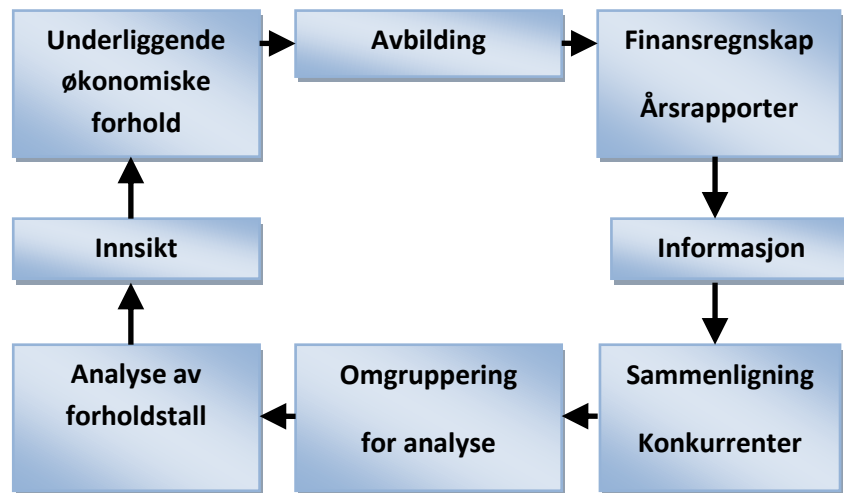
David Bach – Amerikansk forfatter

Etter den skjønsmessige vurderingen av de strategiske forhold rundt Viking og fotballbransjen i forrige kapittel, vil jeg nå gå dypere inn i Vikings mer håndfaste regnskapsmessige sammenhenger. Dette for å ha så mange knagger som mulig å henge argumentasjonen på når jeg kommer til selve verdsettelsen. Regnskapsanalysen er ment å gi bedre forståelse for de underliggende økonomiske relasjoner i Viking, forsyne med informasjon relatert til diverse nøkkeltall og undersøke om Viking har brukt de siste års økonomiske oppgang fornuftig. Alt dette vil forhåpentligvis gi meg bedre muligheter til å fatte rasjonelle beslutninger under prognostiseringen av Vikings fremtid.

Selve den fundamentale verdsettelsesmetode bygger på Vikings fremtidige EBITDA. Det gjør at jeg finner det hensiktsmessig å fokusere på de regnskapsmessige elementer som både direkte inngår i EBITDA og som kan påvirke mine beslutninger i prognostiseringen av denne. Dermed vil hovedfokus under regnskapsanalysen være å skille ut historisk unormale regnskapsposter, presentere en grundig gjennomgang av Vikings viktigste regnskapstall sett opp i mot konkurrentenes, samt at dagens utsatte økonomiske situasjon gjør at jeg mener en omfattende analyse omkring Vikings kredittrisiko er viktig. Alle disse momenter er valgt ut fra en overbevisning om at kun det jeg opplever som relevant for den historien jeg prøver å fortelle i budsjetteringen skal med i en analyse av regnskapet. For mange analyser eller beregninger kan kun bidra til ekstra og unødvendig støy av den endelige verdsettelse.

³⁴ Johnsen, Thore. (2008).

5.1 Rammeverk for regnskapsanalysen



Figur 5.1: Rammeverk regnskapsanalyse.

I bearbeidelsen av regnskapet arbeider jeg ut i fra offentlig tilgjengelig informasjon. Denne utredningen har verdsettelse av egenkapitalen som fokus, noe som gjør at analysen har et investorperspektiv. Investorperspektivet står i klar motsetning til kreditorienterte aktører som er mest opptatt av faren for mislighold av forpliktelsene, og således vil prise denne risikoen inn i verdsettelsen.

I utgangspunktet er et regnskap ført etter prinsipper om at eiendeler er kategorisert etter likviditet mens forpliktelser er ført etter forfallstidspunkt. Dette gjør regnskapet kreditorientert. Konsekvensen for analysen blir dermed at jeg finner det nødvendig å omgruppere de deler av regnskapet som er ført etter et slikt syn for å tilfredsstille det valgte investorperspektivet.

På grunn av at Viking er en relativt liten bedrift velger jeg å analysere aksjeselskapet som helhet. I andre sammenhenger og i andre selskap kunne det vært hensiktsmessig for analysens del å dele selskapet opp i segmenter for å få en bedre forståelse for hvert område. Det er ikke nødvendig for Viking.

Når det gjelder valg av analyseperiode avhenger det ofte av om bransjen og selskapet nylig har vært gjennom turbulente perioder eller om de har opplevd relativt stabile tider. Stabile forhold taler for en lengre analyseperiode mens turbulente tider skulle tilsi kortere analyseperiode, som følge av at gammel historie er lite relevant for dagens situasjon. Når det

gjelder Viking har de som klubb gått i gjennom store moderniserings- og profesjonaliseringsomstillinger de siste årene. Dette er prosesser som tilsier en kortere tidsprofil på analysen. Videre er Viking fotball ASA et relativt ungt selskap med begrenset tilgjengelig offentlig informasjon, som følge av mindre detaljerte regnskap enn større bedrifter. De mest utfyllende regnskap jeg har tilgang til strekker seg tilbake til 2005. Jeg velger derfor å benytte meg av en fireårsperiode, 2005 til 2008, når jeg analyserer de foregående årsregnskap.

5.2 Presentasjon av historiske regnskap³⁵

Jeg vil her presentere en oversikt over Vikings resultatregnskap. Regnskapene er revidert av PriceWaterhouseCoopers og følger norsk regnskapslov og god regnskapsskikk. Forutsetning om fortsatt drift oppfylles.

5.2.1 Resultatregnskap

RESULTATREGNSKAP	2005	2006	2007	2008
Sponsorinntekter	32 493 750	39 530 046	50 570 800	56 938 793
Inntekt kamper	23 734 761	20 112 573	24 892 836	27 073 496
Gevinst salg av spillere	2 773 268	15 434 327	7 183 931	8 663 618
Medieinntekter NTF	--	10 111 789	14 585 016	11 567 109
Annen driftsinntekt	16 499 432	13 693 655	15 537 085	17 176 782
Sum driftsinntekter	75 501 211	98 882 390	112 769 668	121 419 798
Lønnskostnader	30 215 000	37 184 000	39 408 000	47 654 127
Ordinære avskrivninger	8 240 000	16 392 000	22 503 000	27 104 216
Nedskrivninger				2 802 075
Andre driftskostnader	33 101 000	38 011 000	47 500 000	46 551 267
Sum driftskostnader	71 556 000	91 587 000	109 411 000	124 111 685
Driftsresultat	3 945 000	7 296 000	3 358 000	-2 691 887
Finansinntekter	175 000	122 000	26 000	37 644

³⁵ Viking ASA årsrapport, 2005-2008.

Finanskostnader	1 066 000	1 396 000	2 057 000	2 856 633
Sum finansposter	-891 000	-1 274 000	-2 031 000	-2 818 989
Ordinært resultat før skatt	3 054 000	6 022 000	1 327 000	-5 510 876
Sum skatt	911 000	1 816 000	478 000	-1 451 269
Ordinært resultat	2 143 000	4 206 000	850 000	-4 059 607
Årsresultat	2 143 000	4 206 000	850 000	-4 059 607
Utbytte	2 054 000	2 054 000	0	
EPS	0,26	0,51	0,1	-0,49

Tabell 5.1: Vikings historiske resultatregnskap.

Som vi ser av tabell 5.1 så har inntektene steget betraktelig, i takt med økonomien for øvrig, de siste årene. Likevel må det påpekes at denne veksten ikke har vært gratis, noe som gjenspeiles i betydelig høyere lønnskostnader og høyere avskrivninger som følge av flere kostbare spillerkjøp.

Ellers er det verdt å nevne at aksjonærene i 2005 og 2006 mottok utbytte. Utbytte kan ikke sies å ha vært et kjennetegn på fotballbransjen og det ser heller ikke ut til å være det i nærmeste fremtid.

Vi ser også at Vikings andel av medieavtalen gikk ned i 2008. En kombinasjon av dårlig spill og mangel på medaljer, samt færre TV-kamper gjorde sitt til at utbetalingen ble mindre enn året før.

5.2.2 Balansen

Eiendeler	2005	2006	2007	2008
Immaterielle eiendeler				
Utsatt skattefordel	5 061 792	3 246 057	2 768 360	4 219 629
Spillerrettigheter	10 186 323	28 983 289	39 894 015	32 967 560
Markedsrettighet	9 750 000	9 000 000	8 250 000	7 500 000
Sum immaterielle eiendeler	24 998 115	41 229 346	50 912 375	44 687 189
Varige driftsmidler				
Stadionanlegg med tilhørende treningsbane	79 044 767	80 500 808	78 288 991	86 130 464
Driftsløsøre, inventar o.l.	7 641 233	9 518 102	10 380 625	12 289 009
Sum Varige driftsmidler	86 686 000	90 018 910	88 669 616	98 419 473
Sum Anleggsmidler	111 684 115	131 248 256	139 581 991	143 106 662
Omløpsmidler				
Fordringer				
Kundefordringer	8 816 204	7 305 388	6 916 924	9 233 576
Andre fordringer	790 305	1 060 050	1 211 628	3 542 456
Sum fordringer	9 606 509	8 365 438	8 128 552	12 776 032
Bankinnskudd, kontanter o.l.	4 093 913	509 127	454 000	542 473
Sum Omløpsmidler	13 700 422	8 874 565	8 582 552	13 318 505
Sum Eiendeler	125 384 537	140 122 821	148 164 543	156 425 167

Tabell 5.2: Vikings historiske eiendelsbalanse.

Fra eiendelssiden registreres det at posten stadionanlegg med tilhørende treningsbane har økt betraktelig det siste året. Økningen stammer i hovedsak fra bygging av ny treningsbane. Videre er spillerrettigheter redusert det siste året, etter noen år med kraftig økning. Grunnen er at spillere som Søren Berg og Øyvind Svenning ble solgt i 2007, samt en nedskrivning på nesten tre millioner av den virkelige verdien av spillergruppen som helhet.

EK og Gjeld	2005	2006	2007	2008
Innskutt egenkapital				
Aksjekapital	8 216 250	8 216 250	8 216 250	8 216 250
Annen innskutt egenkapital	56 059 580	56 059 580	56 059 580	56 059 580
Sum innskutt egenkapital	64 275 830	64 275 830	64 275 830	64 275 830
Opptjent egenkapital				
Annen egenkapital	5 471 723	7 623 632	8 473 304	4 413 697
Sum opptjent egenkapital	5 471 723	7 623 632	8 473 304	4 413 697
Sum egenkapital	69 747 553	71 899 462	72 749 134	68 689 527
Gjeld				
Annen langsiktig gjeld				
Gjeld til kredittinstitusjoner	10 000 000	14 812 500	14 562 500	29 300 000
Annen langsiktig gjeld	18 675 000	16 300 000	13 675 000	12 050 000
Sum annen langsiktig gjeld	28 675 000	31 112 500	28 237 500	41 350 000
Kortsiktig gjeld				
Kassekreditt	12 485 239	14 415 327	13 625 670	16 267 628
Leverandørgjeld	3 684 393	4 971 316	5 880 397	4 824 680
Skyldige offentlige avgifter og trekk	2 801 934	781 223	3 107 413	1 708 783
Utbytte	2 054 063	2 054 063	0	0
Forskudd fra kunder	3 045 900	4 456 673	7 014 000	7 244 779
Annen kortsiktig gjeld	2 890 455	10 432 257	17 550 429	16 339 770
Sum kortsiktig gjeld	26 961 984	37 110 859	47 177 909	46 385 640
Sum gjeld	55 636 984	68 223 359	75 415 409	87 735 640
Sum gjeld og egenkapital	125 384	140 122	148 164	156 425
	537	821	543	167

Tabell 5.3: Vikings historiske egenkapital og gjelds balanse.

Det mest interessante angående tabell 5.3 er hvordan årets negative resultat har redusert opptjent egenkapital, og det til et nivå lavere enn hva det var i 2005. Videre er den

langsiktige gjelden fordoblet i løpet av 2008. En økning på 15 millioner i gjeld til kredittinstitusjoner, i dette tilfellet Sparebank 1 SR-Bank, kan ved første øyekast oppfattes som dramatisk. Likevel er effekten av opptaket forbundet med bruken av pengene. I dette tilfellet er de 15 millionene gått til tilbakekjøp av arealer tilknyttet Viking stadion. Blant annet treningsstudioet klubben tidligere hadde en leieavtale på, og rå-arealet under den ene langsiden mot syd som ble solgt ut ved realiseringen av Viking Stadion.³⁶ Deler av låneopptaket gikk også til utvidelse av losjekapasiteten. På denne bakgrunn mener jeg gjelden kan betjenes fornuftig, spesielt med tanke på økte inntektsmuligheter som følge av flere vip-losjer. Samtidig er gjelden langsiktig og finansielt sikret ved renteswaper noe som gjør opptaket mindre risikabelt.

5.3 Sammenligning med andre klubber^{37,38,39,40}

Som følge av at fotballbransjen er relativt liten og konkurransen hard finner jeg det nødvendig å sammenligne noen av Vikings regnskapsstørrelser opp mot konkurrentenes. Som følge av plasshensyn og tilgang til offentlig informasjon velger jeg å gjøre analysen basert på et utvalg av tippeligaklubber. De valgte klubbene er Vålerenga, Brann, Stabæk og Fredrikstad. Jeg anser de nevnte klubbene som Vikings hardeste konkurrenter på lang sikt, samtidig som de økonomiske og sportslige forhold er rimelig like. Rosenborg er ekskludert da de med sin sterke økonomiske situasjon stiller i en konkurransemessig særklasse, og dermed ikke er direkte sammenlignbare med de andre klubbene. I de tilfeller der jeg finner det hensiktsmessig vil utvalget av klubber og Viking danne en felles bransje som jeg sammenligner med Vikings egne regnskapstall.

³⁶ Viking ASA årsrapport, 2008.

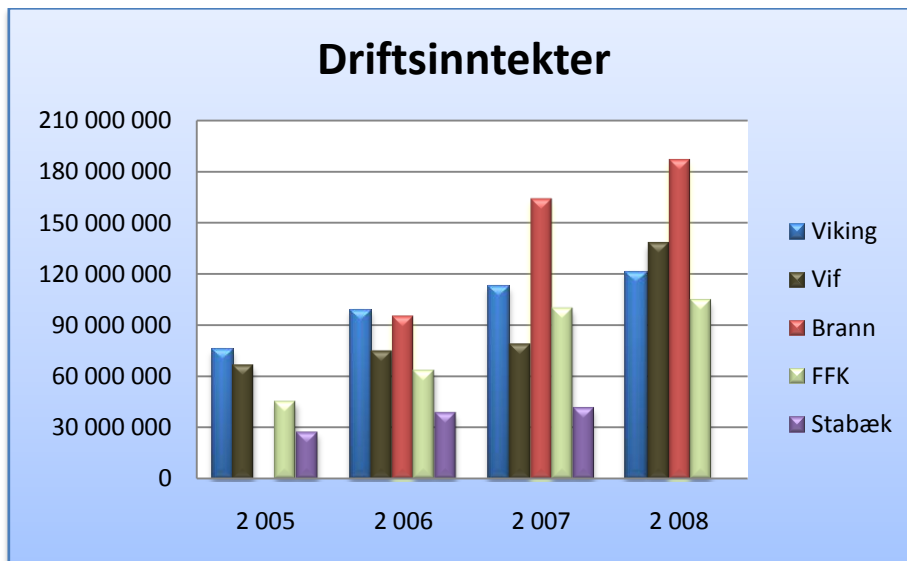
³⁷ Fredrikstad Fotballklubb Sport ASA, årsrapport 2005-2008.

³⁸ Sportsklubben Brann, årsrapport 2006-2008.

³⁹ Stabæk Fotball AS, årsrapport 2005-2007.

⁴⁰ Vålerenga Invest Fotball ASA, årsrapport 2005-2008.

5.3.1 Inntekter



Figur 5.1: Driftsinntekter.

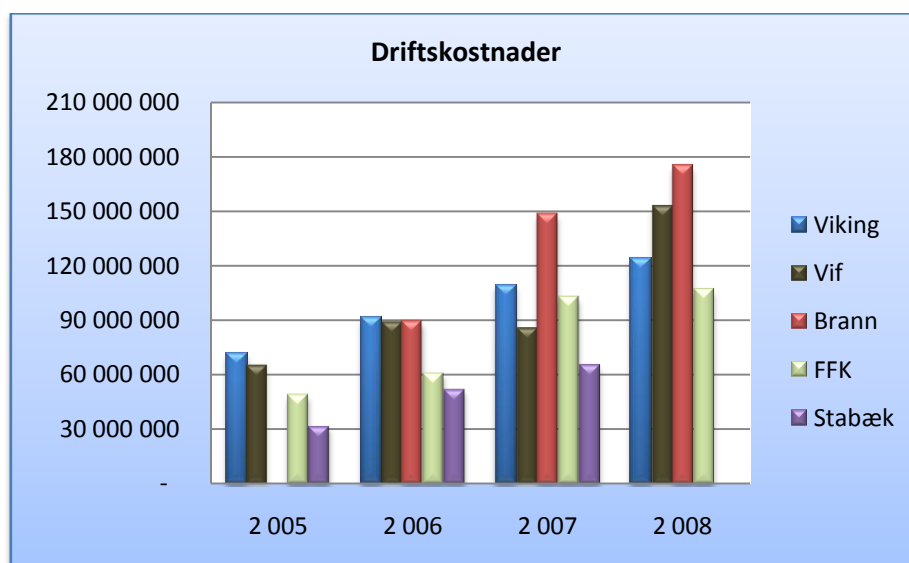
Det første som det er verdt å legge merke til er at alle klubbene har sett en jevn økning i inntektsnivået de siste fire årene. Brann ligger naturlig nok noe høyere enn de andre, som følge av Brann har det største publikumspotensialet og et større sponsormarked gjennom lokalisering i Norges nest største by, Bergen.

Man kan også merke seg at Vålerenga, i 2008, gikk forbi Viking hva gjelder inntekter. Dette stammer i hovedsak fra større gevinst knyttet til spillersalg og inntekter fra arrangementer.

Likevel er det mest oppsiktsvekkende i mine øyne at Stabæk, med relativt lave inntekter og generelt dårligere økonomiske konkurransevilkår, var i stand til å ta hjem seriegullet i 2008. Dette forteller at økonomiske muskler ikke alltid er nødvendig for å oppnå sportslig suksess. Samtidig er det en indikasjon på hvor uforutsigbar Tippeligaen er blitt, ligaen har nå et relativt stort felt av klubber som kan vinne serien.

Nettopp denne uforutsigbarheten tror jeg var viktig etter 13 år med total Rosenborg dominans, for å vekke en ekstra interesse i de store publikumsområdene som ikke hadde opplevd gull og grønne skoger på lang tid. Dette har igjen bunnet ut i økte inntekter for klubbene de siste sesongene.

5.3.2 Kostnader



Figur 5.2: Driftskostnader.

Driftskostnadene er som ventet nesten et speilbilde av driftsinntektene i den grad de også har vært stigende for alle klubber de siste årene, med unntak av Vålerenga i 2007.

En merker seg at Stabæk konsekvent har hatt negativt driftsresultat. Dette er ikke er så rart, ettersom Stabæks driftsinntekter var betydelig lavere enn i de andre klubbene. Kostnadene er også lavere, men ikke like mye som inntektene.

Samlet for alle klubbene er at de siste to årene har ledet til en relativt større økning i kostnadsnivået enn tidligere. Dette samsvarer med det faktum at Tippeligaen ble jevnere og mange klubber ville være med på en satsning mot toppen. På et vis lå førsteplassen åpen, etter Rosenborgs tilbakefall, for den klubben som satset mest og turte å ta flest sjanser. Resultatet er blitt at enkelte klubber har tatt seg vann over hodet i søken etter de edleste medaljer. Et eksempel er Fredrikstad som nå ser seg nødt til å budsjettere med spillersalg på mange millioner, og det kun en sesong etter at Tarik Elyounoussi ble solgt for over 20 millioner.⁴¹

Videre er det viktig å huske på at de fleste klubber ikke har noe mål om å levere positive resultater. Det er ingen vane for fotballinvestorer å få dividendeutbetaling fra sin

⁴¹ FFKsupporter.net, "FFK budsjetterer med gigantiskspillersalg".

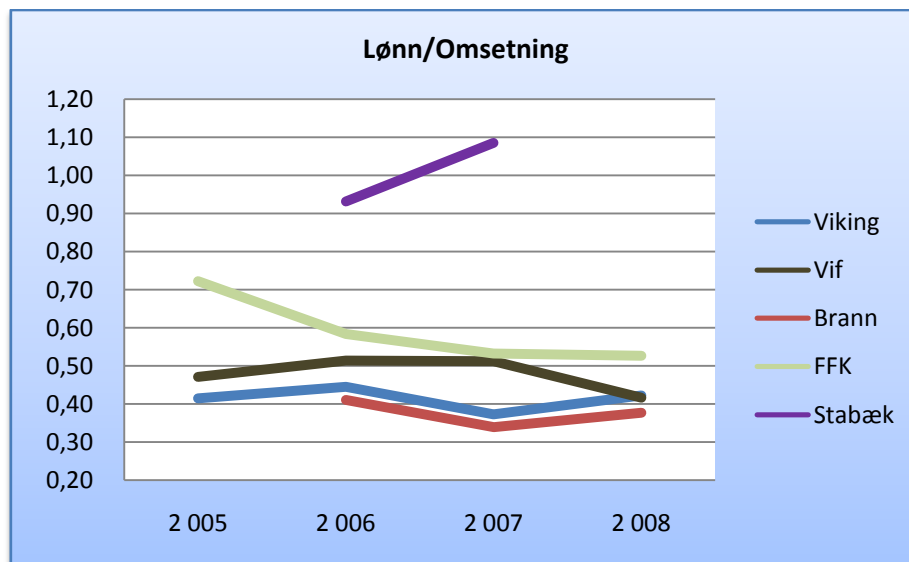
investering. Klubbene ser seg derfor ikke nødt til å levere resultater med penger til overs. De pengene klubbene eventuelt måtte ha blir som regel brukt. Dette for å nå de ambisiøse målene satt for klubbene av nettopp eierne.

5.3.3 Lønn/Omsetning

Et forholdstall som ofte er brukt i analyser av fotballklubbers økonomiske situasjon er hvor stor del av omsetningen som går til lønnskostnader. Deloitte & Touche produserer årlig rapporter om den økonomiske tilstanden i den engelske ligaen. Deloitte & Touche har gjennom flere års rapportering funnet ut at et kritisk punkt for en klubb er når den bruker mer enn halvparten av omsetningen på lønninger. Videre regnes en bruk på to tredjedeler som et nivå der man ikke vil kunne opprettholde drift i lengden. Omsetning er i deres definisjon fratrukket inntekter ved spillersalg.

Jeg har gjort en tilsvarende beregning for de utvalgte klubbene. Lite utfyllende offentlige tall knyttet til inntektene ved spillersalg for de andre klubbene enn Viking gjorde analysen problematisk. De offentlige regnskapene er å finne med en samlet sum for driftsinntekter og ingen egen post for netto gevinst ved spillersalg. Jeg ble dermed nødt til å forutsette at klubbene opplever en inntekt på 5 millioner knyttet til spillersalg. Antakelsen mener jeg er holdbar all den tid de fleste toppklubber søker å forsterke stallen snarere enn å opptre som selgere av de beste spillerne. Likevel vil klubbene se noen av de beste spillerne forsvinne, spesielt ved sportslig suksess. I alle tilfeller er justeringen uansett minimal for det endelige resultatet som følge av at alle klubbene har relativt høy omsetning.

For Stabæk er det lite offentlig informasjon knyttet til lønnskostnader, og analysen av klubben begrenser seg derfor til kun å gjelde årene 2006 og 2007.



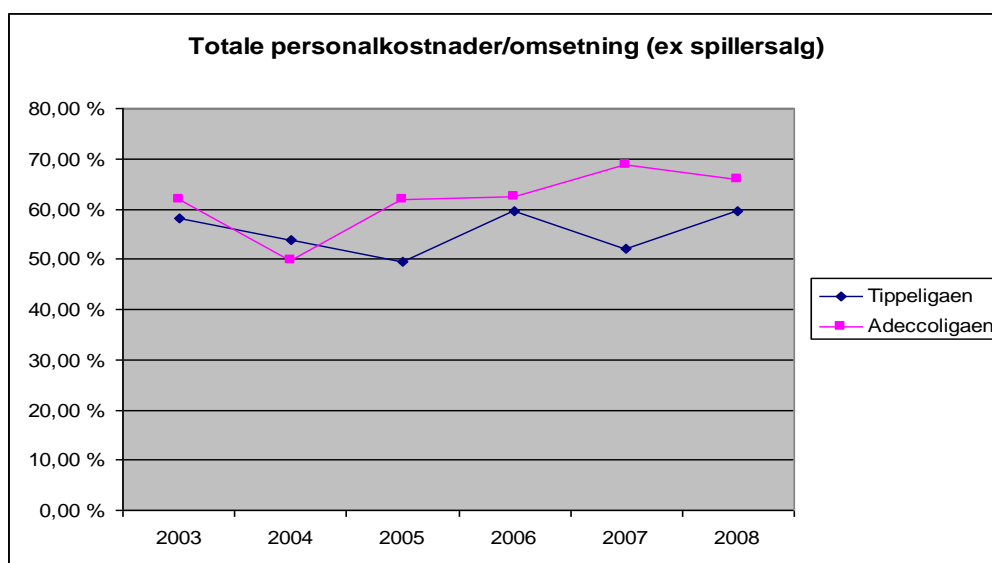
Figur 5.3: Lønn/Omsetning.

Fra figuren ser vi at Viking er en av de beste i klassen når det kommer til lønnskostnader. Gjennom hele perioden har lønnskostnadene ligget rundt på rundt 40 prosent av omsetningen. Det tilsier en fornuftig lønnspolitikk. En politikk som ofte har vært gjenstand for kritikk, særlig fra utålmodige supportere, da den har vært sett på som unødvendig forsiktig. Politikken har de siste årene vært preget av mer prestasjonsrettede lønninger, og med Vikings noe svake prestasjoner, skulle det tilsa en mindre lønningspose for spillerne. Dette synes i og for seg fornuftig, men ulempen, og det som har vært kritikkens hovedmål, er at en slik ordning er med på å skremme bort de beste spillerne som kan heve en bedre grunnlønn i andre klubber. Min oppfatning er likevel at ordningen har bidratt til Vikings relativt gode økonomi de siste årene, og man kan dermed kun spekulere i om en annen ordning ville kunne lokket bedre spillere til klubben. Det er heller ikke en garanti for at resultatene ville vært så mye bedre med andre spiller. Når vi nå går inn i usikre økonomiske tider er det i alle fall et kvalitetstegn at klubben har kontroll på lønnsutgiftene.

I den andre enden finner vi Stabæk som i enkelte år har sett lønnskostnader som overskrider inntektene. Selv om det ga dem seriegull i 2008 skal man ikke se bort i fra at de store lønnskostnadene kan komme til å hindre deres videre utvikling. På den annen side må det nevnes at Stabæk i denne perioden har bygget nytt stadion og at inntekstnivået må kunne forventes å øke i fremtiden som følge av åpningen av Fornebu Arena. Fredrikstad er også i faresonen om vi legger Deloitte & Touche forholdstall til grunn. Samtidig har Fredrikstad en

negativ kurve, noe som tilsier at de har tatt grep om lønnsutgiftene og at de vil stabilisere seg på et levedyktignivå.

Videre er min mistanke at det er de mindre klubbene som har størst problemer knyttet til for store lønnskostnader. Inntekstnivået er mindre for de klubbene med færre tilskuere, samtidig som de siste års satsning har ført til en oppblåst lønnspost også for disse klubbene. Norges Fotballforbund presenterte i begynnelsen av 2009 en oversikt over lønnskostnaden i forhold til omsetningen for både Tippeligaen og Adeccoligaen samlet.⁴²



Figur 5.4: NFFs oversikt over Lønn/Omsetning.

Oversikten viser at toppfotballen som helhet ligger faretruende nær smertegrensen for hva man som klubb kan tåle av lønnskostnader. Dette synes særlig relevant for Adeccoligaklubbene. Likevel kan det påpekes at selv om nivået er høyt har det holdt seg relativt stabilt de siste fem årene. Dette tyder på at klubbene har lønnsproblematikken under kontroll selv om den i utgangspunktet er for høy.

Jeg er likevel ikke overbevist om at så er tilfellet og tror heller at flere klubber i de kommende årene, som følge av lavere inntekter, vil måtte oppleve å kutte i lønningene og heller satse på unge talenter med lavere lønnsforventninger.

⁴²NFF, "Innrapporterte tall klubber i Tippeliga og Adeccoliga 2008".

5.4 Omgruppering for investororientert analyse

Som investor er hovedfokuset hva eierne har krav på av den merverdi bedriften skaper. Regnskapet er ofte ikke satt opp slik at den finansielle investor enkelt ser hvor mye han har krav på. Det kreves derfor en omgruppering av bestemte poster i regnskapet for lettere å vise de finansielle sidene ved oppsettet. Jeg vil forsøke å bearbeide Vikings regnskap på en slik måte at det blir investorvennlig, men også mer egnet for fremtidsrettede analyser. En slik omgruppering kan gjøres i flere steg og på flere metoder. Som nevnt ovenfor finner jeg det mest hensiktsmessig å fokusere på det som tilslutt vil være gjenstand for den endelige verdsettelsen, nemlig EBITDA. Det gjør at jeg kun vil regulere to av de fire stegene Penman foreslår som omgrupperinger.⁴³

5.4.1 Identifisering av driftsposter og finansieringsposter

Det er ønskelig med en presentasjon av regnskapet som gir meg en klar fremstilling av Vikings kilder til verdiskapning. For å få det vil jeg skille ut driftsposter fra finansieringspostene. Videre vil en slik oppsplitting gi meg de tallene jeg trenger ved senere analyser av kredittrisikoen. Jeg vurderer alle postene i Vikings resultatregnskap til å være driftsrelaterte, og det gir meg denne resultatoppstillingen ved en antakelse om et skattenivå på driften på 28 prosent.

	2005	2006	2007	2008
Driftsresultat	3 944 659	7 295 733	3 358 075	-2 691 887
Driftsrelatert skatt (28 %)	1 104 505	2 042 805	940 261	-753 728
Netto driftsresultat	2 840 154	5 252 928	2 417 814	-1 938 159

Tabell 5.4: Vikings netto driftsresultat.

Videre vil jeg presentere Vikings netto driftskapital ved omgruppering av balansen. Dette er en oppsplitting som gir meg kapital investert i driften og ikke i finansielle eiendeler. Netto driftskapital består av driftsrelaterte eiendeler minus driftsrelatert gjeld. Hovedpoenget med analysen er å trekke ut finansielle eiendeler da disse ikke regnes som vitale for selve driften av selskapet. Dette er eiendeler man for eksempel kunne brukt til nedbetaling av gjeld.

⁴³ Penman, Stephen H. (2001), "Financial statement analysis and security valuation".

	2005	2006	2007	2008
Driftsrelaterte eiendeler	125 384 537	140 122 821	148 164 543	156 425 167
Driftsrelatert gjeld	14 476 745	22 695 532	33 552 239	30 118 012
Netto driftskapital	110 907 792	117 427 289	114 612 304	126 307 155

Tabell 5.5: Vikings netto driftskapital.

Finansielle forhold medfører normalt ikke til midlertidige forskjeller og dermed vurderer jeg utsatt skattefordel til å være en driftsrelatert post. Spillerrettigheter, markedsrettigheter, stadionanlegg og driftsløsøre er en klar del av driften av en fotballklubb. Videre er kundefordringer direkte relatert til drift, og posten andre fordringer antas å være driftrelatert all den tid ingen annen spesifikk informasjon er gitt. Bankinnskuddet regnes også for å være driftsrelatert på grunn av dets beskjedne størrelse. Resultatet blir at jeg vurderer alle eiendelene til å være driftsrelaterte.

Finansiell gjeld er bedriftens langsiktige og rentebærende gjeld. Når det gjelder den kortsiktige gjelden velger jeg å vurdere kassakreditten som finansiell på grunn av rentebetalinger. Det resterende knyttet til kortsiktig gjeld utgjør driftsrelatert gjeld.

Samlet sett utgjør de driftsrelaterte eiendelene fratrukket den driftsrelaterte gjelden det Viking har tilgjengelig av driftsrelatert kapital.

5.4.2 Normalisering av regnskapet

For å få en riktig forståelse av de underliggende økonomiske faktorer knyttet til Viking vil jeg måtte skille ut unormale poster fra regnskapet. I vurderingen av fremtiden legges fortiden til grunn, det er da kun interessant hva som normalt har skjedd. Sporadiske transaksjoner eller poster, og isolerte hendelser er lite relevante i en fundamental verdsettelse. For fremtidig verdivurdering ønsker investor en så normalisert driftsbeskrivelse som mulig. Stern Stewart som oppfant EVA-modellen gjorde 400 justeringer i EBITDA. I praksis justeres det bare for 8 til 10 forhold i følge Kinserdal.⁴⁴ Videre er Viking en relativt liten bedrift slik at de nødvendige justeringene blir enda færre.

⁴⁴ Kinserdal, Finn. (2009).

Samtidig er det viktig å huske på at jeg som investor søker å finne trender og tendenser i tallmaterialet, det betyr at investor ikke må omgruppere tallene i hjel. Det vil si trekke ut for mange observasjoner slik at materialet tilslutt blir kunstig jevnt.

Gevinst salg av spillere

Denne posten vil jeg justere på bakgrunn av dens store svingninger de siste årene. Det har ikke vært noe klart mønster i utviklingen av posten, noe som er naturlig all den tid hvilke spillere, og hvor mange spillere, som er attraktive for andre klubber vil variere fra sesong til sesong. Jeg finner det derfor nødvendig å jevne ut denne inntektsposten for å gi et tydelig bilde av hva klubben i gjennomsnitt har sett av inntekter fra spillersalg.

Gjennomsnittet for de siste fire årene har vært en inntekt på NOK 8 513 786. Det gir meg en justering for de fire årene som følger:

	2 005	2 006	2 007	2 008
Gevinst salg spillere	5 740 518	-6 920 541	1 329 855	-149 832

Tabell 5.6: Justering gevinst salg spillere.

Bonus til ledende personer

Jeg vil også trekke ut de to årene det har blitt delt ut bonus til ledende personer, det være seg administrerende direktør, Erik Forgaard, og sportsdirektør, Egil Østenstad. Dette er bonuser gitt som følge av gode sportslige resultater. Jeg mener det er farlig å regne bonusutbetalinger som en normalitet. Både på grunn av at de ikke vil gis ved dårlige oppnåede resultater og fordi ved stabilt gode resultater vil bonusaspektet falle bort og det vil oppfattes som konstant lønn. Jeg velger derfor å øke EBITDA i 2006 og 2007 med bonusene gitt i de respektive år.

	2 005	2 006	2 007	2 008
Bonus til ledende personer		318 000	200 000	

Tabell 5.7: Justering bonus til ledende personer.

Restrukturering

Enhver bedrift opplever et fornyingsbehov eller omstruktureringskrav fra tid til annen. Følgene er at regnskapet over tid bør inneholde en restruktureringspost. I tilfeller der dette ikke er en realitet er det derfor hensiktsmessig å trekke fra en restruktureringskostnad i det normaliserte EBITDA-regnskapet. Størrelsen på dette fratrukket blir en analytikers

skjønnsmessige antakelse, men den må være av en viss størrelse slik at den er representativ for bedriften. I Vikings tilfellet har jeg valgt en årlig restruktureringskostnad på NOK 500 000. Denne summen mener jeg kan representere de kostnadene Viking fra tid til annen vil måtte bruke på å effektivisere driften og til å omstille seg ved nye utfordringer i fremtiden.

	2 005	2 006	2 007	2 008
Normal restrukturering	-500 000	-500 000	-500 000	-500 000

Tabell 5.8: Justering normal restrukturering.

Normalisert historisk EBITDA

Resultatet av justeringen foretatt ovenfor gir meg Vikings normaliserte historiske EBITDA. Disse størrelsene vil danne grunnmuren for prognostiseringen og fremskrivningen i senere kapitler. Jeg merker meg at de store avskrivningene Viking har gjort på sin spillerstall de siste årene har ført til at det synlige resultatet har blitt dårligere, men at EBITDA likevel har vært bra. Det vil si at driften av Viking synes god og at det i fremtiden vil kunne være nok tilgjengelige midler til å bygge et slagkraftig fotballag.

	2 005	2 006	2 007	2 008
Driftsresultat	3 945 000	7 296 000	3 358 000	-2 691 887
Avskrivning	8 240 000	16 392 000	22 503 000	27 104 216
Nedskrivning				2 802 075
EBITDA	12 185 000	23 688 000	25 861 000	27 214 404
Justeringer				
Gevinst salg spillere	5 740 518	-6 920 541	1 329 855	-149 832
Bonus til ledende personer		318 000	200 000	
Normal restrukturering	-500 000	-500 000	-500 000	-500 000
Normalisert historisk EBITDA	17 425 518	16 585 459	26 890 855	26 564 572

Tabell 5.9: Vikings normaliserte historiske EBITDA.

5.5 Analyse av kredittrisiko

Finansielle krisetider påvirker investorene gjennom lavere avkastning og faren for tapt investering. Det blir derfor viktig for investorene å vite på forhånd hvordan investeringsobjektet vil kunne tåle dårlige tider. Kredittrisiko er en samlet betegnelse for faren for å gå konkurs eller risikoen for ikke å kunne betjene forpliktelsene i en slik grad at

gjeldsforhandlinger blir nødvendig. En analyse av denne vil dermed kunne virke som en del av beslutningsgrunnlaget ved en investeringsbeslutning. En beregning av forholdstallene knyttet til kredittrisiko er også viktig i den grad de nøytraliserer vurderingen av absolutte tall. Dette fordi absolutte tall kan manipuleres i større grad enn relative tall, samtidig som analysen tar bort effekten av størrelsen på bedriften. Det gjør at jeg kan foreta sammenligninger av relative mål.

Jeg vil analysere Vikings kredittrisiko gjennom en likviditetsanalyse og en soliditetsanalyse. Dette for å se hvor sterkt rustet Viking står i møte med den brutale nedgangen i verdensøkonomien. Likviditetsanalysen gir meg en formening om Viking har nok likvider for hånden til å dekke krav etter hvert som de kommer inn. Soliditetsanalysen belyser Vikings situasjonen knyttet til evnen til å tåle tap som må føres mot egenkapitalen. Begge analysene gir meg forhåndstall jeg tilslutt vil bruke i en beregning av en syntetisk kredittrating. Ratingen er særlig interessant, sett med en fotballinvestors øyne, da den gir meg en forståelse for Vikings underliggende selskapsspesifikke risiko.

For en bedre forståelse av Vikings forhåndstall vil jeg beregne sammenlignings tall for bransjen som helhet. Her vil bransjen representeres mitt valgte utvalg av andre klubber i toppfotballen i Norge.

5.5.1 Likviditetsanalyse

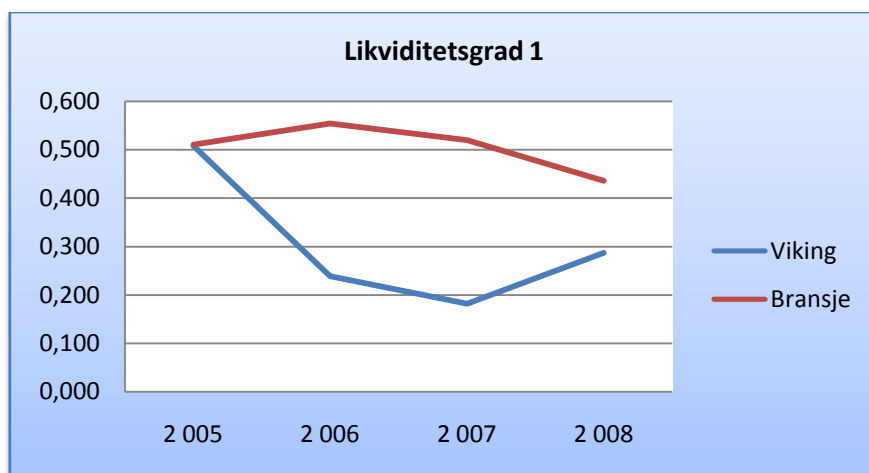
Likviditetsanalyse er en analyse av den kortsiktige risiko knyttet til kreditt. Det er faren for ikke å kunne møte de løpende forpliktelsene bedriften har. Samtidig er det en analyse av faren for å gå konkurs som følge av likviditeten er for dårlig. Jeg vil se på denne problemstillingen ut i fra beregninger av likviditetsgrad, rentedekningsgrad og hvor mye gjeld Viking har til snarlig forfall.

Likviditetsgrad

Likviditetsgraden forteller meg hvor mye Viking har av de mest likvide midlene, omløpsmidler, i forhold til den mest prekære gjelden definert som kortsiktig gjeld. Eldre teori har hevdet at denne burde være over to. Nyere teori fremholder på den annen side en mer nyansert tilnærming. Det er etter hvert blitt viktigere å se utvikling over tid samtidig som man vurderer forholdstallene opp i mot bransjenormen. Likevel vil det være et

underliggende problem i driften av et selskap hvis likviditetsgraden faller under en, noe som tilsier underdekning på likvide midler.

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



Figur 5.5: Likviditetsgrad 1.

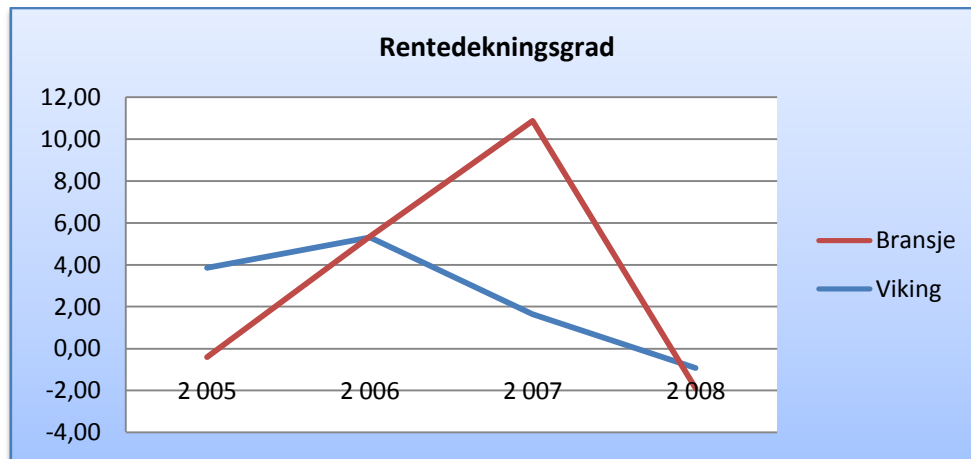
Ved første øyekast er bransjens redusering av og Vikings lave likviditetsgrad de siste årene en følge av økt kortsiktig gjeld på grunn av investeringspress. Bransjen kan tenkes å ha finansiert, i alle fall deler av, investeringene med kortsiktig kreditt. Dette sammenfaller godt med det økte investeringspresset vi har sett i fotballen de siste årene, både på anleggssiden, og med tanke på spillerinvesteringer. Vikings økning fra 2007 til 2008 skyldes først og fremst en økning i kundefordringer samtidig som den kortsiktige gjelden er redusert.

Likevel ligger Viking noe under bransjegjennomsnittet, og vil måtte ta grep i fremtiden for å nærme seg de andre klubbene. En lav likviditetsgrad er i seg selv ikke avgjørende, men avviker man mye over tid fra bransjenormen vil varsellampene etter hvert begynne å lyse.

Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden gir meg en forståelse av om Vikings resultat og netto finansinntekt er store nok til å dekke inn kostnadene ved å belåne selskapet. Rentedekningsgraden bør være større enn en slik at ikke finanskostnadene må dekkes inn ved å ta fra egenkapitalene eller opptak av ny gjeld. En kan også merke seg at denne beregningen ikke tar hensyn til avdragsbetalingene kun kostnadene ved finansieringen. Det at risiko dreier seg om variasjon gjør at jeg her benytter meg av fullstendige resultat. Ingen normalisering er gjort i forkant.

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{(\text{Netto driftsresultat} + \text{Netto finansinntekt})}{\text{Netto finanskostnad}}$$



Figur 5.6: Rentedeckningsgrad.

I fotballbransjen er det vanskeligere å få et klart bilde knyttet til dette forholdstallet. Mange av klubbene driver med det formål å kun gå i null, det vil si å ikke generere positive resultat. Når vi i tillegg opplever at mange klubber sliter med negative driftsresultat og overlever kun på bidrag fra velvillige investorer, vil rentedeckningsgraden bli påvirket. Likevel danner utvalget av klubber en noenlunde fornuftig fremstilling etter at jeg har valgt bort ekstremverdier som Vålerenga bidro med, som følge av deres store underskudd og lave finanskostnader i 2006 og 2007.

Vi ser at Viking de siste årene har hatt en relativt stabil, om noe synkende, trend i forhold til bransjen. Likevel er det grunn til bekymring at rentedeckningsgraden ser ut til å bli negativ. Det betyr at finanskostnaden i fremtiden må dekkes inn gjennom egenkapital eller opptak av nye lån. Dette fordi klubbene ikke makter å levere positive resultater i like stor grad som tidligere. Trenden er lik både for bransjen og Viking, så klubben skiller seg ikke ut på noen som helst måte, men utviklingen er ikke ønskelig.

Jeg mener likevel at Viking står bedre rustet enn mange av deres konkurrenter. Dersom de klarer å presentere positive resultater er ikke størrelsen på de siste års finanskostnader avskrekkende stor. I alle fall ikke relativt til deres konkurrenter der Brann skiller seg ut med klart størst finansielle kostnader.

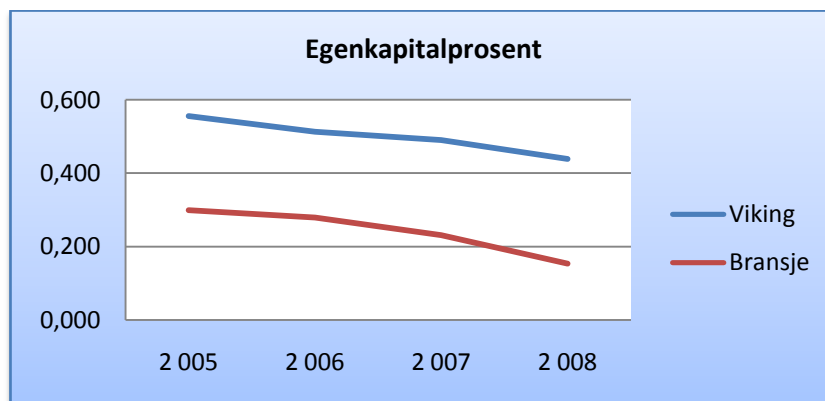
5.5.2 Soliditetsanalyse

Et eventuelt underskudd i et selskap føres mot egenkapitalen. Risikoen for konkurs minskes derfor ved økt egenkapital alt annet like. Et selskaps evne til å takle fremtidige tap kan derfor beregnes eller studeres ut fra hvor stor andel av selskapet som er finansiert gjennom

egenkapital. Jeg benytter meg av bokførte verdier og analysen fremstår som særdeles aktuell i en bransje som den siste tid har opplevd store tap.

Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosent = Egenkapital / Totalkapital



Figur 5.7: Egenkapitalprosent.

Vikings egenkapitalprosent ligger gjennom hele analyseperioden over bransjegjennomsnittet. Dette tilsier lavere kredittrisiko i Viking enn i resten av Tippeligaklubbene. Samtidig er det viktig å påpeke at det er en negativ trend både for Viking og bransjen som helhet. Det tyder på en større finansiell risiko knyttet til fotballklubber i fremtiden. De dårlige resultatene den siste tiden spiser av klubbenes reserver og gjør det vanskeligere å håndtere fremtidige tap.

Hovedårsaken til Vikings avtagende egenkapitalprosent er i hovedsak at langsiktig gjeld har økt kraftig den siste tiden samtidig som lave resultater har krevd innhogg i opptjent egenkapital. Nok en gang vil det i fremtiden være avgjørende om Viking kan generere positive resultater. Videre vil det faktum at klubben ligger godt over deres nærmeste konkurrenter føre til at mange av de andre klubbene vil slite før Viking.

5.5.3 Finansieringsmatrise

Matrisen i tabell 5.10 viser hvordan Vikings eiendeler er finansiert per 31.12.2008. Eiendelene er listet etter hvor likvide de er, mens finansieringskildene er listet etter hvor risikable de er. Sammenhengen blir dermed at jo fortere den markerte kurven når bunnen, desto mindre risikabel vil investeringen være, dette på grunn av at en virksomhet er minst risikabel ved full egenkapitalfinansiering.

	EK	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	68 689 527	0	41 350 000	30 118 012	2 949 123	143 106 662
FAM					-	-
DOM					13 318 505	13 318 505
FOM						-
TK	68 689 527	-	41 350 000	30 118 012	16 267 628	156 425 167

	EK	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	48 %	-	29 %	21 %	2 %	91 %
FAM					-	-
DOM					100 %	9 %
FOM						-
TK	44 %		26 %	19 %	10 %	100 %

DAM	Driftsrelatert anleggsmidler
FAM	Finansielle anleggsmidler
DOM	Driftsrelatert omløpsmidler
FOM	Finansielle omløpsmidler
TK	Total kapital
EK	Egenkapital
LDG	Langsiktig driftsrelatert gjeld
LFG	Langsiktig finansiell gjeld
KDG	Kortsiktig driftsrelatert gjeld
KFG	Kortsiktig finansiell gjeld
TE	Totale eiendeler

Tabell 5.10: Finansiering av Vikings eiendeler

Jeg merker meg at anleggsmidlene ikke er fullt ut finansiert gjennom egenkapital. Dette var heller ikke å forvente, men prosentandelen er likevel noe lav. Et annet faresignal knyttet til kredittrisikoen er at Viking har mer kortsiktig gjeld enn langsiktig. Kortsiktig finansiering er relativt sett dyrere og mer risikabel. Som nevnt i den strategiske analysen opplever også fotballklubbene den finansielle krisen, noe som har gjort at bedrifter, i alle bransjer, har hatt vanskeligheter med å oppdrive kapital, i alle fall langsiktig finansiering. Dette kan være en medvirkende årsak til økningen i kortsiktig gjeld, relativt sett til den langsiktige, over de siste årene. Samtidig skal vi huske på at Viking de siste årene har foretatt betydelige investeringer

i ny stadion og nytt treningsanlegg, som har bidratt til økt kapitalbehov. Et slikt stort behov synes ikke like aktuelt i fremtiden.

5.5.4 Netto driftsrentabilitet

Forholdstallet kreves som en av parametrene i den syntetiske ratingen som følger i neste kapittel og forteller hvor stor avkastning man har på den drifts investerte kapitalen.

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

Ndr = Netto driftsrentabilitet

NDR = Netto driftsresultat

NDK_{t-1} = Inngående netto driftskapital

ΔNDK_t = Endring i netto driftskapital

	2005	2006	2007	2008
Vikings ndr	2,6 %	4,7 %	2,1 %	-1,6 %

Tabell 5.11: Vikings netto driftsrentabilitet.

Driftsrentabiliteten har ligget relativt lavt og stabilt over de siste årene. Vi ser at 2008 også har en negativ innvirkning på denne som følge av det dårlige driftsresultatet. Som de andre nøkkeltallene har også ndr en nedadgående trend, og utsiktene for en snarlig retur til positiv rentabilitet avhenger av de grep klubben gjør med tanke på å bedre resultatet i fremtiden. Likevel er dette forholdstallet først og fremst ment som en av flere parametre i den syntetiske ratingen, så en grundigere analyse vil ikke bli gjort av selve ndr.

5.5.5 Syntetisk rating

Ved utlånsvirksomhet er det vanlig å foreta en kredittvurdering av låntaker. Dette gjøres for å vite hvem man har med å gjøre, samtidig som det er bestemmende for hvilken lånerente man kan kreve. Slike vurderinger utføres normalt av anerkjente ratingbyråer, men kan også gjøres gjennom en såkalt syntetisk rating, der jeg benytter fire forskjellige forholdstall knyttet til kredittrisiko. Fremgangsmåten vil resultere i en risikopremie som skal belyse sannsynligheten for konkurs. Metoden er særlig aktuell siden Viking er i en bransje der det ikke finnes offentlige kredittvurderinger.

Jeg benytter meg av en syntetisk metode fra kurset bedriftsverdsettelse og strategisk regnskapsanalyse ved NHH.⁴⁵ Utgangspunktet for oppsettet er Standard and Poor's ratingklasser som strekker seg fra D som dårligst til AAA som beste score. Ratingen er vektet slik at hvert nøkkeltall teller like mye. En svakhet ved ratingen er at den ikke tar hensyn til trekkfasiliteter eller hvor god sikkerhet det er for lånene. En relativ lav rating er derfor ikke ensbetydende med stor konkurserisiko. Som ved de fleste analyser må man derfor benytte skjønn i vurderingene, samt ta hensyn til hvilken bransje som analyseres.

Ratingklasse		LG1	RDG	EK %	ndr	Konkurs-sannsynlighet	Kredittrisiko-faktor	
AAA	"Investment grade"	11,600	16,900	0,940	0,350	0,0001	0,1	
		8,900	11,600	0,895	0,308			
AA		6,200	6,300	0,850	0,266	0,0012	0,15	
		4,600	4,825	0,755	0,216			
A		3,000	3,350	0,660	0,166	0,0024	0,25	
		2,350	2,755	0,550	0,131			
BBB		"Speculative"	1,700	2,160	0,440	0,096	0,0037	0,4
			1,450	1,690	0,380	0,082		
BB	1,200		1,220	0,320	0,068	0,0136	0,6	
	1,050		1,060	0,270	0,054			
B	0,900		0,900	0,220	0,040	0,0608	1	
	0,750		0,485	0,175	0,026			
CCC	"High yield and junk"	0,600	0,070	0,130	0,012	0,3085	3	
		0,550	-0,345	0,105	-0,002			
CC		0,500	-0,760	0,080	-0,016	0,5418	9	
		0,450	-1,170	0,030	-0,030			
C		0,400	-1,580	-0,020	-0,044	0,7752	27	
		0,350	-1,995	-0,100	-0,058			
D	"In default"	0,300	-2,410	-0,180	-0,072	0,9999	∞	

Tabell 5.12: Generell syntetisk rating.

⁴⁵ Kinserdal, Finn. (2009).

Tabellens oppsett gir en pekepinn på hvilken kredittrating Viking vil ha på bakgrunn av nøkkelverdiene LG1, RDG, EK % og ndr. Konkurs sannsynlighet er sannsynligheten for konkurs innen ett år. Kredittrisikofaktoren vil komme til bruk under beregningen av Vikings kostnad ved finansiering av fremmedkapital.

Tabell 5.13 oppsummerer de forholdstall som er nødvendige i beregningen av Vikings kredittrating.

	2005	2006	2007	2008
LG1	0,51	0,24	0,18	0,29
RDG	3,86	5,31	1,65	-0,93
EK %	0,56	0,51	0,49	0,44
ndr	0,03	0,05	0,02	-0,02

Tabell 5.13: Vikings nøkkeltall.

Tabell 5.14 viser Vikings overordnede kredittrating som følge av at nøkkeltallene er plassert i tabell 5.13.

	2005	2006	2007	2008
LG1	CCC	D	D	D
RDG	A	AA	BB	CC
EK %	A	BBB	BBB	BBB
ndr	B	B	CCC	CC
Overordnet Rating	BB	BB	B/CCC	CCC/CC
Årlig konkurssans.	0,0136	0,0136	0,1847	0,4252

Tabell 5.14: Vikings syntetiske rating.

Et typisk selskap på Oslo Børs vil ligge på rundt BBB/BB. Det er derfor tydelig at Viking har en markant svakere rating enn dette. Dette kan ikke sies å være særlig oppsiktsvekkende siden Viking i kraft av å være fotballklubb ikke regnes for å være blant de sikreste investeringsobjektene.

Egenkapitalprosenten er god i Viking. Det viser at klubben over år har drevet fornuftig og ikke tæret på egenkapitalen som andre klubber, den har snarere sett positive resultater bidra til vekst av egenkapitalen. Vikings tydelige hemsko er likviditetsgraden. Når jeg i tillegg

vet at Viking her ligger noe under bransjegjennomsnittet, burde denne være gjenstand for bekymring. Økningen i den kortsiktige gjelden klubben har opplevd de siste årene må reverseres. I alle fall når de har relativt lite omløpsmidler å vise til i andre enden.

Rentedekningsgraden var bra i begynnelsen av perioden for så å oppleve en negativ utvikling de siste årene. Som sagt begynner det å krystallisere seg et bilde der de to siste årene ikke har vært de beste for fotballklubber generelt, slik at en negativ utvikling i seg selv ikke trenger å være alarmerende. Likevel, å gå fra AA til CC er et stort sprang og et sprang klubben helt klart skulle vært foruten. Likevel velger jeg ikke å vektlegge dette for mye da det i hovedsak er det negative årsresultatet i 2008 som spiller inn. Dette negative resultatet kommer etter flere år med positive resultater der andre klubber har levert dårlige resultater. Derfor er et enkelt år noe tynt å bygge en argumentasjon på. Utvikling i tallmaterialet vil imidlertid måtte ligge i bakhodet når jeg kommer til budsjetteringen.

5.6 Avkastningskrav⁴⁶

For å få fornuftige sammenligninger mellom kontantstrømmen og investeringens initiale utgift kreves det et avkastningskrav. Kravet kan sies å ha to bruksområder, ett der det fungerer som en måling på om investert kapital når et forhåndssatt rentabilitetsmål. Sagt på en annen måte er det et spørsmål om investor får igjen det han på forhånd krevde av avkastning.

Et annet bruksområde er der man bruker kravet som en neddiskonteringssats, sett på som alternativkostnad, for å kunne finne verdien av fremtidige kontantstrømmer, såkalt nåverdianalyse.

Avkastningskravet kan henføres til alle typer kapital og jeg vil i de kommende kapitler beregne Vikings historiske avkastningskrav både for klubbens egenkapital og finansielle gjeld. På grunn av at de tidligere beregnede rentabilitetstall er nominelle og etter skatt, krever det at også avkastningskravene er det.

⁴⁶ Gjesdal, Frøystein og Johnsen, Thore (1999).

5.6.1 Kapitalverdimodellen

Kravet til egenkapitalen(ekk) kan beregnes direkte fra kapitalverdimodellen(KVM). KVM er en en-periodisk modell utviklet av Sharpe, Treynor, Mossin og Lintner på 1960-tallet.⁴⁷ Hovedtanken bak modellen er at investorer skal få et avkastningskrav, avhengig av hvor risikabel investeringen er sett opp mot markedsporteføljen. Desto mer systematisk risiko investor tar, desto mer skal han ha betalt. Kravet bygges opp av to deler. En risikofri del og en del som kompenserer for risiko tatt ved markeds plassering.

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

Modellen er basert på enkelte forutsetninger som er av betydning for dens bruksverdi. Alle investorer opptrer rasjonelt og søker å maksimere økonomisk nytte gjennom risikoaverse handlinger. Investorene er pristakere, noe som gjør at hver enkelt ikke klarer å påvirke prisen på et aktivum. Det er ingen transaksjons- eller skattemessige kostnader knyttet til kjøp og salg, og det er ingen begrensninger på hvor mye kreditorene er villige til å låne ut risikofritt. Aktørene har, og kan få, tilgang til den samme informasjonen slik at vi opplever effisiente markeder. Det er rimelig klart at alle disse forutsetningene ikke er oppfylt i dagens moderne marked. Likevel regnes KVM for å være en av de bedre modellene når det kommer til å beregne egenkapitalkravet. Selv om andre flerfaktormodeller ofte kan forklare en aksjes avkastning bedre og mer nøyaktig foretrekkes KVM på grunn av dens enkelhet og gjennomsiktighet. På tross av at modellen krever antakelser og skjønnsmessig vurderte variabler, gir den likevel et godt anslag på det endelige avkastningskravet.

Det at alle investorer er risikoaverse gjør at de alle sammen vil søke å diversifisere bort risiko knyttet til selskapene, såkalt usystematisk risiko. Det gjøres ved å holde en veldiversifisert portefølje av aksjer og resultatet blir at investor kun sitter igjen med systematisk risiko. I følge Ødegaard er mye av diversifiseringen oppnådd allerede ved å holde kun 10 aksjer i porteføljen.⁴⁸

⁴⁷ Jurczenko, Emanuel og Maillet, Bertrand.(2000),” The Three-moment CAPM: Theoretical Foundations and an Asset Pricing Models Comparison”.

⁴⁸Ødegaard, B.A. (2005), ” Hvor mange aksjer skal til for å ha en veldiversifisert portefølje på Oslo Børs?”.

Systematisk risiko fanger modellen opp ved hjelp av Beta(β). Beta er en størrelse på hvor mye den spesifikke aksje svinger i forhold til markedet. Det vil si den risiko investor ikke blir kvitt gjennom å holde markedsporteføljen. Knyttes det sterkere risiko til den aktuelle aksje enn det markedet generelt opplever vil aksjen ha en betaverdi over en. Dermed følger det av modellen at denne merrisikoen fører til et påslag i det samlede avkastningskrav. Dette fordi investor kompenseres for den risiko som ikke lar seg diversifisere bort. Motsatt trenger investorer i lav risiko aksjer ikke så høye avkastningskrav og opplever således en rabatt som følge av at betaverdien til slike aksjer er lavere enn en.

Likviditetspremie(λ) tillegges de aksjer som er lite likvide. Dette gjelder særlig ikke-børsnoterte aksjer. Teorien bak avkastningspåslaget er at investor vil ha ekstra betalt for å sitte på aktiva som det kan vise seg å være vanskelig eller dyrt å selge igjen. Samtidig er det et informasjonspåslag på grunn av faren for asymmetri mellom investor og eierne av små lukkede bedrifter. Faren for uventede opplevelser, som følge av mangel på informasjon, gjør seg gjeldende i et høyere avkastningskrav til egenkapitalen. I følge Gjesdal og Johnsen kan slike likviditetspremier komme opp i rundt 4-5 % for små unoterte selskap.⁴⁹ Dette forutsetter riktignok at investor virkelig må kompenseres for denne illikviditeten i aktivumet som følge av kortsiktige eierinteresser.

Samlet gir dette endelige modell:

$$E_{kk} = R_f + \beta * (R_m - R_f) + \lambda$$

5.6.2 Risikofri rente

Risikofri rente er ukorrelert med andre aktiva da den per definisjon er uten risiko. Den betegner sikker avkastning investor mottar og vil variere over tid. Valgte R_f bør være av en slik karakter at den er representativ for bruken. Det vil si at siden KVM er en en-periodisk modell skulle det tilsi at ett års statsrente ville være den naturlige valgte R_f .

Lange renter er ikke like volatile som korte, noe som taler for bruk av lange renter i for eksempel en verdsettelse. Men når det gjelder lønnsomhetsmålinger og vurdering av historiske avkastningskrav er det vel så viktig å se betydningen av de enkelte års rentenivå

⁴⁹Gjesdal, Frøystein og Johnsen, Thore (1999), "Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verddivurdering". s.36.

innvirkning på analysen. Dette taler for kortere renter i slike analyser. Jeg velger derfor å benytte meg av historiske 3 måneders NIBOR rente(Norwegian Interbank Offered Rate) som risikofri rente.⁵⁰ Denne renten inneholder en kredittspread utover vanlige statsrenter som må justeres for. Jeg antar en ti prosents justering. Videre benytter jeg renten før skatt, begge disse antakelsene samsvarer med Kinserdal og Johnsens lære.^{51,52}

	2005	2006	2007	2008	Snitt
3 mnd NIBOR	2,22 %	3,10 %	4,96 %	6,23 %	3,82 %
- Kredittspread	0,22 %	0,31 %	0,50 %	0,62 %	0,38 %
= Risikofri rente f.skatt	2,00 %	2,79 %	4,46 %	5,61 %	3,44 %

Tabell 5.15: Risikofri rente før skatt justert for kredittspread.

5.6.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie(MP) defineres som avkastning ut over risikofri rente. MP er et av de mer omdiskuterte emner innen finans og kan ikke forklares ut i fra økonomiske modeller. I arbeid med prediksjon brukes enten historiske data til også å gjelde fremtiden, eller historiske data danner grunnlaget for en skjønsmessig vurdering av hva premien blir i fremtiden.

Kinserdal fremlegger gjennomsnittlig historisk risikopremie over årene 1958 til 2004 på 5,5 prosent. Dette er tall som er justert for de 10 prosent høyeste og laveste verdiene på grunn av kort analyseperiode.⁵³

Gjesdal og Johnsen har over en periode på 32 år(1967-1998) vist at Oslo Børs totalindeks har hatt en meravkastning i forhold til korte statsrenter på 6,2 prosent.⁵⁴ Likevel mener forfatterne at den fremtidige premie vil være lavere enn historisk på grunn av mindre variasjon i børsens likviditet og inflasjon, bedre kapitaliserte selskaper, mer diversifiserte investorer og gunstigere beskatning av kapitalinntekt.

⁵⁰ Norges-Bank.no, "NIBOR".

⁵¹ Kinserdal, Finn. (2009).

⁵² Johnsen, Thore. (2008).

⁵³ Kinserdal, Finn. (2009).

⁵⁴ Gjesdal, Frøystein og Johnsen, Thore (1999), "Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verddivurdering".

Dimson, Marsh og Staunton argumenterer også for at historisk observerte og realiserte markedspremier er høyere enn forventet fremtidig premie.⁵⁵ Forhold som underbygger dette er blant annet at høy inflasjon har gitt høye renter som igjen har gitt lav avkastning på utstedte obligasjoner. Videre har vi sett en voldsom teknologiutvikling gjennom det 20 århundre og styringssystemene til bedrifter er kraftig forbedret. Videre brukes økt velstand som argument for lavere risikoaversjon hos den jevne investor. Dette vil føre til lavere avkastningskrav og således høyere opplevd avkastning. Økt globalisering har forbedret mulighetene for full diversifisering i den grad man kan holde aksjer i andre land. I tillegg til de foregående punkter mener Boye(2007), i likhet med Gjesdal og Johnsen, at redusert beskatning av aksjegevinster har bidratt til økt avkastning.⁵⁶

Dimson & Co har videre hevdet at en beregning av historisk risikopremie bør strekke seg lengre tilbake i tid og inneholde flere markeder enn kun det amerikanske. Deres undersøkelse, der land som Russland og Tyskland som ikke har hatt en like positiv utvikling i aksjepriser, viser en samlet global risikopremie på 2,3 prosent over lange renter og tre prosent over korte renter.^{57,58}

Jeg antar, basert på overnevnte litteratur og forskning, en skattejustert markedspremie på 4 prosent.

5.6.4 Beta og relevant risiko for en fotballinvestor

Betamålet forklarer graden av systematisk risiko ved å investere i egenkapitalen. Beta beregner samvariasjonen mellom markedets og selskapets avkastning, gitt volatiliteten i markedet.

$$\beta = \frac{\text{Investerings markedsrisiko}}{\text{Representativ markedsrisiko}} = \frac{\text{Korr}(r, r_m) * \text{Std}(r)}{\text{Std}(r_m)} = \frac{\text{Kov}(r, r_m)}{\text{Std}(r_m)}$$

En aksje har en betaverdi på en, år den beveger seg parallelt med markedet. Har aksjen en betaverdi på 1,1 beveger den seg 10 prosent mer enn markedet. Det betyr, at hvis det

⁵⁵ Dimson, Elroy og Marsh, Paul, et.al. (2002), "Triumph of the optimists : 101 years of global investment returns".

⁵⁶ Boye, Knut og Hansen, Terje, et.al. (2007), "Personlig økonomi"

⁵⁷ Dimson, Elroy og Marsh, Paul, et.al. (2002), "Triumph of the optimists : 101 years of global investment returns".

⁵⁸ Hermanrud, Peter. (2008).

samlede aksjemarkedet stiger 20 prosent, kan man forvente at den spesifikke aksjen vil stige 22 prosent. Har imidlertid aksjen en betaverdi på 0,6 vil aksjen kun stige 12 prosent under samme markedsforhold.

Betaverdien er relativt enkel å beregne for børsnoterte selskap der det finnes flere og hyppige handels tall, samt gode indekser for referansemål. Men med en unotert aksje som Vikings, og en norsk fotballbransje uten klubber med børs erfaring, får jeg problemer knyttet til beregning av beta på vanlig måte via historiske avkastningstall, og en analyse av hva som er vesentlig risiko for en fotballinvestor.

Hovedproblemet ved kalkulering av fotballinvestors risiko ved hjelp av KVM er at modellen bygger på antakelsen om at aksjer prises ut i fra hvor mye systematisk risiko investor tar. I KVMs verden kompenseres investor kun for markedsrisiko og ikke selskapsspesifikk risiko siden den per definisjon kan diversifiseres bort.

Fotballinvestorer vil på den annen side nesten utelukkende både oppleve, og fokusere, på totalrisiko. Det vil si at investoren også vil komme ut for selskapsspesifikk risiko gjennom usikkerhet knyttet til for eksempel spillerprestasjoner, fare for nedrykk, skader og karantener på nøkkelspillere. Dette er særegenheter for fotballbransjen og tvinger frem en antagelse om forholdet mellom klubb og marked. Samtidig gjør fokuset på totalrisiko at et behov for en subjektiv beta ikke er overhengende. Et eventuelt krav om kompensasjon for totalrisikoen, når det gjelder fotballinvestorer kontra andre investorer, kan dekkes inn gjennom en premie for illikviditet. Størrelsen på denne premien vil jeg komme tilbake til i kapittel 5.6.5.

Valget av fokus på totalrisiko støttes av det faktum at sensitivitetsanalyser, som jeg vil gjøre for å teste styrken på verdsettelsen, er knyttet til nettopp totalrisiko. Dette fordi en sensitivitetsanalyse ikke skiller mellom selskapsrisiko og systematisk risiko. Analysen vurderer hele verdien av selskapet og dermed også hele risikoen involvert.

En matematisk beregning av Vikings betaverdi er som sagt umulig som følge av dårlig volatilitet. Resultatet er at jeg må foreta en egen vurdering av hva jeg mener er en fornuftig betaverdi for et selskap som Viking. Jeg mener en fotballinvestor kan anta at fotballklubbers inntekter og kostnader svinger i takt med markedet. Den siste tids økonomiske hendelser

underbygger dette. De siste årene har vi sett en utrolig økonomisk utvikling innen fotballen. Denne sammenfaller godt med økonomiens generelle utvikling de siste årene, spesielt siden 2004. Samtidig ser vi at når markedene faller og makroøkonomien i de fleste land strever, opplever vi samme økonomiske nedgang for fotballen. Klubbene blir mer restriktive med pengebruken og tilpasser seg de økonomiske realitetene.

For å kunne anta en fornuftig betaverdi har jeg analysert utenlandske børsnoterte klubber. Fra midten av 90-tallet og til begynnelsen av 2000 ble flere klubber børsnotert i håp om at det ville generere midler klubben ellers ikke ville fått. Det var særlig utbredelsen av nye og store Tv-avtaler som gjorde at flere klubber søkte lykken på børs. For eksempel kunne man i England, når interessen var på topp, kjøpe aksjer i 10 av 20 klubber i Premier League.⁵⁹

Den internasjonale fotballen har imidlertid forandret seg de siste årene, og er i dag preget av enkle investorer som tar kontrollen over hele klubben, og i de fleste tilfeller tar klubben av børsen. I England er det i dag kun Tottenham av klubbene i den øverste divisjonen, som er listet på London Stock Exchange. En beregning av Tottenhams eventuelle betaverdi er også vanskelig all den tid aksjen hadde et transaksjonsopphold på børsen mellom 2004 og 2008. Da det igjen var åpnet for kjøp og salg av aksjen i begynnelsen av 2008 var inngangsverdien av aksjen mangedoblet.

For analysens del vil jeg derfor fokusere på to klubber som stabilt har holdt seg i deres respektive lands øverste divisjon. Klubbene aksjer er blitt handlet jevnt og trutt og de har heller ikke vært påvirket av de finansielle sidene ved opp- og nedrykk. Dette er forhold som vil kunne påvirke beregningen i uønsket grad, all den tid jeg søker å finne stabile forskjeller mellom markedsrisikoen og den spesifikke klubbrisikoen. Jeg har valgt å se nærmere på de danske klubbene FC København (FCK), gjennom selskapet Parken Sport & Entertainment, og Brøndby IF. Dette er to av de største klubbene i skandinavisk sammenheng og, til fotballklubber å være, rimelig ofte handlet på børsen i Danmark. Samtidig er det danske fotballmarkedet rimelig likt det norske, og sammenligningen blir derfor mer reell enn om jeg hadde analysert klubber fra noen av de større ligaene.

⁵⁹ Reuters.com, "FEATURE-Takeovers spell end of soccer's Premiership Plc".

Som følge av at disse aksjene heller ikke handles hver dag, har jeg benyttet meg av månedlige data som strekker seg tilbake til 1. januar 2003, og frem til 31. desember 2008.⁶⁰ Referanseindeksen vil være den danske hovedindeksen OMX COPENHAGEN 20, dette fordi den best representerer landets generelle økonomiske svingninger. Resultatet av en beregning, basert på disse data, er en betaverdi for FCK på 0,962 og 0,681 for Brøndby. Over tid er det også rimelig å anta at betaverdier vil tendere mot en, som følge av at alle aksjer danner det totale markedet. For å justere for denne utviklingen velger jeg å foreta en Merrill-Lynch justering som veker en beta på en med 1/3 sannsynlighet.⁶¹ Det fører til nye betaverdier på 0,975 for FCK og 0,788 for Brøndby. Mine beregninger støttes videre av euroinvestors presentasjon av de samme aksjene med betaverdier på 0,96 for FCK og 0,73 for Brøndby.⁶² Jeg mener disse betaverdiene underbygger mitt syn om at fotballklubber følger det generelle markedet.

Jeg antar på bakgrunn av overnevnte argumenter, og analyse av konkurrerende børsnoterte klubber i Danmark, en egenkapitalbeta for Viking på en. Jeg vil påpeke at siden betaverdien er subjektiv satt, og dermed gjenstand for betydelig kritikk, vil jeg i et senere kapittel teste dens betydningen i verdivurderingen av Viking gjennom sensitivitetsanalyse.

5.6.5 Likviditetspremie

Selv om Viking Fotball er et aksjeselskap betyr ikke det at det er enkelt å få tak i Viking aksjer. Viking aksjen er særdeles lite likvid og nesten umulig å få kjøpt. Hovedårsaken til dette er få selgere. Investorer som sitter på Viking aksjer er nødvendigvis ikke kortsiktige investorer med det formål å tjene raske penger. Investorene i Viking er snarere langsiktige aktører som har skutt inn penger i Viking Fotball ASA med det formål å skape et konkurransedyktig eliteserielag. Investeringene er ofte underbygget av geografiske, sentimentale og private hensyn. Investorene har lyst å eie en del av favorittklubben, samtidig som de på denne måten er med på å hjelpe klubben med kapital. Dette gjenspeiles i at aksjen ikke er omsatt siden 01.10.2008, og at det da var nesten ett år siden siste

⁶⁰ Yahoo! Finance.com

⁶¹ Bodie, Z., Kane, A., et.al. (2008), "Investments"

⁶² Euroinvestor.dk

transaksjon.⁶³ Slike langsiktige investorer har generelt lite behov for tillegg i avkastningskravet, nettopp på grunn av at de ikke trenger kompensasjon for muligheten til snarlig å likvidere aksjeposten.

Videre er jeg av den oppfatning at det ved et eventuelt ønske om å selge ville vært flere potensielle kjøpere. Av egen erfaring, som fotballsupporter, vet jeg at det å kunne eie en liten del av favorittlaget er et ønske som flere tilhengere deler med meg. Selv om kjøpene til hver enkelt ikke hadde vært store, ville man i sum kunne selge mange aksjer kun til supporterne. Slike felles supporterkjøp er gjort i andre land og i andre klubber. Poenget er at man som fotballinvestor ikke er like fastlåst i sin investering som i mange andre unoterte selskap der interessen for selskapet er begrenset til de spesielt interesserte.

Likevel er det naivt å anta at alle investorer, nåværende og kommende, i Viking er langsiktige. Med mitt opprinnelige perspektiv som en profittsøkende rasjonell investor, og på tross av at majoriteten av nåværende aksjonærer antas å være langsiktige, må premie påregnes. Særlig på grunn av det faktum at Viking er en unotert bedrift med sjeldne handler i aksjen. Dette støttes videre av at Viking Fotball ASA er en relativt liten organisasjon, i alle fall sett i forhold til de store selskapene på Oslo Børs, slik at det forekommer informasjonsskjevhet som må tillegges avkastningskravet.

Gjesdal og Johnsens forskning sier at unoterte selskap ofte har en likviditetspremie på 4,5 %.⁶⁴ Jeg velger å justere dette ned med bakgrunn i overnevnte argumentasjon om at investorer i Viking ikke er fullstendig innelåst med tanke på et eventuelt salg av aksjene. Jeg antar dermed en likviditetspremie på 3 prosent.

5.6.6 Egenkapitalkrav

Da har jeg alle parametrene som inngår i beregningen av egenkapitalkravet og kan foreta en kalkulering av analyseårene.

⁶³ Euroinvestor.no

⁶⁴ Gjesdal, Frøystein og Johnsen, Thore (1999), "Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering".

Historisk	2005	2006	2007	2008	Snitt
Risikofrirente f.skatt	2,00 %	2,79 %	4,46 %	5,61 %	2,47 %
+ Beta	1	1	1	1	1
* MP	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
+Likviditetspremie	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
= Ekk	9,0 %	9,8 %	11,5 %	12,6 %	9,5 %

Tabell 5.16: Egenkapitalkravet for årene 2005-2008.

Jeg registrerer at egenkapitalkravet øker noe fra år til år gjennom hele perioden frem til toppen i 2008. Dette skyldes helt og holdent økningen i rentenivået all den tid de andre parametrene holdes konstant.

5.7 Lønnsomhetsanalyse

Jeg vil foreta en enkel lønnsomhetsanalyse der jeg vurderer Vikings egenkapitalrentabilitet over analyseperioden. Rentabilitet i seg selv måler prosentvis avkastning på investert kapital og denne vil da særlig bli vurdert opp i mot avkastningskravet jeg beregnet i kapittel 5.6.6. Dette for å kunne vurdere om oppnådd rentabiliteten tilfredstilte de satte kravene.

$$ekr_t = \frac{NRE_t}{EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_t)/2}$$

ekr = Egenkapitalrentabilitet

NRE = Netto resultat til egenkapitalen

EK_{t-1} = Inngående egenkapital

ΔEK_t = Endring i egenkapital

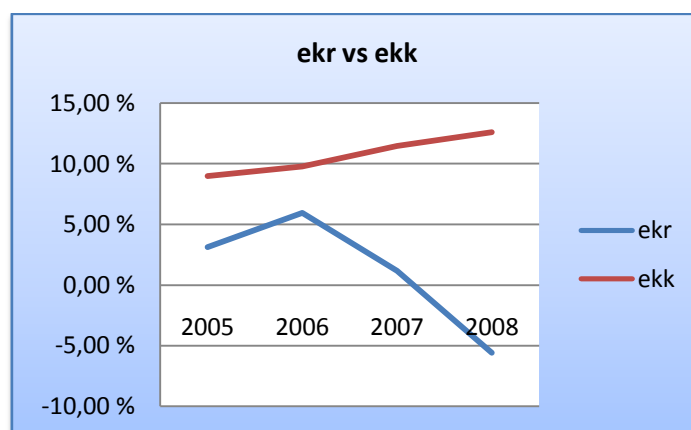
Jeg har også oppjustert egenkapitalen i 2005 og 2006 som følge av at det ble delt ut utbytte disse årene. Som følge av god regnskapsskikk skal regnskapet føre avsatt utbytte som en kortsiktig gjeldspost. Dette fordi det fra selskapets ståsted er en post eierne av bedriften har en fordring på, og som således er en avsetning på bedriftens hånd. Men som investor er utbyttet noe man eier. Det blir derfor meningsløst å trekke dette fra verdien i en eventuell vurdering av egenkapitalen. Avsatt utbytte legges derfor til egenkapitalen i denne analysen for årene 2005 og 2006.

I utgangspunktet er en slik analyse ute etter å finne superrentabilitet, det vil si den rentabilitet ut over kravet bedriften klarer å skape. For Vikings del er det dessverre ingen slik

superrentabilitet å hente. Det er i hele tatt ikke mulig for Viking selv å klare kravet til egenkapitalen. Resultatene følger i tabell 5.17.

	2005	2006	2007	2008
ekr	3,12 %	5,94 %	1,17 %	-5,58 %
ekk	9,00 %	9,79 %	11,46 %	12,61 %
Superrentabilitet	-5,88 %	-3,85 %	-10,30 %	-18,19 %

Tabell 5.17: Vikings superrentabilitet.



Figur 5.8: Vikings ekr vs ekk.

Nok en gang ser vi at de siste årene i perioden er de med mest avvik fra det man som investor har satt som krav. Selv om klubben jevnt over ligger under kravet til egenkapitalen har forskjellen mellom krav og faktisk rentabilitet vokst seg stor. På den ene siden kan kanskje kravet være noe strengt satt som følge av likviditetspremien, men når klubben gjennomgående opplever så liten rentabilitet på egenkapitalen synes problemene knyttet til lønnsomheten å være reelle. Samtidig er det viktig å huske på at fotballklubber sjeldent skal eller vil produsere positive resultater.

Likevel begynner det å tegne seg et bilde av at man som investor ikke går inn i en fotballklubb med det for øyet å tjene penger som følge av oppsiktsvekkende lønnsomhet gjennom inntektsbringende drift. Til det er markedet og bransjen for konkurransepreget, og det som er av tilgjengelige midler brukes av klubbene til å nå målene om edelt metall og gode plasseringer.

5.8 Vekstanalyse

I en økonomisk forstand er begrepet vekst prosentvis endring fra en periode til en annen. Spesielt viktig blir forholdet til vekst og forventningene til vekst i underliggende økonomiske størrelser ved budsjettering og fundamental verdsettelse.

Et hvert objekt med økonomisk verdi vil oppleve enten en verdiforringelse eller en verdiøkning over tid. I nominelle kroner oppleves som regel økning i verdi, mens ved reelle tall kan historien tale et annet språk på grunn av inflasjon som gjør at den samme kroneverdien i morgen er mindre verdt enn i dag.

Vekst er, som alt annet, vanskelig å forutsi med stor grad av sikkerhet. Jo lengre inn i fremtiden man kommer desto vanskeligere blir det. I alle tilfeller vil det da åpne seg rom for feilvurderinger. Dette vil jeg etterprøve i sensitivitetsanalysen.

5.8.1 Vekst på lang sikt

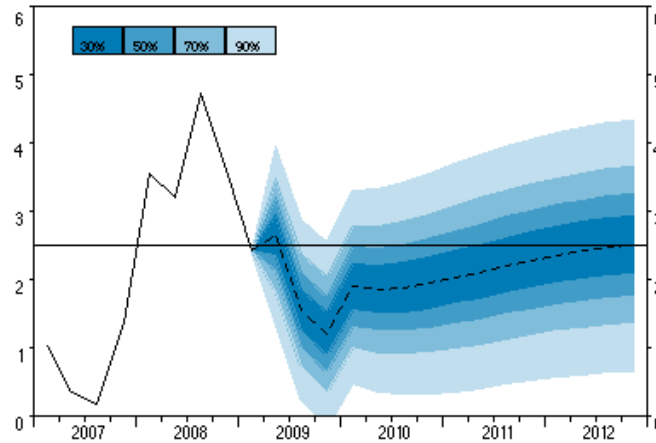
Økonomien som helhet vil vokse i fremtiden gjennom økt produksjon, teknologiske nyvinninger og oppstart av nye mer effektive bedrifter. På den annen side kan ikke vekst i enkeltbransjer eller selskap overgå vekst i verdensøkonomien over tid. Vekst i verdensøkonomien er forventede realvekst pluss global inflasjon. Uten denne betingelsen vil selskaper til slutt kunne bli større enn den samlede økonomien som helhet, noe som er urealistisk. Resultatet er at bedrifter i enkelt år vil kunne oppleve stor vekst eller betydelig tilbakegang, mens det i det lange løp ikke er mulig å ligge over en stabil relativ økning av økonomien.

Viking vil derfor på lang sikt være prisgitt verdensøkonomiens samlede vekstutvikling. Estimeringen av denne vil jeg basere på historiske inflasjonstall, bruttonasjonalprodukt (bnp) tall og Norges Banks prognoser for fremtiden.

Gjennomsnittlig årlig realvekst i bnp har i Norge vært på rundt tre prosent gjennom perioden 1865-2005.⁶⁵ I de siste ti år er likevel gjennomsnittet kun på 2,6 prosent. Når vi samtidig vet at Norges Bank styrer etter et inflasjonsmål på 2,5 prosent vil jeg, med stor sikkerhet, kunne hevde at økonomien på lang sikt vil ha en nominell vekst på mellom fem og seks prosent.

⁶⁵ SSB.no

Jeg registrerer av figuren under at Norges Bank på kortere sikt forventer lavere inflasjon enn målet, mens det på lengre sikt, og da særlig med tanke på utredningens normal år, vil være sannsynlig med en inflasjon rundt 2,5 prosent.



Figur 5.9: Norges Banks prognose på KPI.⁶⁶

I følge Kinserdal skal investorer passe seg for å beregne enkelt selskapers langsiktige vekst til over reel vekst. Dette fordi alle selskaper, per definisjon, vil vokse i snitt med real veksten så lenge offentlig sektor vokser med bnp. I tillegg vil kanskje veksten for dagens selskap ligge noe under den reelle veksten som følge av fremtidens nye selskaper vil bidra til relativt mer vekst.

På den annen side vil jeg hevde at en klubb som Viking kan ha større vekstpotensial enn kun organisk vekst. Hovedgrunnen til dette er Stavangerregionens sterke befolkningsvekst. Samtidig har vi sett at stadion har vært tilnærmet utsolgt i år med relativt gode sportslige resultater. Slik sett mener jeg det ligger et potensial i for eksempel å utvide stadion ytterligere, betinget av bedre sportslig suksess i fremtiden. Samtidig er heller ikke Viking utsatt for direkte trusler fra potensielle konkurrenter i deres geografiske område. Til det er merkevaren og klubben Viking for etablert. Det skulle minske faren for redusert vekst i fremtiden.

Videre er det ikke utenkelig at det man i dag regner som den tredje verden i fremtiden vil oppleve betydelige fremskritt med tanke på produksjon, infrastruktur og generelt bedre

⁶⁶ Norges-Bank.no, "Prisstabilitet".

levestandard som vil føre til økt økonomisk vekst. Dette vil igjen bidra til økt vekst i verdensøkonomien. Et tillegg i den langsiktige nominelle veksten synes derfor ikke urealistisk, men ut fra forsiktighets hensyn velger jeg ikke å øke Vikings langsiktige vekstfaktor med et slikt tillegg.

Med hovedfokus på forsiktighetsprinsippet antar jeg Vikings nominelle vekstfaktor på lang sikt til å være 3,5 prosent.

5.8.2 Vekst på kort sikt

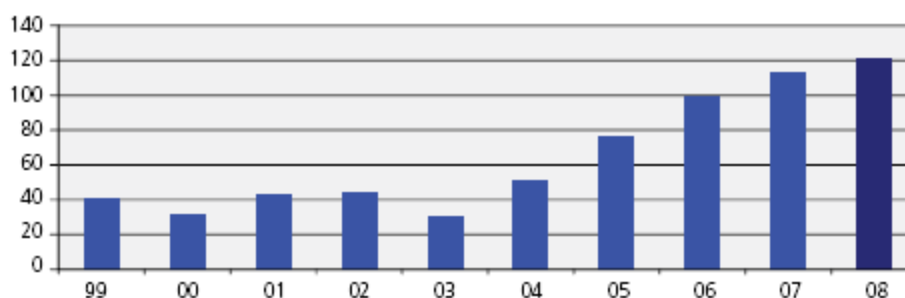
Veksten på kort og mellomlang sikt er mer avhengig av de interne forhold i bedriften og bransjen. Dette er forhold som ble diskutert og vurdert i kapittel fire, strategisk analyse. Samtidig avhenger veksten av at Viking er en moden bedrift i livssyklusen. Det vil som tidligere nevnt bety at mulighetene for vekst er opplagt mindre enn for et selskap som tilbyr noe helt nytt. Likevel vurderer jeg produktet Viking, i kraft av å være fotballklubb, sterkt nok til å overleve tidens tann. Dette fordi Viking alltid vil ha en plass i Stavangerfolks hjerter, og fotball som sport og underholdning alltid vil fenge. De store utsiktene til ekspansjon er imidlertid ikke til stede, både som følge av at produktet har klare geografiske grenser med tanke på ekspansjon til nye markeder, men også på grunn av den generelle finansielle situasjonen vi opplever i dag.

Som en underliggende faktor for vurderingen av Vikings kortsiktige vekst kan det være verdt å nevne Norges Banks forventninger om moderat vekst for Norges økonomi de kommende år, og sågar negativ vekst i bnp for 2009.⁶⁷ I årene etter dette vil veksten ligge på rundt to prosent årlig. Når det gjelder deres anslag på de kommende års inflasjon ligger prognosene også her på en årlig inflasjonsrate på rundt to prosent. Dette er prognoser gjort i begynnelsen av 2009.

Viking har sett en stor vekst i omsetningen de siste årene. Som vist i figuren under har klubben sett en firedobling av inntektene bare siden 2003. Som nevnt er dette i hovedsak på grunn av ny stadion, men også de andre inntektsgruppene har økt over de siste årene. Samtidig gir det meg en pekepinn på at kanskje toppen er nådd, all den tid ingenting kan

⁶⁷ Norges Bank, (1/2009), "Pengepolitisk rapport".

vokse inn i himmelen. Det vil i alle fall bli tyngre å ta neste steg, i og med at også den kortsiktige effekten av ny stadion er brukt.



Figur 5.10: Utvikling i Vikings omsetning⁶⁸.

Den historiske utviklingen i de enkelte postene som inngår i EBITDA resultatet vil bli gjennomgått i detalj under budsjetteringsprosessen i neste kapittel. Dette på grunn av at utviklingen de senere år er et av de viktigste beslutningsgrunnlagene jeg har å tufte prognostiseringen på. Jeg vil derfor ha den historiske gjennomgangen i samme kapittel for lettest mulig kunne formidle tankegangen bak vurderingene som tas.

6. Budsjettering og fremskriving

“Time is our most precious asset, we should invest it wisely.”

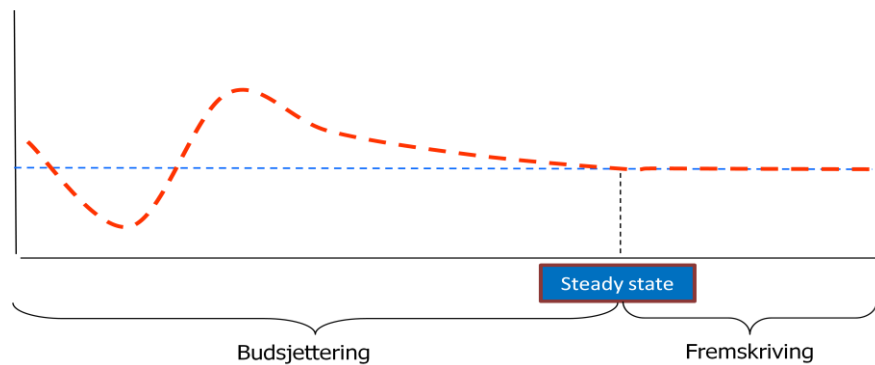
Michael Levy – Britisk forfatter og foredragsholder

Budsjettering av Vikings regnskapstall er det tredje steget mot den fundamentale verdsettelsen. I dette kapitlet vil jeg på bakgrunn av den strategiske analysen og regnskapsanalysen gjøre en skjønnsmessig vurdering av utviklingen i komponentene som inngår i EBITDA beregningen, og en vurdering av fremtidig årlig endring i arbeidskapital, investeringsnivå og skattesats. Prognostiseringen danner grunnlaget for fremtidige kontantstrømmer som neddiskonteres med et fornuftig valgt avkastningskrav.

Jeg får dermed en modell som budsjetterer Vikings regnskapsutvikling noen år frem i tid. Deretter antar jeg at bedriftens normalnivå nås og jeg foretar en fremskriving av regnskapstallene etter budsjettperioden. Budsjettperioden blir dermed et bindeledd

⁶⁸ Viking ASA årsrapport, 2008.

mellom dagens situasjon og det jeg vil regne som konstant vekst inn i evigheten. Modellen forklares i figuren under.



Figur 6.1: Budsjettering og fremskriving.

Det er urealistisk å tro at en fremskriving kan gjøres direkte til dagens situasjon uten et bindeledd i mellom. Budsjetteringsprosessen skaper en bro mellom variabel vekst i dag og konstant vekst i fremtiden.

6.1 Valg av budsjetthorisont

I følge Kinserdal er det to forhold som er av særlig interesse ved valg av budsjetthorisont.⁶⁹ Det ene er tiden det tar før selskapet er i steady state. Det andre er kvaliteten på regnskapsføringen.

Bedrifter som opptrer i effisiente marked og som fører et perfekt verdibasert regnskap har ikke behov for en budsjetteringsperiode før konstant vekst. I et slikt regnskap vil bedriften i praksis rapportere nåverdien av fremtidige kontantstrømmer direkte og budsjetteringen blir overflødig. Investor kan dermed gå rett til beregning av terminal value. Likevel synes forutsetningen om effisiente marked noe drøy all den tid mye av informasjonen ikke er offentlig tilgjengelig og vi opplever at prisen i markedet ikke alltid reflekterer den riktige pris fullt ut. Dette er en årsak til at enkelte investorer tjener penger på feilprisede aksjer og selskap.

⁶⁹ Kinserdal, Finn. (2009).

Viking, som de fleste andre små selskap, fører regnskap etter loven om god regnskapsskikk. Dette er et historisk kostbasert regnskap mer enn et verdibasert regnskap. Det fører til at jeg skjønnsmessig må vurdere hva som er fornuftig budsjettlengde.

Tiden frem til selskapet oppnår steady state avhenger av flere faktorer. En av dem er bransjens livssyklus. En moden bransje, som fotballbransjen, antas å være rimelig stabil og således nær steady state. På den annen side har bransjen de senere år opplevd en utrolig omveltning rent økonomisk, og stor sportslig utvikling. Hendelsene har skjedd nylig og kan sies å være bransjeutviklende, det er i min oppfatning med på å kreve en lengre budsjettperiode.

Når det gjelder kvaliteten på regnskapsføringen har jeg ingen grunn til å tvile på at den er riktig utført. Det finnes likevel grunn til å bemerke at siden Viking er en relativt liten bedrift er det ikke de mest utfyllende regnskapene som er offentlig tilgjengelig. Som liten klubb, uten den største appellen til kortsiktige investorer, er det heller ikke nødvendig med mer utfyllende regnskap. Men for min utredning kan tallmaterialet ses på som litt knapt. Det skulle tale for en lengre periode med budsjettering før steady state.

Jeg velger å vektlegge det faktum at fotballbransjen de siste år har opplevd stor utvikling både sportslig og økonomisk. Videre mener jeg at det er et potensial i bransjen som ikke er synliggjort enda, dette gjelder spesielt på anleggssiden og i forhold til å skape et helhetlig produkt for den betalende tilskuer. Dette er punkter som skulle tilsi en lengre budsjetteringsperiode. I følge Kinserdal burde denne ideelt sett ligge på 6-10 år.

På den annen side mener jeg at en periode på 10 år frem i tid vil kunne gi svært unøyaktige prognoser, særlig siden tallene bygger på stor grad av usikkerhet. Videre er bransjen definert som moden, noe som tilsier en mindre budsjettperiode. Jeg velger derfor å avgrense budsjettperioden til 7 år. Det vil si at jeg vil predikere utviklingen i verdidriverne til Viking i perioden 2009-2015. 2016 vil være normalåret og fungere som utgangspunkt for verdsettelsen av Vikings horisontverdi ved hjelp av Gordons formel.

6.2 Budsjettering 2009-2015 og normalår 2016

Vikings fremtidige EBITDA avhenger av et utall forskjellige driftsaktiviteter. Jeg vil videre utføre prognoser på hver enkelt av disse postene. Den endelige budsjettering vil bli

presentert enten i kroneverdier eller som prosentvis årlig vekst. Grunnen er variasjon knyttet til hva som er mest naturlig og hva som best får frem den samlede utvikling hos den enkelte regnskapspost.

6.2.1 Sponsorinntekter

Sponsorinntekter er Vikings største og viktigste inntektskilde. Historisk har denne posten bidratt med tett opp mot 50 prosent av Vikings totale driftsinntekter. Dette gjør at posten nærmest representerer selve driftsgrunnlaget for klubben, og inntektene er særdeles viktig i forhold til fremtidig lønnsomhet. Under følger årlig utvikling for veksten i Vikings sponsorinntekter.

Historisk	2005	2006	2007	2008	Gjen.
Økning Sponsorinntekter	24 %	22 %	28 %	12,6 %	21,5 %

Tabell 6.1: Årlig utvikling i sponsorinntekter.



Figur 6.2: Årlig utvikling i sponsorinntekter.

Figuren viser at den gjennomsnittlige økningen fra år til år har ligget på rett over 20 prosent. Samtidig ser vi at 2008 hadde en betydelig mindre vekst enn de foregående år. Dette kan tyde på at markedet mettes og at en fremtidig vekst vil være mer moderat enn den vi har sett i snitt over de siste fire årene. Når vi i tillegg vet at de økonomiske rammebetingelsene til de fleste bedrifter svekkes, styrker det tanken om at veksten vil avta fremover. Bedrifter som tidligere tok seg råd til å sponse fotballklubber, kan i dag være nødt til å redusere denne aktiviteten for å konsentrere seg om kjernedriften.

Det er allerede kommet rapporter om at enkelte av Vikings støttespillere vil redusere sine bidrag i fremtiden. Et eksempel på dette er byggefirmaet Øster Hus AS.⁷⁰ Dette støttes av uttalelser fra Vikingdirektør Forgaard om at klubben ikke er i mål med tanke på samarbeidsavtaler for 2009 sesongen.⁷¹ Dermed skulle det synes klart at klubben i det store og hele burde være fornøyd hvis sponsornivået fra 2008 også nås i 2009. Jeg tror Viking vil slite med å nå dette, både som følge av de negative uttalelsene, men også på grunn av at de sportslige resultatene ikke innbyr til særlig store ønsker om sponsorengasjementer på nåværende tidspunkt.

Et argument for en fortsatt positiv utvikling i Vikings sponsorinntekter er klubbens lokalisering. Det er ingen tvil om at regionens oljetilknytning skaper flere og større potensielle samarbeidspartnere for Viking, enn det andre områder har. Dette er selskaper med nok kapital til å investere på områder som reklame og markedsføring. Videre er ikke oljebransjen like konjunkturutsatt som andre bransjer. Det gjør at det over tid til stadighet vil være bedrifter med markeringsbehov og som har midler til å gjøre det. Alt dette vil til syvende og sist kun være en fordel for Viking, som i større grad enn andre lag har tilgang på friske sponsorkroner.

Likevel tror jeg det er naivt å belage seg på en like sterk økning i sponsorinntekter som Viking og de andre fotballklubbene har sett de siste årene. Prognosemessig tror jeg Viking må belage seg på en reduksjon i sponsorbidraget de første par årene. Jeg antar at verdien i 2009 blir på 50 millioner, altså en nedgang på drøyt 12 prosent. Dette med bakgrunn i uttalelser fra Viking om at samarbeidsavtalene fremdeles ikke er i havn.

Jeg forventer en årlig økning i kroneverdien på sponsoratene etter dette, men veksten vil være betydelig mindre enn i analyseårene. Jeg tror vi på kort sikt vil merke at finanskrisen har gjort både mennesker og bedrifter mer tilbakeholdne enn før, noe som resulterer i en umiddelbar frykt for å bruke for mye penger. En av de første postene i en bedrifts budsjett som kuttes i nedgangstider er reklame- og sponsorposten. Men jeg tror at på lengre sikt, når økonomien som helhet roer seg ned og vi opplever opptur i markedene, vil selskapene igjen

⁷⁰ Aftenbladet.no, "Nå rammes fotballen".

⁷¹ Rogalandsavis.no, "Uaktuelt å kutte nå".

benytte fotballen som utstillingsvindu og sponsorkronene vil på ny sitte løst. I alle fall løsere enn det jeg mener vi vil oppleve på kort sikt.

Min prognose på Vikings sponsorinntekter blir dermed at de vil ha nevnte reduksjon første året. 2010 vil bli preget av de samme forhold som 2009 og jeg forventer dermed ingen vekst, verken reell eller nominell. Deretter følger noen gode år med relativt høy sponsorvekst som følge av at optimismen på ny brer seg i markedene. Jeg tror 2008 nivået nås i 2011, og årene etter dette vil klubben ha en jevn økning opp mot en topp på 10 prosent årlig vekst. Toppen velges på bakgrunn av veksten vi har sett de siste fire år ilagt en reduksjon som følge av at en stor del av de siste års vekst bygger på optimismen som fulgte i kjølvannet av åpningen av Viking stadion. Denne særegne effekten kan ikke gjentas og en jevnlig vekst på over 20 prosent blir derfor vanskelig å etterligne, men at sponsorinntekten i seg selv har et relativt høyt vekstpotensial tror jeg ikke er usannsynlig.

Prognose	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Sponsorinntekter	-12 %	0 %	20 %	7 %	10 %	10 %	10 %

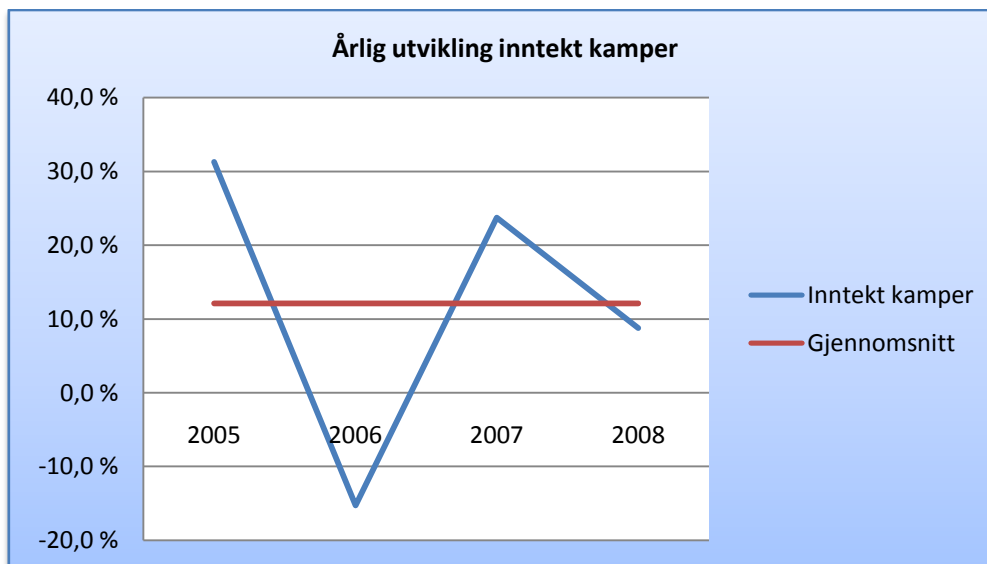
Tabell 6.2: Prognose sponsorinntekter.

6.2.2 Inntekt kamper

Inntekt Viking har fra sine kamper er den nest største inntektsposten. Dette er inntekter som stammer fra solgte sesongkort og enkle kampbilletter.

Historisk	2005	2006	2007	2008	Gjen.
Inntekt kamper	31,3 %	-15,3 %	23,8 %	8,8 %	12,1 %

Tabell 6.3: Årlig utvikling inntekt kamper.



Figur 6.3: Årlig utvikling i inntekt kamper.

Tallmaterialet i figuren gir ingen indikasjon på en klar trend. Hvert år har opplevd store svingninger knyttet til inntekter fra kamper, og svingningene har til dels vært relativt store. Samtidig kan en si at en stor økning som den i 2005 mest sannsynlig vil føre til en korreksjon tilsvarende den i 2006, der inntektene fra kamper sank med 15 prosent.

Hovedgrunnen til de gode tallene i 2005 er først og fremst knyttet til Viking stadion og det faktum at folk strømmet til tribunen og det var "in" å være Vikingsupporter. Dette understrekes ved det markante løftet i tilskuertallene hver sesong etter åpningen av den nye stadion i 2004.

Hovedutfordringen for Viking i kommende sesonger blir å holde på den massen av nye supportere de har klart å få over de siste årene. Nå som nyhetens interesse har lagt seg og folk blir mer opptatt av det som faktisk presteres på banen, vil det være av stor betydning at produktet som selges også står i stil til prisen Viking tar.

Viking har hvert år siden åpningen høynet billettprisen, ofte til stor irritasjon for den jevne supporter. Prisøkningen har ofte vært begrunnet med kvaliteten på fasilitetene og fotball som underholdning i seg selv, snarere enn feiende flott fotball levert av Viking. Det ble paradoksalt nok nevnt, fra Vikings publikumsansvarlige Morten Ristesund-Sele, at spenningen ved nedrykksdramaet i kampen mot Brann 2006 er et eksempel på hvorfor

billettprisene ikke bør oppleves som dyre.⁷² Videre hevder Ristesund-Sele at man på enkelte seter på Viking stadion sitter som grever og baroner.⁷³

Jeg mener det er særdeles viktig for Viking, og fotballklubber generelt, å huske på hvem som er kundene. Selv om fotballsupportere i større grad enn kunder av andre produkter er lettere å holde på, skal klubbene vokte seg for å ta tilskuerne for gitt. Tanken om at de møter opp uavhengig av pris og kvalitet er farlig, og grobunn for stor inntektssvikt i fremtiden. De fleste tilhengerne av Viking går ikke på kamp fordi utsikten til banen og stolen de sitter på er så veldig flott, de går fordi de liker Viking. Hvis de slutter å gå på kamp er det fordi Viking spiller dårlig relativt sett til hva det koster å se på. Samtidig ser jeg poenget med at stemningen og spenningen knyttet til den avgjørende kampen mot Brann i 2006 var magisk. Men jeg tror ikke Viking skal satse på for mange nedrykkskamper om de vil at de fleste av de 16.251 tilskuerne, som koste seg på den legendariske kampen en regnfull høstkveld i 2006, skal komme jevnlig igjen.

Vi så allerede i 2008 at publikumsinteressen er dalende for hele Tippeligaen. Dette forsterkes av Vikings dårlige salg av sesongkort før 2009 sesongen. Klubben solgte 12000 sesongkort i 2008, mot drøye 9000 i 2009.⁷⁴ Noe av grunnen mener jeg kan tilskrives den voldsomme mediedekningen Tippeligaen har fått gjennom de siste ti årene. Det er ikke måte på hvor mye som skrives og formidles, det være seg i aviser eller tv. På grunn av denne overeksponeringen kan det tenkes at en del av de nye tilskuerne har fått litt nok. Det vises kamper fra Tippeligaen lørdag, søndag og mandag, og Champions League tirsdag og onsdag. Slik sett får de mest fotballinteresserte dekket sitt behov, men de som ikke er fullt så engasjert får kanskje dekket sitt behov og vel så det.

Et annet poeng som følger dette er utvidelsen av Tippeligaen fra 14 til 16 lag. På den ene siden er dette med på en forsterkning av eksponeringen og mettingsnivået fylles. På den annen side gir det klubbene to ekstra hjemmekamper å hente inntekter fra. De kan således tillate seg å øke prisene på sesongkort med bakgrunn i flere kamper.

⁷² Aftenposten.no, "Viking-kamp fortsatt billigere enn konserter".

⁷³ Aftenbladet.no, "1100 dyrere på langsidene".

⁷⁴ Aftenposten.no, "Seriestarten på Viking stadion langt fra utsolgt".

Likevel tror jeg at Viking som klubb generelt står sterkere enn mange av sine konkurrenter, i alle fall økonomisk. Denne fordelene mener jeg klubben bør dra stor nytte av i fremtiden slik at produktet og fotballen som leveres vil være av en høyere kvalitet. Det vil si bedre plasseringer på tabellen, med det klare målet om å vinne serien. Dette vil naturlig nok skape mer blest om klubben og folk vil være villige til å betale mer for muligheten til å se flott Vikingspill og feire medaljer. Ved en slik utvikling vil klubben etter hvert også komme seg ut i Europa-cupene, der de store pengene befinner seg.

Mitt hovedfokus blir derfor samlet sett at det i de neste årene vil være vanskelig å opprettholde den voldsomme økningen vi har sett de siste årene. Spesielt på grunn av at jeg mener den kjernen av supportere som ikke er lidenskapelig opptatt av fotball har fått litt nok, og i større grad vil se seg om etter andre alternativer. Videre finnes det alltid en øvre grense for hva man som kunde er villig til å betale for et produkt. Jeg tror denne grensen er i ferd med å bli nådd, særlig når kundene finner billigere substitutt i form av kampvisning på Tv eller Internett. Men jeg mener som sagt at Viking i fremtiden vil kunne ha forutsetninger for å etablere seg som et av kanskje 2-3 ytterste topplag i Norge, med tilhørende inntektsmuligheter.

Jeg velger derfor et par år med relativt stabile kampinntekter før Viking etter hvert vil se en økning i inntektsgrunnlaget som følge av bedre spill og generell prisoppgang.

Prognose	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Inntekt kamper	0 %	0 %	2,5 %	5 %	5 %	7 %	7 %

Tabell 6.4: Prognose inntekter kamper.

6.2.3 Gevinst spillersalg

Dette er den posten jeg mener det er vanskeligst å predikere. Dette fordi posten er så avhengig av hvilke spillere som selges, og om Viking som klubb opplever suksess eller ikke slik at det skapes blest om Vikingspillerne. Ofte er det tilfeldigheter som gjør at en spiller blir solgt mens en annen ikke blir det. Samtidig er det salg til utenlandske klubber som virkelig gir klingende mynter i kassen. Salg mellom klubber innad i Norge har vist seg ikke å være like innbringende, all den tid norske klubber ikke har like store finansielle muskler som de utenlandske. Dette fører til at antallet spillersalg og prisen på spillerne ofte henger sammen med andre lands oppfatning av kvaliteten på norske spillere eller norske lag. Dette er best

eksemplifisert ved den store utvandringen av norske spillere til den engelske ligaen på 1990-tallet, som en direkte følge av det norske landslagets eventyrlige suksess under Egil Drillo Olsen.

Videre er det for en klubb særdeles farlig å budsjettere med spillersalg. Det kan tvinge frem vanskelige avgjørelser og i verste fall salg av spillere til en langt lavere pris på grunn av klubbens dårlige forhandlingskort. Resultatet er at de største klubbene lar være å budsjettere med inntekter fra spillersalg. Likevel er det en kjensgjerning at denne posten kan bidra med betydelige beløp i løpet av en sesong, og i mange tilfeller sikre et positivt resultat.

Videre er det viktig å innse at dagens Vikingstall ikke inneholder de store salgsobjektene. Klubben har ingen ung, god landslagsspiller som det er knyttet stor interesse rundt. Dette gjør at fremtidsutsiktene til store finansielle gevinster knyttet til spillerhandel bør vurderes som relativt dårlige.

Samtidig har markedet for spillertransaksjoner endret seg noe som følge av finanskrisen. Klubbene søker nå å selge spillere før erstatterer hentes inn. Dette er ingen gunstig situasjon for klubber som vil selge med profitt. Tilbudet av tilgjengelige spillere har dermed økt, og som konsekvens vil prisen på spillerne synke.

På den annen side viser den strategiske analysen i kapittel 4 at Viking er en av få klubber, i norsk sammenheng, med relativt sterke finansielle muskler. Det kan godt tenkes at disse vil bli brukt i årene som kommer med det formål å styrke spillerstallen. Og da tenker jeg på kjøp av spillere med stort potensial for videresalg. Jeg mener at spillere som for eksempel Landu Landu og de to Berisha-brødrene, med noen flere år på baken, kan vise seg å generere store summer som følge av salg til større utenlandske klubber. De nevnte spillerne har allerede vært i søkelyset til store klubber, og med rett utvikling og oppfølging i Viking ser jeg ikke bort fra at klubben kan høste fine gevinster fra disse spillerne. Først i form av gode sportslige prestasjoner for Viking, og deretter ved økonomisk utbytte.

Summen av argumentene gjør at jeg mener Viking må bli enda flinkere på talentutvikling. Dette var et av punktene jeg nevnte under SVIMA- analysen som en midlertidig ressurs. Viking viser med de nevnte ansettelsene, og flere spennende spillerkjøp den siste tiden, en

vilje til å satse på ungdommen. Men jeg mener klubben kan gjøre enda mer. Begrunnelsen er såpass naiv som at man alltid kan gjøre mer, men bak det ligger det et par enkle punkter.

I England hentes for eksempel unge gutter tidlig inn for å gå på såkalte Football Acadamys. Dette er et sted for både skolegang og fotballtrening. Fotballtreningen skjer sammen med gode medspillere og erfarne trenere. Resultatet er en større utvikling av unge spillere som hvis de slår igjennom, koster en brøkdel av hva det ville gjort å hente inn en etablert toppspiller. Dette gjøres i tidlig alder, og ankepunktet er selvfølgelig om man fratar unge gutter en del av deres barneår ved å kjøre et såpass profesjonelt opplegg i tidlig alder. Jeg er usikker på om et slikt opplegg er veien å gå hvis man tenker på å gjennomføre det helt etter engelske mønster. Jeg er imidlertid sikker på at en tidligere fokusering og samling, i en eller annen form, av de største talentene vil gi resultater ut over det vi ser i dag. Jeg mener det over flere år har vært en rådende overbevisning i den norske breddefotballen om at det viktigste ikke er å vinne, men å delta. Jeg tror vi med hell kan prøve å endre denne holdningen.

Uansett tror jeg Viking er på rett vei, selv om klubben ikke er i mål enda. Så vil tiden vise om resultatet er godt nok. Dette vil vise seg i form av sportslige resultater, men også i form av en inntektskilde ved videresalg med stor gevinst.

Utgangspunktet for den endelige prognosen er den normaliserte utvikling i årene 2005 til 2008 beregnet i regnskapsanalysen. Dette fordi det er det beste estimatet jeg har på størrelsen. Videre tror jeg ikke klubben bør regne med en særlig økning fremover i tid. Jeg tror snarere at Viking, de første årene, kun vil oppleve en ytterst moderat økning i gevinst ved spillersalg tilsvarende Norges Banks inflasjonsmål. På litt lenger sikt mener jeg at Viking i kraft av både å oppnå bedre og mer iøynefallende resultater, samt en tvungen satsning på unge talenter, som følge av trangere tider, vil kunne selge flere og bedre spillere i fremtiden. Dette vil gjøre det mulig å høste større finansiell gevinst gjennom denne posten enn det som blir gjort i dag.

På den annen side er det viktig å være klar over faren for overoptimisme knyttet til dette punktet, med den følge at de fremtidige estimatene bør være så edruelige som mulig og mer forsiktige enn det som kanskje strengt tatt er nødvendig. Grunnen til det er at jeg som sagt ikke er tilhenger av en situasjon der fremtidige spillersalg danner grunnlaget for god drift.

Jeg antar, med bakgrunn i Vikings spillerstall, ingen gevinst i 2009. Posten vil i fremtiden øke opp mot det normaliserte nivået fra analyseårene. Økt fokus på spillerutvikling og lovende unge prospekter innad i klubben vil sågar hjelpe klubben til ytterligere økte inntekter i prognosens siste del. Postens fremskrivning presenteres i kroneformat all den tid ingen inntekt i 2009 gir en særdeles høy prosentvis økning i årene som følger.

Prognose	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Gevinst spillersalg (000)	-	3 000	3 600	8 000	10 000	11 000	12 000

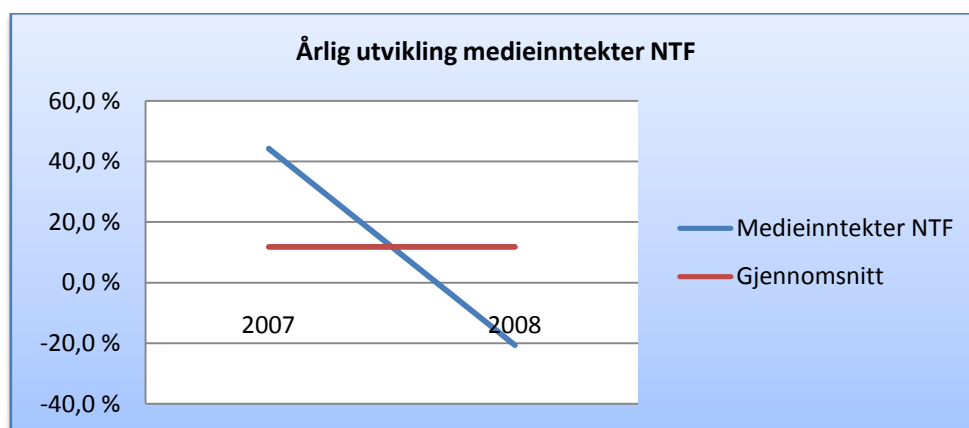
Tabell 6.5: Prognose spillersalg.

6.2.4 Medieinntekter NTF

Dette er posten for det årlige tilskudd fra Norsk Toppfotball (NTF). Tilskuddet fordeles mellom toppklubbene i Norge på bakgrunn av i hovedsak tre faktorer; et flatt beløp som deles likt mellom alle klubbene, en andel basert på tabellplassering og et beløp ut i fra antall tv-kamper der laget blir vist. Jeg velger å ta med både utvikling i prosent og selve kronebeløpet for denne posten. Dette fordi tilskuddet kun er spesifisert i regnskapene for de tre siste årene, noe som gjør tallmaterialet litt tynt sett med analytikerøyne.

Historisk	2005	2006	2007	2008	Gjen.
Medieinntekter, årlig utvikling	-	-	44,2 %	-20,7 %	11,8 %
Medieinntekter	-	10 111 789	14 585 016	11 567 109	12 087 971

Tabell 6.6: Årlig utvikling medieinntekter.



Figur 6.4: Årlig utvikling medieinntekter.

Hovedårsaken til at 2007 utmerker seg når det gjelder medieinntektene er at Viking dette året fikk tredjeplass i serien, noe som igjen førte til mange tv-sendte kamper. Like bra gikk det verken i 2006 eller 2008, noe som tydelig gjenspeiles i tilskuddene fra Norsk Toppfotball. Videre gir det lite mening å diskutere den historiske utviklingen i denne posten all den tid en stor og ny medieavtale er på plass.

Den nye medieavtalen av 2009 er en overenskomst mellom Fotball Media AS, som forvalter fotballrettighetene i Norge, på den ene siden og Lyse Tele AS, NRK, TV2-gruppen, TV2/Telenor, VG og Media Norge på den andre.⁷⁵ Avtalen er verdt NOK 1,2 milliarder i faste inntekter for klubbene over de neste fire årene. I tillegg kan det komme opp i mot NOK 200 millioner i abonnementsinntekter fra Internett og betal-tv. Disse 200 millionene forutsetter dagens abonnementsstall.

Det øremerkes 22 prosent av potten med formål om utvikling av fotballen. Dette er midler klubbene kan søke om. Øremerkingen tilsier at 12 prosent skal gå til spiller-, trener- eller klubb utvikling. 10 prosent skal fordeles etter hvor flinke klubbene er på digitalutvikling, for eksempel utvikling av klubb-tv eller antall treff på hjemmesiden.⁷⁶

Etter at denne øremerkingen, og en cupbonus på 20 millioner, er trukket fra, fordeles resten med 68 prosent til Norsk Toppfotball og 32 prosent til Norges Fotballforbund. NFFs del skal bidra til breddefotballen og landslaget, mens toppfotballen deler sin andel med 81 prosent til Tippeligaen og 19 prosent til Adeccoligaen. I sum blir det en pott på rundt 500 millioner til Tippelagalagene, pluss eventuelle midler de søker om fra den øremerkede potten og en andel av de variable abonnementsmillionene.

Av disse millionene vil de tre faktorene nevnt i innledningene utgjøre fordelingsnøkklene. 50 prosent fordeles flatt mellom klubbene, mens tv-kamper og tabellplassering utgjør 25 prosent hver.

Et annet aspekt ved avtalen er at tv-selskapene selv velger hvilke kamper som skal vises. Og da har i alle fall Tv2 uttalt at de vil velge kynisk og ut i fra økonomiske kriterier.⁷⁷ Resultatet

⁷⁵ NFF.no, "Bredere dekning av norsk fotball".

⁷⁶ ABCnyheter.no, "Slik fordeles TV-pengene".

⁷⁷ Kampanje.com, "Slik skal TV2 velge sine tv-kamper".

er at de vil velge Brann, Rosenborg og Vålerenga som sine tv-kamper. Og som en forlengende effekt av dette vil de klubber som vises ofte på tv også stille sterkere i forhandlinger med sponsorer og samarbeidspartnere.

Selv om den nye medieavtalen inneholder flere fordelingskriterier enn den gamle, noe som må sies å være en utfordring for klubbene, vil den alt i alt bety at det er flere penger å hente og inntektene kan økes som følge av dette. Dette gjelder i alle fall for de beste klubbene.

Jeg mener Viking ikke bør regne med en større del av inntekter fra NTF i de førstkommende år. Jeg tror klubben kommer til å motta rundt det samme som i de seneste siste sesongene. Gjerne med en liten økning som følge av at tv-avtalen i sin helhet gir mer penger. På litt sikt tror jeg imidlertid klubben kan skaffe seg en større del av kaka, hovedsakelig som følge av bedre resultater på banen, men også på grunn av økt popularitet og sterk vekst i Stavangerregionen. Samtidig vil det komme en ny avtale etter 2013 sesongen, og regnet i kroneverdier bør man kunne vente et positivt utslag i forhold til dagens avtale.

Prognose	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Medieinntekter NTF	0 %	3 %	8 %	10 %	10 %	10 %	10 %

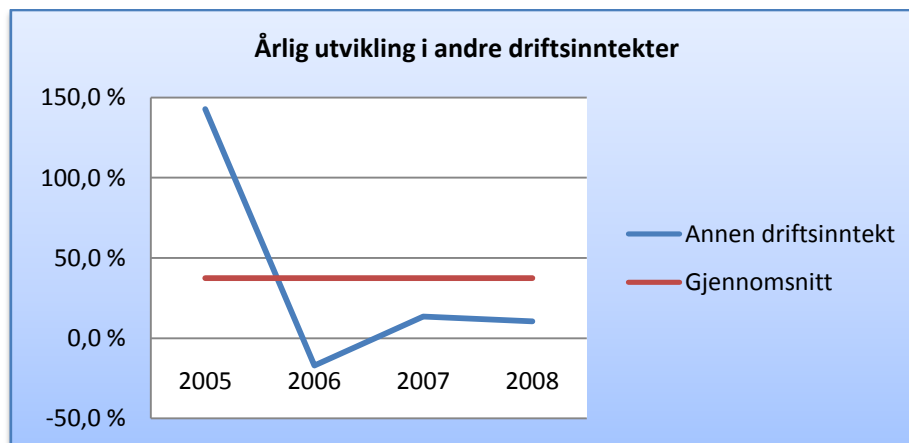
Tabell 6.7: Prognose medieinntekter.

6.2.5 Andre driftsinntekter

Dette er en oppsamlingspost for flere av Vikings inntektskilder. De største bidragene her kommer fra kurs, konferanser og konserter holdt på Viking stadion. Bodsalg er en annen viktig bidragsyter.

Historisk	2005	2006	2007	2008	Gjen.
Annen driftsinntekt	142,8 %	-17,0 %	13,5 %	10,6 %	37,4 %

Tabell 6.8: Årlig utvikling andre driftsinntekter.



Figur 6.5: Årlig utvikling i andre driftsinntekter.

Den umiddelbare reaksjon er at tallene for 2005 er særdeles skjeve i forhold til resten av årene. Dette skyldes nok en gang den markante økningen Viking hadde i inntektsgrunnlaget som følge av ny stadion. I 2005 holdt både superbandet R.E.M. og den verdenskjente operasangeren Placido Domingo konserter på Viking stadion. Begge deler ble veldig inntektsbringende og en kilde til lønnsomhet som ikke tidligere var mulig.

Som følge av det store potensialet har Viking fortsatt å leie ut stadion til store konserter, og kjente navn som Bryan Adams, Roger Waters og Bob Dylan har alle gjestet scenen i Jåttåvågen. I 2009 kommer blant annet Ozzy Osbourne til Viking stadion for å holde konsert, og Vikingdirektør Forgaard håper på over 20.000 tilskuere.⁷⁸ Dette viser hvilke formidable muligheter et slikt flerbruksanlegg har. Spesielt hvis lokaliseringen er slik at publikumsgrunnlaget også er stort. Bare på Roger Waters konserten alene kom det 23.500 tilskuere.⁷⁹

Når det gjelder utsiktene fremover er det klart at også denne posten vil være utsatt for generell økonomisk nedgang. Dersom folk får dårligere råd er det langt fra sikkert at konserter og annet småsalg er første prioritert. Videre er det krevende stadig å trekke til seg store nok konsertnavn som kan fylle et stort stadionanlegg.

Andre deler av disse inntektene er tilskudd fra NFF og UEFA som følge av deltakelse i cup. Dermed er en positiv utvikling i denne posten også noe avhengig av sportslig suksess. Hvis

⁷⁸ NRK.no, "Ozzy kommer likevel - til stadion!".

⁷⁹ Rogalandsavis.no, "Konsert: Rogers Waters".

mine antakelser om større sportslig fremgang i årene som kommer slår til, vil også denne posten se økonomisk gevinst.

Videre inneholdt posten i 2008 leieinntekter av spillere som Bjarnason, Pimpong og Kristiansen. Dette ga Viking en million inntekt som det på dagens tidspunkt ikke ser ut til at de får i 2009.

Hovedpoenget blir at det mest sannsynlig vil være vanskelig å opprettholde en slik gjennomsnittlig økning som klubben har sett de siste sesongene. Nok en gang er det hovedsakelig på grunn av at de fleste av de nye inntektskildene i forbindelse med ny stadion er hentet ut. På sikt mener jeg imidlertid at også denne posten vil kunne vokse ved bedre sportslige resultater, særlig gjennom tildeling av midler fra UEFA. Samtidig blir det viktig å fortsette det gode arbeidet rundt konsert- og konferansevirksomheten. Etter den flotte 2005 sesongen har gjennomsnittet ligget på en årlig vekst på rundt to prosent. Jeg tror dette er noe lavt som følge av det langsiktige potensialet som ligger der, men det er også noe for høyt på kort sikt som følge av finanskrisen. Jeg mener at denne posten vil få vanskeligheter med å se noen som helst fremgang i kroneverdi de neste to årene. Sågar antar jeg en liten tilbakegang i 2009 ned til NOK 15 000 000. Dette er hovedsakelig tuftet på lavere leieinntekter enn i 2008, samt generell økonomisk nedgang. På sikt ser jeg derimot ikke bort fra at andre driftsinntekter kan stabilisere seg på en årlig økning på rundt 10 prosent frem mot normalåret.

Prognose	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Andre driftsinntekter	-12,7 %	0,0 %	5,0 %	8,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %

Tabell 6.9: Prognose andre driftsinntekter.

6.2.6 Samlede driftsinntekter i normalår

Etter som en bedrift ikke kan vokse seg større enn den samlede økonomien velger jeg å samle alle driftsinntektene i en post ved beregningen av den driftsinntekt som vil betegnes som normal i årene etter budsjettperioden. Etter argumentasjonen i kapittel 5.8.1 kom jeg frem til at veksten ved et langt perspektiv skulle settes til 3,5 prosent, dette vil også være den vekstfaktor brukt for utvikling fra år 2015 og inn i normalåret 2016. Dette vil synliggjøres i oppsummeringen av den samlede EBITDA prognostiseringen. Et annet argument for samlet

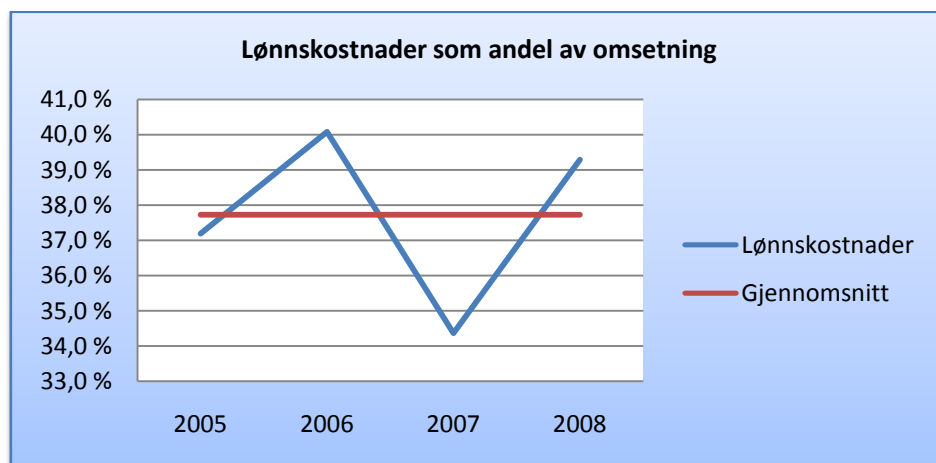
driftsinntekt er at alle driftskostnadene er best presentert som andel av samlede inntekter, fordi det er omsetningen som driver veksten og kostnadene følger ofte aktivitetsnivået.

6.2.7 Lønnskostnader

Viking har to nesten like store poster på utgiftssiden, lønnskostnader og andre driftskostnader. På grunn av at det er driftsinntektene som er hovedverdiskaper i en bedrift og utgiftsnivåene som regel følger inntektssiden, velger jeg å se kostnadene som en andel av driftsinntektene. Det vil være utvikling i denne andelen som danner grunnlaget for analysen og prognosen for fremtiden.

Historisk	2005	2006	2007	2008	Gjen.
Lønnskostnader	37,2 %	40,1 %	34,4 %	39,3 %	37,7 %

Tabell 6.10: Årlig utvikling lønnskostnader som andel av omsetning.



Figur 6.6: Årlig utvikling i lønnskostnader som andel av omsetning.

Vi ser av figuren at lønnskostnadene ikke har hatt en klar trend over de siste fire årene. Lønnskostnadene i kronebeløp har økt årlig, men som følge av stor vekst i driftsinntektene har ikke økningen vært relativt like stor for lønnskostnadene. Det store fallet i 2007 skyldes i hovedsak at driftsinntektene opplevde en vekst på hele 24 prosent. Dermed ble økningen i lønnskostnader på rundt NOK 2,5 millioner liten regnet i andel av omsetningen. Samtidig gir tallmaterialet meg en rimelig god pekepinn på at gjennomsnittet kan være et rimelig utgangspunkt for den videre prognostiseringen. Dette fordi svingningene alle er sentrert rundt snittet. Ingen av observasjonene er av særlig avvikende grad.

Et annet moment er at Viking de siste årene som nevnt har hatt god kontroll på lønnsutgiftene sammenlignet med konkurrentene. Mens mange av motstanderne har kjempet med lønnsutgifter opp mot, og i Stabæks tilfellet langt over, Deloittes grense på to tredjedeler av omsetning, har Viking hatt relativt sunne lønnsutgifter. Det kan de takke den, i mine øyne, særdeles fornuftige lønnspolitikken klubben har ført de siste årene. Samt at de ikke har falt for fristelsen å henge seg på den galopperende lønnsfesten andre klubber har ført. Alt i alt tror jeg Viking skal prise seg lykkelig for den politikken de har ført, så får det heller være hvis den har skremt bort potensielle nye spillere. I lengden mener jeg det ikke er tvil om at en edruelig lønnspolitikk er veien å gå. Og da Viking allerede har erfaring med denne synes det ikke umulig å videreføre denne i fremtiden.

På den annen side må det nevnes at selv om klubber som Viking har ført en relativt stram lønnspolitikk, har fotballspillere generelt stor forhandlingsmakt og påvirkningskraft når det gjelder de avtaler som inngås. Det er ikke uten grunn at en stor del av klubbenes midler går med til å dekke lønnsutgifter. Fotballspillere er privilegert i den forstand at de kan benytte hobbyen sin som levebrød, samtidig har de relativt sett korte karrierer slik at de vil maksimere sin lønn fullt ut mens de har muligheten. Videre vet de beste spillerne at de gjennom sin popularitet i forhold til supporterne har gode forhandlingskort i eventuelle forhandlinger slik at lønnen ofte blir stor for de beste spillere.

Videre tror jeg den nevnte satsningen på unge talenter fra egne rekker vil bidra til kanskje enda lavere lønnskostnader i årene som kommer, relativt til inntektene. Et økt fokus på utvikling av egne spillere vil føre til lavere kostnader da disse ikke vil kreve like godt betalt som innkjøpte etablerte spillere. Jeg sier ikke at Viking ikke skal kjøpe spillere utenfra i fremtiden, å tro det ville i beste fall vært naivt, men jeg tror at vi vil se flere unge spillere gå gradene i forhold til hva vi ser i dag. Det trenger heller ikke å være at spillerne har vært i Viking siden barneårene, bare det å hente inn spillere fra andre lokale klubber i relativt tidlig alder før de slår igjennom for fullt vil hjelpe enormt på lønnskostnadene.

Samtidig har den pågående finanskrisen også sin selvfølgelig innvirkning. Viking har uttalt at de vil måtte kutte kostnader som følge av inntektssvikt og da er lønnskostnadene er naturlig del av dette.

Samlet sett vurderer jeg det som lite sannsynlig at Viking umiddelbart vil kunne senke lønnskostnadene ytterligere. Inngåtte kontrakter er det umulig å få gjort noe med, dette underbygges med en vilje til å respektere inngåtte kontrakter fra ledelsens side.⁸⁰ På den positive siden har ikke de sportslige prestasjonene de siste årene ført til de helt store ekstra utbetalingene til de spillerne som måtte ha deler av lønnen prestasjonsbasert. Derfor tror jeg Viking vil ligge på rundt samme nivå som i dag de neste par årene. På litt lenger sikt tror jeg klubben vil ha muligheten til å redusere andelen av lønn noe. I all hovedsak som følge av en videreføring av den allerede i dag fornuftige lønnspolitikken, men også på grunn av en større andel egenproduserte spillere i A-lags troppen. Likevel ligger Viking allerede godt under konkurrentenes nivå hva gjelder lønn, slik at en stor reduksjon nok ikke er mulig, hvis ambisjonsnivået også skal opprettholdes.

Prognose	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016(N)
Lønnskostnader	39 %	39 %	38 %	38 %	38 %	37 %	37 %	37,0 %

Tabell 6.11: Prognose lønnskostnader som andel av omsetning.

6.2.8 Annen driftskostnad

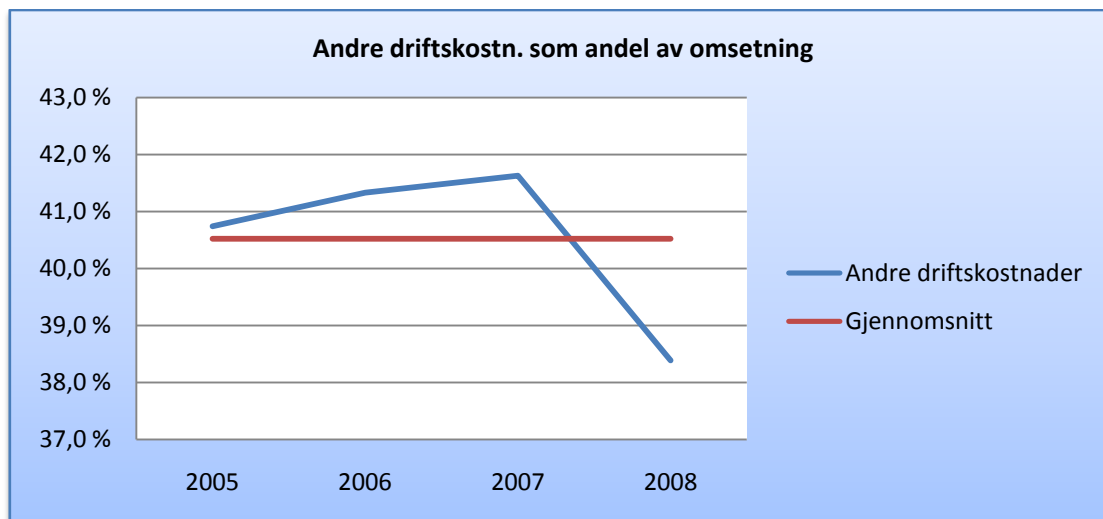
Denne posten er den relativt sett største utgiftsposten Viking har. I analyseøyemed er den noe vanskelig å forholde seg til på grunn av alle de forskjellige kostnadene som inngår. Samtidig er det ikke spesifisert i regnskapets noter eksakt hva posten inneholder. Jeg har likevel fått tilgang til en mer spesifisert fremvisning av posten fra Vikings økonomiske ledelse, og har gjennom dette forstått det slik at de største kildene til utlegg som inngår her er kostnader knyttet til kamparrangement, trening og reise, kostnader til lokaler og kontorkostnader.⁸¹

Historisk	2005	2006	2007	2008	Gjen.
Andre driftskostnader	40,7 %	41,3 %	41,6 %	38,4 %	40,5 %

Tabell 6.12: Årlig utvikling andre driftskostnader som andel av omsetning.

⁸⁰ Rogalandsavis.no, "Uaktuelt å kutte nå".

⁸¹ Johannessen, Henning. Økonomisjef i Viking.



Figur 6.7: Årlig utvikling i andre driftskostnader som andel av omsetning.

Figuren viser at posten har holdt et relativt stabilt nivå rundt 40 prosent av driftsinntektene de siste fire årene. Samtidig er siste års trend gledelig lesning for Viking all den tid kurven peker nedover og kostnadene har utviklet seg positivt relativt til de samlede inntekter.

Et argument for økte andre driftskostnader i årene som kommer er det faktum at Tippeligaen er utvidet med to lag, til en samlet liga bestående av 16 lag. Det medfører økte utgifter både til eget kamparrangement ved ekstra hjemmekamper, men også til økte reiseutgifter ved bortekampene.

Finanskrisen er brukt som argumentasjonsgrunnlag for lavere fremtidige inntekter, eller i alle fall lavere vekst enn tidligere. Dermed bør også de samme argumentene kunne telle positivt for kostnadssiden i regnskapet. Og det tror jeg det gjør. I kraft av lavere aktivitet de kommende år, i alle bransjer, vil vi se lavere kostnader på innsatsfaktorer. Det vil igjen gi lavere priser til kunder av forskjellige tjenester. Dette kan, i Vikings tilfellet, eksemplifiseres gjennom lavere reisekostnader og lavere kostnader knyttet til å holde et arrangement.

Videre vil jeg bemerke situasjonen Viking er i kontra sine konkurrenter. De ligger i dag på et høyere samlet kostnadsnivå enn sine nærmeste konkurrenter. Sammenligningen av kostnader i kapittel 5.3.2 er basert på total kostnader, noe som med bakgrunn i Vikings gode lønnspolitikk skulle tilsa at de er desto dårligere når det gjelder andre driftskostnader. Dette kan tale for en nedgang som følge av at grep må tas for fortsatt å kunne konkurrere selv med relativt høye kostnader. På den annen side er nivået opp til Brann, som Viking liker å kalle

lillebror i vest, stort. Det skulle tilsi en økning i kostnadene som følge av økt satsning og generell aktivitet for å ta igjen forspranget.

Videre har klubben allerede i begynnelsen av 2009 tatt grep for å bedre den økonomiske situasjonen på kort sikt. Troppen som har reist til bortekamper har ikke vært like stor som tidligere, og innkvarteringen er også av mer moderat standard. Dette for å spare reiseutgifter.

Konklusjonen blir at jeg tror klubben kan klare å holde kostnadene nede på 2008 nivå i de nærmeste to årene. Etter dette mener jeg nivået vil øke noe. Begrunnelsen er at finanskrisen bidrar til den allerede gunstige utviklingen posten har hatt. På den annen side vil oppturen, både sportslig og økonomisk, i fremtiden komme, noe som vil resultere i økt aktivitetsnivå også for Viking. Det vil føre til økte kostnader over hele rekken, men i alle fall knyttet til de variable kostnadene som inngår i posten andre driftskostnader.

Prognose	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016(N)
Andre driftskostnader	38 %	38 %	38 %	39 %	39 %	39 %	39 %	39 %

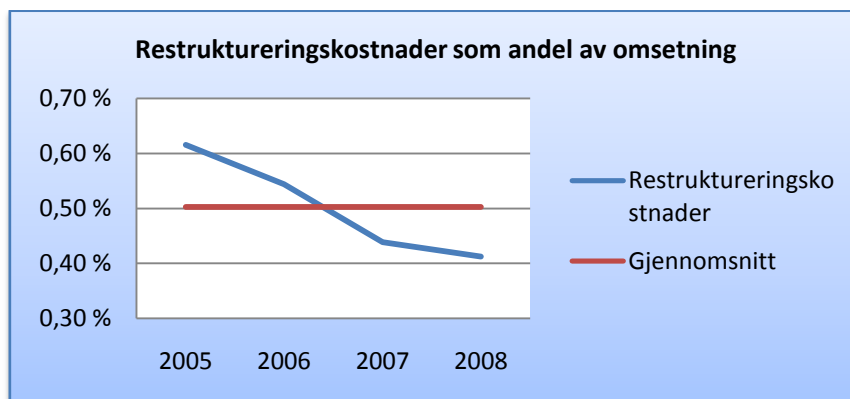
Tabell 6.13: Prognose andre driftskostnader som andel av omsetning.

6.2.9 Restruktureringskostnader

Som følge av at jeg valgte å trekke inn restruktureringskostnader som en egen post under normaliseringen finner jeg det også nødvendig med en egen post i budsjetteringen.

Normalisert	2005	2006	2007	2008	Gjen.
Restruktureringskostnader	0,62 %	0,54 %	0,44 %	0,41 %	0,50 %

Tabell 6.14: Årlig utvikling restruktureringskostnader som andel av omsetning.



Figur 6.8: Årlig utviklingen restruktureringskostnader som andel av omsetning.

Som et resultat av at jeg antok NOK 500 000 i årlige historiske restruktureringskostnader, blir prosentandelen, sett opp mot omsetning, fallende for de 4 analyseårene. Jeg velger derfor en fremtidig satt prosentandel som tilsvarer det historiske snittet på 0,5 prosent av driftsinntektene. Jeg mener at denne prosenten vil gi et rimelig godt bilde på hva Viking bør sette av til restrukturering av organisasjonen etter hvert som tiden går. Samtidig vil kronebeløpet øke som følge av økte driftsinntekter i fremtiden, noe som gjør at det økte aktivitetsnivået vil gjenspeiles i økte restruktureringskostnader.

Prognose	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016(N)
Restruktureringskostnader	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %

Tabell 6.15: Prognose restruktureringskostnader som andel av omsetning .

6.2.10 Prognose samlet EBITDA

Jeg har da gjennomført alle prognoser for variablene som inngår i EBITDA. Presentasjonen som følger danner grunnlaget for den videre beregningen av Vikings endelige kontantstrøm fra driften. Min prognose viser en svekkelse av EBITDA de neste to årene, sett fra dagens nivå. For deretter å vokse opp mot normalåret som følge av overnevnte diskusjon.

	2 009	2 010	2 011	2 012
Sponsorinntekter	50 000 000	50 000 000	60 000 000	64 200 000
Inntekt kamper	27 073 496	27 073 496	27 750 333	29 137 850
Gevinst salg av spillere	-	3 000 000	3 600 000	8 000 000
Medieinntekter NTF	11 567 109	11 914 122	12 867 252	14 153 977
Annen driftsinntekt	15 000 000	15 000 000	15 750 000	17 010 000
Sum driftsinntekter	103 640 605	106 987 618	119 967 585	132 501 827
Lønnskostnader	40 419 836	41 725 171	45 587 682	50 350 694
Restrukturering	518 203	534 938	599 838	662 509
Andre driftskostnader	39 383 430	40 655 295	45 587 682	51 675 713
EBITDA	23 319 136	24 072 214	28 192 383	29 812 911

	2 013	2 014	2 015	2016 (N)
Sponsorinntekter	70 620 000	77 682 000	85 450 200	
Inntekt kamper	30 594 743	33 654 217	37 019 639	
Gevinst salg av spillere	10 000 000	11 000 000	12 000 000	
Medieinntekter NTF	15 569 375	17 126 312	18 838 944	
Annen driftsinntekt	18 711 000	20 582 100	22 640 310	
Sum driftsinntekter	145 495 118	160 044 629	175 949 092	182 107 310
Lønnskostnader	55 288 145	59 216 513	65 101 164	67 379 705
Restrukturering	727 476	800 223	879 745	910 537
Andre driftskostnader	56 743 096	62 417 405	68 620 146	71 021 851
EBITDA	32 736 401	37 610 488	41 348 037	42 795 218

Tabell 6.16: Samlet budsjettert EBITDA.

6.3 Normale investeringer

Et selskaps normale års investeringer må også trekkes fra EBITDA for å finne den endelige kontantstrøm fra drift. I estimeringen av det femtidige investeringsnivået vil jeg bygge deler av argumentasjonen på de fire analyseårene.

Historiske Investeringer	2005	2006	2007	2008	Gjennomsnitt
Utbetalinger kjøp av varige driftsmidler	-6 161 572	-7 473 910	-3 580 959	-16 040 794	-8 314 309
Innbetalinger salg av varige driftsmidler				90 000	22 500
Utbetalinger ved kjøp av spillerrettigheter	-8 016 876	-33 760 385	-26 715 440	-24 983 122	-23 368 956
Innbetalinger ved salg av spillerrettigheter		19 736 831	12 451 563	16 469 431	16 219 275
Netto investeringer	-14 178 448	-21 497 464	-17 844 836	-24 464 485	-19 496 308
% av driftsinntekter	17,5 %	23,4 %	15,6 %	20,2 %	19,2 %

Tabell 6.17: Historiske investeringer.

Hovedinvesteringen for Viking, og fotballklubber for øvrig, er spillerinvesteringer. Uavhengig av om klubben satser på salg av talenter eller kjøp av etablerte stjerner er posten viktig med tanke på den definitive kontantstrøm. Selvsagt vil anleggsinvesteringer også komme inn

under investeringer, men disse vil da ha mer preg av engangsinvesteringer eller lavere tilleggsutgifter.

De fleste klubber vil foretrekke at salg av spillere dekker inn kjøp av nye. Dette er en vanskelig målsetning, i alle fall for klubber med ambisjoner. Toppfotballen krever etter hvert et så høyt kvalitetsnivå på spillerne at klubbene ikke kan basere seg på lokale helter all den tid det geografisk ikke er nok spillere som holder det ønskede nivået. Til det er Norge et for lite land. Samtidig har ikke talentarbeidet i Norge vært godt nok over tid til at klubbene har kunnet selge spillere med stor gevinst.

Som tabellen viser har Viking hatt betydelige spillerinvesteringer de siste fire årene. Et snitt på nesten 24 millioner over fire år er mye, særlig når 2005 var såpass mye lavere enn de andre årene. På den annen side har klubben også solgt en del spillere i denne perioden, noe som selvfølgelig bedrer bilde. Men i sum er Viking i hovedsak en netto spillerkjøpende klubb.

Et annet moment er at det i snitt er blitt brukt rundt 19 prosent av driftsinntektene på spillersalg. Dette er et høyt tall, og i samme område som det samlede EBITDA nivået har ligget på. Jeg tror ikke klubben vil kunne opprettholde dette nivået i årene fremover og tror de må kutte en del på det relative nivået på spillerinvesteringene sett opp mot inntektene. Dette underbygges av uttalelser gjort av sentrale personer i Viking den siste tiden der midler til store spillerkjøp er lagt på is.⁸² Videre er det som nevnt under kapittel 6.2.3, knyttet til gevinst på salg av spillere, at hele transfermarkedet er dødt for tiden. Det medfører at få klubber har store utgifter til spillerkjøp.

På bakgrunn av finanskrisen og usikkerhet knyttet til inntektene i årene som kommer mener jeg Viking vil måtte ta konsekvensen av dette ved å redusere aktiviteten på spillerfronten. Jeg antar at klubben ikke vil fortsette å bruke godt over 20 millioner på spillerkjøp. I alle fall ikke før om noen sesonger. Fokuset vil i større grad være å sikre seg Bosmanspillere, det vil si spillere uten kontrakt som ikke krever overgangssum til en annen klubb. Selv om Bosmanspillere i stor grad krever et visst beløp for å signere kontrakt vil det i det store og hele bety en mindre utgift enn hvis man skal kjøpe spillere fri før kontrakten utløper.

⁸² Aftenbladet.no, "Ingen ny Viking-spiss".

På litt lenger sikt antar jeg at klubben på ny vil begynne å bruke mer midler på spillerinvesteringer, etter noen sesonger med lavere aktivitet. Om noen år vil både Viking og fotballen generelt ha sett hvilke direkte konsekvenser finanskrisen har skapt, og når roen har lagt seg tror jeg klubbene på ny vil sette i gang det økonomiske jaget etter seriegull. En motvekt til dette som blir viktig i disse årene, er om Viking vil klare å produsere spillere for videresalg med økonomisk gevinst. Det vil i så fall bety at forholdet mellom utbetalinger og innbetalinger utjevnes noe, i forhold til situasjonen i dag.

Hovedpoenget blir likevel at Viking er en klubb av en slik størrelse og med et ambisjonsnivå som gjør at utbetalingene vil være større enn innbetalingene. Som sagt tror jeg ikke klubber kan hevde seg i helt i toppen uten å satse på noen dyre spillerkjøp. Og hvis klubben i tillegg kan supplere med en ny egenprodusert spiller med stort videresalgspotensial, som Brede Hangeland i sin tid var, ser jeg ikke bort i fra at investeringsnivået relativt til inntektene vil kunne reduseres fra i dag, men allikevel være nok til å kjempe i toppen av Tippeligaen.

Prognose	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016(N)
Normale investeringer	10 %	10 %	11 %	11 %	12 %	12 %	12 %	12 %

Tabell 6.18: Prognose på normale investeringer.

6.4 Utvikling i arbeidskapital

Statistisk Sentralbyrå definerer arbeidskapital som differansen mellom omløpsmidler (kassebeholdning, innskudd i bank og postgirokonti, sertifikater, ihendeobligasjoner, materialbeholdninger og kortsiktige fordringer) og kortsiktig gjeld.⁸³ Jeg vil presisere at den kortsiktige gjelden ikke er rentebærende og at omløpsmidlene skal relateres til drift. En endring av denne arbeidskapitalen vil påvirke den kontantstrøm som går fra selskapets drift og til eierne. Jeg finner det derfor nødvendig å lage prognoser på utviklingen i Vikings arbeidskapital frem i tid.

Det er i utgangspunktet de postene i regnskapet som er påvirket av veksten i bedriften som er interessante i en slik utregning. Sammen med kravet om å være driftsrelatert velger jeg derfor å ta med postene Andre fordringer og bankinnskudd som omløpsmidler all den tid de to postene ble definert som driftsrelaterte i kapittel 5.4.1. Videre må postene om offentlige

⁸³ SSB.no, "Definisjoner og begreper".

avgifter og forskudd fra kunder regnes som relatert til drift og således komme til fratrukk. Begge postene har steget de årene Viking har opplevd omsetningsøkning, noe som gir grunn til å tro at de er vekstpåvirket.

Som så mange andre bedrifter har Viking en post kalt annen kortsiktig gjeld. Denne posten er det vanskelig å si hva inneholder og om komponentene er utsatt for vekst. Løsningen blir at jeg benytter meg av en tommelfingerregel, hentet fra Kinserdal i kurset Verdsettelse på NHH, der jeg trekker fra 10 prosent av lønnskostnaden som gjeld knyttet til feriepenger og lignende.

Jeg vil betrakte endringen i arbeidskapital som en prosentandel av omsetning. Dette fordi omsetningen gir den klareste indikasjon på vekst i bedriften og således er naturlig og måles opp mot. På generelt grunnlag vil det ofte være en sammenheng mellom aktivitetsnivået og størrelsen på arbeidskapitalen i en bedrift. Liten aktivitet krever heller ikke så mye tilgjengelige likvide midler og man kan således ta seg råd til å bygge ned arbeidskapitalen. En nedbygging av arbeidskapitalen vil bidra positivt på bedriftens kontantstrøm da midler frigjøres til bruk andre steder. Motsatt argument gjelder for høy aktivitet.

Historisk	2005	2006	2007	2008	Gjen.
Kontanter(drift)	4 093 913	509 127	454 000	542 473	
Kundefordringer	8 816 204	7 305 388	6 916 924	9 233 576	
Andre fordr.	790 305	1 060 050	1 211 628	3 542 456	
Leverandørgjeld	3 684 393	4 971 316	5 880 397	4 824 680	
Skyldige avgifter	2 801 934	781 223	3 107 413	1 708 783	
10 % av lønnsk.	3 021 529	3 686 568	3 920 834	4 765 413	
Forsk. kunder	3 045 900	4 456 673	7 014 000	7 244 779	
Arbeidskap.	1 146 666	-5 021 215	-11 340 092	-5 225 150	-5 109 948
% av inntekter	1,41 %	-5,46 %	-9,94 %	-4,31 %	-4,57 %

Tabell 6.19: Historisk utvikling i arbeidskapital.

Vi ser av tabellen at Viking de siste årene har bygget ned arbeidskapitalen. Først og fremst skyldes dette en større økning i kortsiktig gjeld enn økningen har vært på eiendelssiden. Jeg har tidligere påpekt at Vikings nivå på den kortsiktige gjelden ikke er tilfredsstillende og kan være direkte faretruende i lengden. Samtidig kan det ha vært en naturlig utvikling med en reduksjon ettersom aktivitetsnivået nok er blitt redusert noe som følge av at den nye stadion

stod klar i 2004. Byggingen krevde store ressurser og i årene som følger vil aktivitetsnivået dale.

I hovedsak tror jeg Viking etter hvert må se seg nødt til å reversere denne utvikling og igjen bygge opp arbeidskapitalen. I alle fall om noen år når aktiviteten i verdensøkonomien som helhet, og i fotballbransjen, igjen vil øke. I tillegg antar jeg bedre sportslige resultater i årene som kommer, noe som også vil bidra til økt aktivitet og større krav til likvider. Kravet til likvider er for så vidt reelt også i dag, men en bedring av denne vil kunne ta litt tid, siden man sjelden klarer å snu helt rundt på driften i slike situasjoner.

Jeg predikerer derfor noen år med ytterligere nedgang i den vekstrelaterte arbeidskapitalen før klubben igjen sakte men sikkert må bygge den opp igjen. Denne oppbyggingen vil også bli lettere med mindre kostnadspress i fremtiden enn det som er tilfellet i dag.

Prognose	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016(N)
Arbeidskapital	-4 %	-4 %	0 %	2 %	3 %	3 %	3 %	3 %

Tabell 6.20: Prognose på arbeidskapital.

6.5 Skattetrykk

Jeg benytter meg av et effektivt skattetrykk på 28 prosent for Viking da det er denne sats klubben benytter i beregningene av skatt i regnskapet, samt er den lovbestemte sats for skattepliktige norske selskap. Skattegrunnlaget settes til EBITDA fratrukket normale investeringer.

6.6 Prognose av samlet kontantstrøm til totalkapitalen

Jeg har da alle variablene for å presentere den samlede kontantstrøm til totalkapitalen for Viking for hele budsjettperioden.

	2009	2010	2011	2012
EBITDA	23 319 136	24 072 214	28 192 383	29 812 911
Normale investeringer	10 364 061	10 698 762	13 196 434	14 575 201
Endring i arbeidskapital	705 174	-133 881	-	250 685
Normalisert drifts kontantstrøm	12 249 901	13 507 333	14 995 948	14 987 025
Effektiv skatt 28%	3 627 421	3 744 567	4 198 865	4 266 559
Operasjonell kontantstrøm etter skatt	8 622 480	9 762 766	10 797 083	10 720 466

	2013	2014	2015	2016 (N)
EBITDA	32 736 401	37 610 488	41 348 037	42 795 218
Normale investeringer	17 459 414	19 205 356	21 113 891	21 852 877
Endring i arbeidskapital	389 799	436 485	477 134	184 747
Normalisert drifts kontantstrøm	14 887 189	17 968 647	19 757 012	20 757 594
Effektiv skatt 28 %	4 277 556	5 153 437	5 665 561	5 863 855
Operasjonell kontantstrøm etter skatt	10 609 632	12 815 210	14 091 451	14 893 739

Tabell 6.21: Operasjonell kontantstrøm etter skatt.

7. Fundamental verdsettelse av Viking

” Price is what you pay. Value is what you get”

Warren Buffet - Amerikansk investor

Dette kapitlet vil gi meg den endelige verdi på Vikings egenkapital som følge av valgte fundamentale verdsettelsesmetode.

7.1 Rammeverk

Etter en grundig begrunnelse og gjennomgang av Vikings fremtidige kontantstrømmer gjenstår nå en nåverdiberegning av disse kontantstrømmene, før verdien av klubbens egenkapital kan estimeres etter fratrukk for finansiell gjeld og tillegg for eventuelle skattefordeler. Under nåverdiberegningen vil det også være nødvendig å presentere Gordons vekstformel som kommer til bruk i fastsettelsen av Vikings horisont verdi. Fremgangsmåten følger av tabell 7.1.

Nåverdiberegning av kontantstrøm (WACC)
+/- Markedsverdi av finansiell eiendeler og gjeld (etter skatt)
+ Nåverdi av skattefordeler
= Verdi Egenkapital

Tabell 7.1: Rammeverk fundamental verdsettelse.

7.2 Fremskrivning av avkastningskrav

For å fullføre verdsettelsen trengs, i tillegg til fremtidsregnskapet, en fremskrivning av avkastningskravet. Det betyr at jeg i det følgende vil beregne egenkapitalkrav og gjeldskrav for hvert av budsjettårene. Metoden for utregning vil være den samme som under kapittel 5.6 i regnskapsanalysen. Likevel tvinger fremskrivningen frem noen justeringer i enkelte av variablene, dette vil bli forklart underveis. Til slutt vil de fremskrevne kravene danne grunnlaget for et fremtidsrettet vektet avkastningskrav (WACC).

Den bakenforliggende analyse for bruk av WACC bygger på Miller og Modiglianis (M&M) teorier knyttet til finansiering av en bedrift. M&Ms teorem hevder at i et perfekt kapitalmarked vil verdien av et selskap være uavhengig av dets kapitalstruktur, dvs. sammensetningen av egenkapital og gjeld. Teorien bygger på forutsetningene om null skatt, fravær av transaksjonskostnader, symmetrisk informasjon mellom aktørene og ingen agentkostnader. Med symmetrisk informasjon mener vi at alle aktørene innehar lik

informasjon til likt tidspunkt. Agentkostnader oppstår når for eksempel investor og ledelsen i et selskap ikke har sammenfallende mål. Selv om disse forutsetningene naturlig nok sjelden er oppfylt regnes likevel metoden for å være av de bedre for utregning av kapitalkostnader.

Hovedpoenget til M&M er at finansieringen ikke påvirker verdien av selskapet. Resultatet blir at beregningen av kravene til både egenkapitalene og den rentebærende gjelden ikke påvirkes av kapitalstrukturene over budsjettperioden. I alle tilfeller vil en slik finansieringsstruktur endre seg over tid for hvilket som helst selskap. Men i M&Ms verden har ikke det noe å si og jeg slipper å ta hensyn til fremtidig endring av finansieringen, noe som ville vært en vanskelig prosedyre. Det gjør en verdsettelse basert på kontantstrømmen til totalkapitalen enklere enn om man skulle verdsett kontantstrømmen direkte til egenkapitalen. Dette underbygger mitt valg av verdsettelsesmetode.

Videre er jeg som investor interessert i nøyaktig hva selskapet er verdt og akkurat hva jeg får igjen for mine investeringer. Det gjør at beregningen av egenkapitalandel og gjeldsandel utføres med utgangspunkt i markedsverdier. Gjelden er i de fleste tilfeller oftere bokført til markedsverdi enn tilfellet er for egenkapitalen som kun er bokført til nominell verdi pluss opptjent egenkapital.

Samtidig vil jeg påpeke at jeg i fremtidsbudsjettet har benyttet meg av nominelle kontantstrømmer. Dermed må avkastningskravet være i samsvar med dette, og kravene vil regnes nominelt.

7.2.1 Egenkapitalkrav

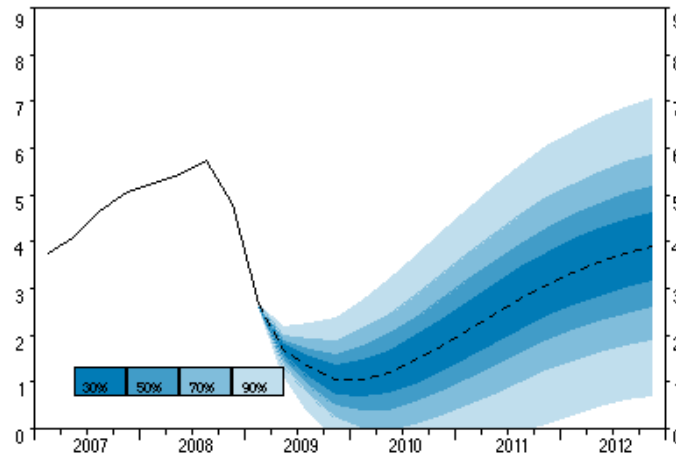
Ved utregning av egenkapitalkravet benytter jeg meg av CAPM. Utgangspunktet for analysen er fremdeles en veldiversifisert investor. CAPM er presentert tidligere og har denne formen for utregning av historiske krav:

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

Risikofri rente

For få et bilde på hvordan den risikofrie renten vil utvikle seg i de kommende år vil jeg først se på Norges Banks forventede rentebane for styringsrenten, slik de predikerer den i begynnelsen av 2009. Figuren viser en prognose som strekker seg frem til 2012. Poenget med analysen er ikke å studere tallene men kurven. Vi ser av figuren av Norges Bank

forventer ytterligere fall i styringsrenten ut over hele 2009, med et bunnivå ved årsskiftet 09-10. Deretter peker rentebanen oppover gjennom hele 2010 og 2011, mens 2012 er representert med mer avtagende stigning. Målet med presentasjonen av styringsrenten er at jeg forutsetter at R_f vil følge samme bane.



Figur 7.1: Norges Banks prognose på styringsrenta⁸⁴.

Valget av rente jeg bruker som R_f avhenger av bruksområde. I en verdsettelse der jeg prognostiserer kontantstrømmer over flere år vil mellomlange renter være mest hensiktsmessig. Dette fordi de best representerer lengden på budsjettet, samtidig som lengre renter vil bidra med unødvendig usikkerhet. Jeg velger derfor å benytte meg av treårige statsobligasjoner som risikofri rente. Norske statsobligasjoner har i tillegg tilnærmet ingen risiko forbundet med seg, noe som således underbygger valget. Jeg behøver dermed ingen risikjustering av denne renten. Renten er som tidligere begrunnet, før skatt.

Treårige statsobligasjoner var i 2008 4,53 prosent. Som følge av styringsrentens forventede bane setter jeg dermed R_f til 2 prosent i 2009, 2,5 prosent i 2010, 3 prosent i 2011 og 3,2 prosent i 2012. Etter dette forventer jeg at den vil stige noe opp mot et normalnivå. Dette normalnivået vil være den R_f jeg benytter meg av for 2016 som er budsjetteringens normalår. Jeg forventer et normalnivå på 4,85 prosent. Dette har også vært gjennomsnittet de siste 10 år.

⁸⁴ Norges-Bank.no, "Styringsrenten".

Egenkapitalbeta

Denne er godt argumentert for under kapittel 5.6.4 i regnskapsanalysen. Jeg velger derfor en fremtidsrettet betaverdi lik den historiske på en.

Markedspremie

Som følge av at forskningen som ble dokumentert for den historiske markedspremien finner jeg det ikke nødvendig med endring på lang sikt. Jeg har ingen grunn til å betvile at det også i fremtiden vil være en markedspremie på fire prosent.

Likviditetspremie

Som i regnskapsanalysen tror jeg likviditetspremien kan settes til tre prosent. Jeg ser ingen snarlig eller langsiktig endring i hvilken type investorer som går inn i klubben eller i informasjonstilgjengeligheten som skulle tilsi en annen likviditetspremie enn tre prosent som den historiske.

Estimert egenkapitalkrav

Fremtid	2009	2010	2011	2012
Risikofrirente f. skatt	2,00 %	2,50 %	3,00 %	3,20 %
+ Beta	1	1	1	1
* MP	4 %	4 %	4 %	4 %
+Likviditetspremie	3 %	3 %	3 %	3 %
= Ekk	9,00 %	9,50 %	10,00 %	10,20 %

Fremtid	2013	2014	2015	2016 (N)
Risikofrirente f. skatt	3,60 %	4,00 %	4,40 %	4,85 %
+ Beta	1	1	1	1
* MP	4 %	4 %	4 %	4 %
+Likviditetspremie	3 %	3 %	3 %	3 %
= Ekk	10,60 %	11,00 %	11,40 %	11,85 %

Tabell 7.2: Fremskrevet egenkapitalkrav.

7.2.2 Gjeldskrav

Når det gjelder gjeldskravet er det kun den finansielle gjelden som er interessant. Dette som følge av at den driftsrelaterte gjelden dekkes inn gjennom driften av selskapet mens den rentebærende gjelden i hovedsak nedbetales av fri kontantstrøm til totalkapitalen.

Långivere beregner sitt krav med bakgrunn i tre faktorer. Den risikofrie renten etter skatt(t), premie for systematisk operasjonell risiko og en kredittpremie.

$$\text{Gjeldskrav} = R_f(1 - t) + \text{systematisk operasjonell risiko} \\ + (\text{Kredittrisikofaktor} * R_f)$$

Risikofri rente

Som for egenkapitalkravet benytter jeg treårige statsobligasjoner som utgangspunkt for R_f . Begrunnelsen er den samme som for ekk, og for å ha konsistens i WACC må samme rente benyttes. Eneste forskjell er at jeg for gjeldskravet skattejusterer R_f . Dette fordi kravet er på långiverens hånd og således en part utenfor både bedrift og eiere. Fremgangsmåten støttes av Kinserdal og Johnsen.

Fremtid	2009	2010	2011	2012
Risikofrirente f. skatt	2,0 %	2,5 %	3,0 %	3,2 %
*28 % skatt	28 %	28 %	28 %	28 %
Risikofrirente e. skatt	1,44 %	1,80 %	2,16 %	2,30 %

Fremtid	2013	2014	2015	2016 (N)
Risikofrirente f. skatt	3,6 %	4,0 %	4,4 %	4,85 %
*28 % skatt	28 %	28 %	28 %	28 %
Risikofrirente e. skatt	2,59 %	2,88 %	3,17 %	3,49 %

Tabell 7.3: Risikofri rente til gjeldskravet.

Systematisk operasjonell risiko

Systematisk risiko vedrørende gjeld representeres ved gjelds beta (β_G). Gjelds beta antar jeg å være null. Grunnen er at investor vil forvente at risiko knyttet til finansielle eiendeler og gjeld, over tid, utligner hverandre. Dermed står vi igjen med en situasjon uten systematisk operasjonell risiko.

Kredittpremie

Kredittpremien knytter seg til det faktum at de fleste selskap innehar en viss fare for konkurs, med det resultat at långiver ikke får dekket kravene sine. Sannsynligheten for konkurs er dekket i den syntetiske ratingen foretatt i kapittel 5.5.5. Fremgangsmåten for tillegget er at kravet oppjusteres ved å ta kreditttrisikofaktoren multiplisert med R_f .

Vikings historiske kredittrating ble vurdert til fallende over analyseperioden. Ratingen falt helt fra BB i år 2005 til CCC/CC i år 2008. Når det gjelder fremskrivningen av denne for valg av kreditttrisikofaktor mener jeg det er viktig å peke på særtrekk ved bedriften Viking og dens bransje. Det er ytterst sjelden at en klubb med Vikings historiske bakgrunn har gått konkurs. Selv om mange fotballklubber over årene har opplevd til dels store underskudd og brede økonomiske tap har fremdeles ingen klubber i Tippeligaen gått over ende. Det har vist seg at i krisesituasjoner dukker det opp både villige investorer, med hjerte for klubben, og velvillige banker som hjelper klubbene ut av uføret. Dette skal likevel ikke være en hvilepute for klubbene, men det er med på å belyse situasjonen i den grad at den umiddelbare konkursfaren gjerne ikke er like sterk som den syntetiske ratingen skulle tilsi.

Videre har Viking et godt forhold til sin lokale bankforbindelse, Sparebank 1 SR-Bank. Banken innvilget sågar et nytt langsiktig lån til Viking på 15 millioner i 2008, noe som skulle tilsi at banken ikke umiddelbart frykter for sine disponeringer i Viking.

Jeg velger derfor overordnet kredittrating for Viking på B, dette resulterer i en kreditttrisikofaktor på en.

Estimert gjeldskrav

Fremtid	2009	2010	2011	2012
Risikofirente f. skatt	2,0 %	2,5 %	3,0 %	3,2 %
*28 % skatt	0,56 %	0,70 %	0,84 %	0,90 %
Risikofirente e. skatt	1,44 %	1,80 %	2,16 %	2,30 %
+(Kreditttrisikofaktor* RF)	1,44 %	1,80 %	2,16 %	2,30 %
=Gjeldskrav	2,88 %	3,60 %	4,32 %	4,61 %

Fremtid	2013	2014	2015	2016 (N)
Risikofrirente f. skatt	3,6 %	4,0 %	4,4 %	4,85 %
*28 % skatt	1,01 %	1,12 %	1,23 %	1,36 %
Risikofrirente e. skatt	2,59 %	2,88 %	3,17 %	3,49 %
+(Kredittrisikofaktor*RF)	2,59 %	2,88 %	3,17 %	3,49 %
=Gjeldskrav	5,18 %	5,76 %	6,34 %	6,98 %

Tabell 7.4: Fremskrevet gjeldskrav.

7.2.3 Beregning av WACC

Ved utregning av WACC må det tas hensyn til kapitalstrukturen i selskapet. Det vil si hvor stor del som er finansiert ved egenkapital og hvor stor del som er finansiert av fremmedkapital. Begge faktorene skal måles til markedsverdi.

Når det gjelder egenkapitalen beregnes denne ved å ta antall aksjer multiplisert med børskursen på verdsettelsestidspunktet, for oppgavens del er det 31.12.2008. Problemet knyttet til Vikings børskurs er at den ikke er særlig oppdatert og ikke videre volatil. Likevel har vi ingen andre mål på markedsverdien og aksjekursen settes til NOK 12, en kurs som stammer fra siste handel den 01.10.2008. Antall aksjer var per 31.12.2008 8 216 250.

Basert på regnskapsanalysen beregnet jeg Vikings driftsgjeld til 30 118 012. Det gir meg en finansiell gjeld på 57 617 628. En oversikt over Vikings fullstendige kapitalstruktur følger i tabellen nedenfor.

	2 008	Andel
Verdi av finansiell gjeld	57 617 628	36,88 %
Markedsverdi egenkapital	98 595 000	63,12 %
Total verdi	156 212 628	100,00 %

Tabell 7.5: Andel gjeld versus andel egenkapital.

$$WACC = Egenkapitalandel * egenkapitalkrav + gjeldsandel * gjeldskrav$$

Fremtid	2009	2010	2011	2012
EK-andel	63,12 %	63,12 %	63,12 %	63,12 %
Gjelds-andel	36,88 %	36,88 %	36,88 %	36,88 %
Egenkapitalkrav	9,0 %	9,5 %	10,0 %	10,2 %
Gjeldskrav	2,88 %	3,60 %	4,32 %	4,61 %
WACC	6,74 %	7,32 %	7,90 %	8,14 %

Fremtid	2013	2014	2015	2016
EK-andel	63,12 %	63,12 %	63,12 %	63,12 %
Gjelds-andel	36,88 %	36,88 %	36,88 %	36,88 %
Egenkapitalkrav	10,60 %	11,00 %	11,40 %	11,85 %
Gjeldskrav	5,18 %	5,76 %	6,34 %	6,98 %
WACC	8,60 %	9,07 %	9,53 %	10,06 %

Tabell 7.6: Vikings femtidige WACC.

Utvikling i WACC stammer helt og holdent av endret rente nivå gjennom perioden og det faktum at vi i dag har en relativt lav rente historisk sett som jeg forventer vil stige i tiden som kommer.

7.3 Horisontverdi

Horisontverdien er residualverdien av en bedriftsverdsettelse basert på den evigvarende kontantstrøm. For mitt vedkommende baserer jeg horisontverdien på kontantstrømmen generert i 2016. Året 2016 er satt som Vikings normalår, og er best representativt for hvordan klubbens årlige drift vil se ut i fremtiden. Det synes klart at et slikt estimat er heftet med en stor del usikkerhet. Både fordi normalåret ligger langt frem i tid, og fordi analysen i stor grad bygger på en analytikers, eller investors, subjektive meninger knyttet til flere inngående variabler.

Horisontverdien er også særdeles viktig for verdsettelsen som følge av at den ofte utgjør opp mot 70 til 80 prosent av selskapets totale verdi. Likevel føler jeg meg sikker på at estimatet av Vikings horisontverdi er tuftet på kontantstrømmer som er basert på omfattende og veloverveid argumentasjon.

Utregningen av horisontverdien gjøres ved bruk av Gordons vekstformel.

$$Gordons\ formel = \frac{Kontantstrøm}{(WACC - vekstfaktor)}$$

7.4 Skattemessige eiendeler

Skattemessige eiendeler er en fordel for bedriften og således en eiendel en investor gjerne vil betale for. Resultatet er at slike legges til den endelige egenkapitalverdien. I følge Kinserdal er det i utgangspunkt ingen tillegg for normale skattefordeler da disse ikke har verdi på lang sikt. Likevel gjøres det unntak for fremførbare underskudd som følge av at de direkte reduserer skatten de nærmeste årene. Samtidig vil man unntaksvis tillate justeringer av store skattegevinster eller tap hvor skatteeffekten ikke er tatt ut.

For Vikings del velger jeg å trekke fra størrelsen på gevinstkontoen da denne er av en viss størrelse relativt til Vikings samlede verdi. Samtidig anser jeg fremførbart underskudd som en eiendel all den tid Viking i sine noter hevder at de vil gjøre nytte av denne fordelten i fremtiden.

Pr den 31.12.2008 hadde Viking en samlet positiv gevinst på deres gevinst og tapskonto på drøyt 24 millioner. Samtidig hadde klubben rundt 43 millioner i fremførbart underskudd. Dette gir meg en samlet skattefordel på NOK 5 128 819.

Som følge av min antakelse om et par magre år i fotballbransjen den nærmeste tid, velger jeg å forutsette at Viking ikke får benyttet seg av denne fordelten før i 2011. Videre antar jeg at den da vil fordeles jevnt hvert år til og med 2015. Dette gir meg dermed en årlig skattefordel på NOK 1 025 764. Nåverdien av denne i 2008 er, med bakgrunn i risikofri rente etter skatt, NOK 4 490 737.

	2008	2011	2012	2013	2014	2015
Fordel		1 025 764	1 025 764	1 025 764	1 025 764	1 025 764
RF e. skatt		2,16 %	2,30 %	2,59 %	2,88 %	3,17 %
Nåverdi		962 066	936 433	902 568	865 091	824 579
Samlet NV	4 490 737					

Tabell 7.7: Samlet nåverdi Vikings skattefordel.

7.5 Vikings egenkapitalverdi

Gjennom analyser, beregning av kontantstrøm og bestemmelse av WACC har jeg nå tilstrekkelig informasjon til å verdsette Vikings egenkapital. Resultatet er en samlet verdi på NOK 107 513 979, dette gir hver enkelt Vikingaksje en verdi på NOK 13,09. Denne aksjeprisen er noe over det den ble handlet for siste gang. Likevel er min beregning rimelig langt unna toppnoteringen fra 2007 da en handel priset egenkapitalen til hele NOK 143 millioner. Dette ser jeg ikke på som særlig kritisk all den tid fremtidsforutsetningene har endret seg kraftig fra 2007 til i dag. Noe annet enn en nedgang ville forbauset meg veldig. Selve verdsettelsen er oppsummert i tabell 7.8.

Viking	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 (N)
EBITDA	23 319 136	24 072 214	28 192 383	29 812 911	32 736 401	37 610 488	41 348 037	42 795 218
Normale investeringer	10 364 061	10 698 762	13 196 434	14 575 201	17 459 414	19 205 356	21 113 891	21 852 877
Endring i arbeidskapital	705 174	-133 881	-	250 685	389 799	436 485	477 134	184 747
Normalisert kontantstrøm	12 249 901	13 507 333	14 995 948	14 987 025	14 887 189	17 968 647	19 757 012	20 757 594
Effektiv skatt (28 %)	3 627 421	3 744 567	4 198 865	4 266 559	4 277 556	5 153 437	5 665 561	5 863 855
Operasjonell kontantstrøm e.skatt	8 622 480	9 762 766	10 797 083	10 720 466	10 609 632	12 815 210	14 091 451	14 893 739
Egenkapitalkrav	9,00 %	9,50 %	10,00 %	10,20 %	10,60 %	11,00 %	11,40 %	11,85 %
Gjeldskrav	2,88 %	3,60 %	4,32 %	4,61 %	5,18 %	5,76 %	6,34 %	6,98 %
WACC	6,74 %	7,32 %	7,90 %	8,14 %	8,60 %	9,07 %	9,53 %	10,06 %
Neddiskkontert kontantstrøm	8 077 818	8 475 796	8 593 734	7 839 878	7 022 699	7 613 056	7 450 121	105 567 768
Enterprise Value	160 640 870							
Finansiell gjeld	57 617 628							
Nåverdi av skattefordeler	4 490 737							
Egenkapitalverdi	107 513 979							
Antall aksjer	8 216 250							
Verdi per aksje	13,09							

Tabell 7.8: Vikings egenkapitalverdi.

8. Analyse av usikkerhet i estimatet

”Knowledge is an unending adventure at the edge of uncertainty”

Jacob Bronowski – Britisk matematiker og biolog

Estimatet er som tidligere nevnt gjenstand for flere skjønnsmessige vurderinger underveis i prosessen. Både når det gjelder antakelser knyttet til forventninger og prognoser er usikkerheten betydelig. Jeg vil derfor teste enkelte variabelers innvirkning på Vikings egenkapitalverdi gjennom sensitivitetsanalyse. Jeg vil også foreta en simulering av Vikings egenkapitalverdi for å få frem sannsynlighetsfordelinger i verdiestimatet.

I praksis vil ofte fremtidsregnskap og verdivurderinger generelt være for positive. Både fordi analytikere, som andre mennesker, ikke er pessimistiske av natur, og fordi analysene gjøres med bakgrunn i et ønske om å selge en aksje. Det fører til overoptimisme i vurderingene og krever god testing av svarene.

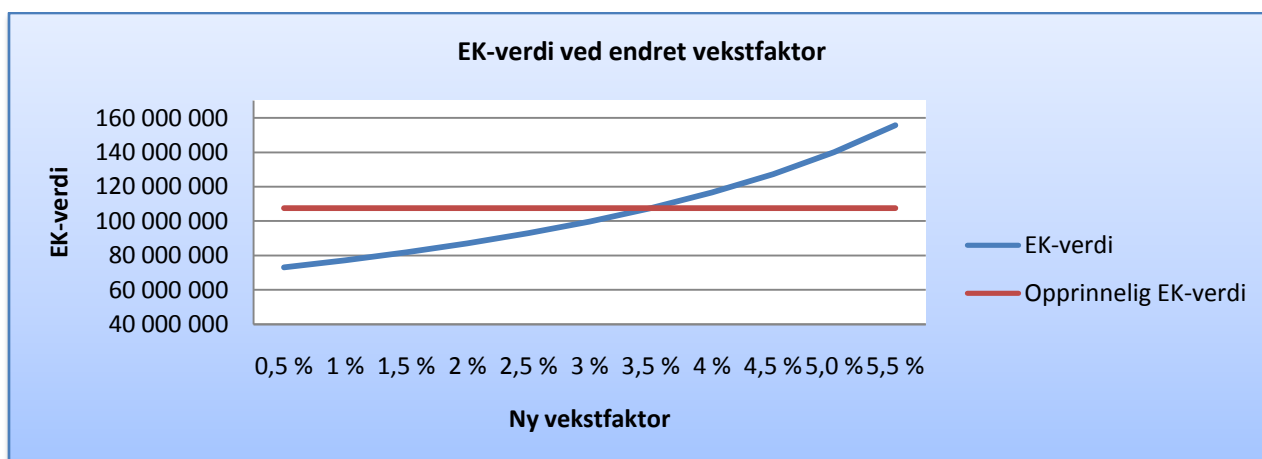
For min utredningsdel er den største risikoen, slik jeg ser det, faren for overoptimisme som følge av at jeg personlig er Vikingsupporter. I enkelte tilfeller kan det tenkes at lidenskapen har spilt fornuften et puss, og det vil derfor være hensiktsmessig med en analyse av verdivurderingens utvikling ved endring i forutsetningene.

8.1 Sensitivitetsanalyse

Dette er en analyse der jeg, ved å endre parametre i modellen, ser hvor mye egenkapitalverdien endres. Beregningene utføres ved hjelp av Excels datatabell under ”hva-skjer-hvis-analyse”.

8.1.1 Vekstfaktor

En viktig kilde for fremtidig lønnsomhet er et selskaps langsiktige vekstfaktor. Estimeringen av denne ble utført på bakgrunn av flere antakelser knyttet til både inflasjonsprognoser og historiske veksttall. Jeg finner det derfor interessant å studere Vikings verdi ved endret vekstfaktor.



Figur 8.1: Påvirkning av endret vekstfaktor.

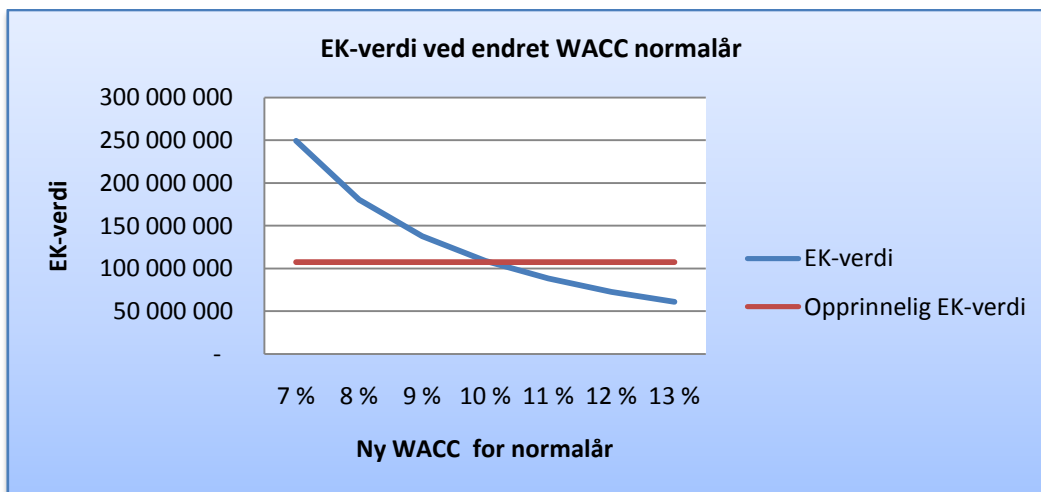
Ikke uventet vil en økning i vekstfaktor øke Vikings egenkapitalverdi. Dette er naturlig all den tid økt vekst i fremtiden vil generere større inntekter og økte kontantstrømmer.

Jeg vil også bemerke at kurven til grafen er konveks. Det betyr at ved særdeles høy vekst ville også verdiøkningen vært enorm. Likevel vil en vekst langt over det opprinnelige estimatet kun oppfattes som urealistisk, dette siden enkelte bedrifter ikke kan vokse mer enn økonomien som helhet. Da vil det gjerne være aktuelt med lavere vekst enn først antatt. Her fører konveksiteten til at kurven naturlig nok etter hvert ender i null.

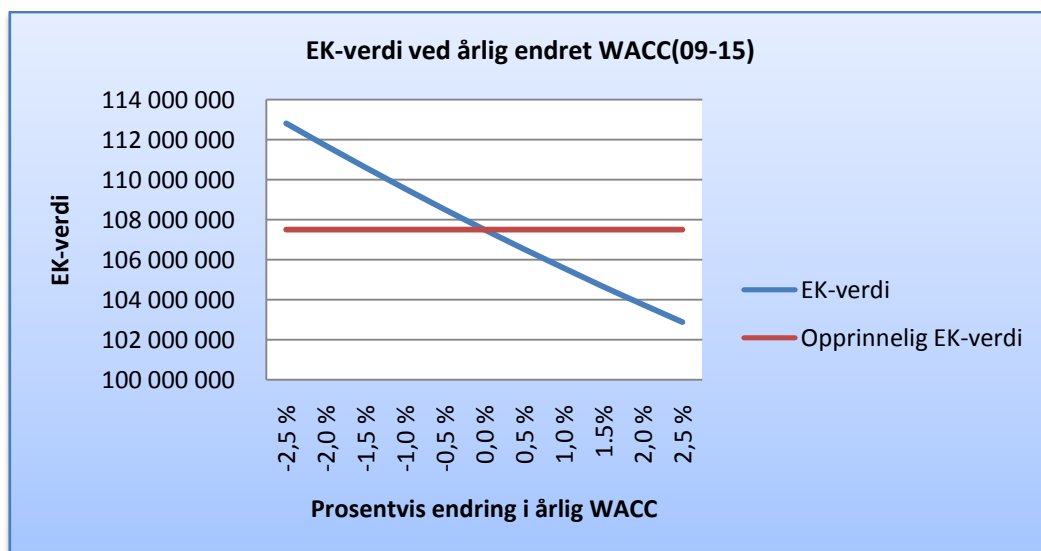
Samtidig vil jeg påpeke at selv om grafen viser tydelige verdiforskjeller ville disse forskjellene vært enda tydeligere ved en kortere budsjettperiode. Det vil si at færre år før steady state var nådd ville ført til større vekt på normalårets betydning. Siden dette året, naturlig nok, er vanskeligere å predikere, ville da også analysen blitt mer unøyaktig.

8.1.2 WACC

Som for vekstfaktoren vil en endring i WACC få store konsekvenser for den endelige egenkapitalverdien. Jeg vil dele opp analysen til både å gjelde en endring av WACC i Vikings normalår, 2016, og jeg vil se på en endring i de enkelte budsjettårenes WACC.



Figur 8.2: Påvirkning av endret WACC i normalår.



Figur 8.3: Påvirkning av årlig endret WACC(09-15).

Det første jeg legger merke til er den relativt moderate betydningen en endring av budsjettårenes WACC har å si på den endelige verdien av Viking. En endring av WACC på pluss/minus 2,5 prosent er en rimelig stort skifte, men likevel med et beskjedent resultat.

På den annen side vil tilsvarende skift i normalårets WACC få store følger for verdsettelsen. Her vil for eksempel en to prosents økning føre til en reduksjon i verdien av Viking med over 30 prosent til drøyt 72 millioner.

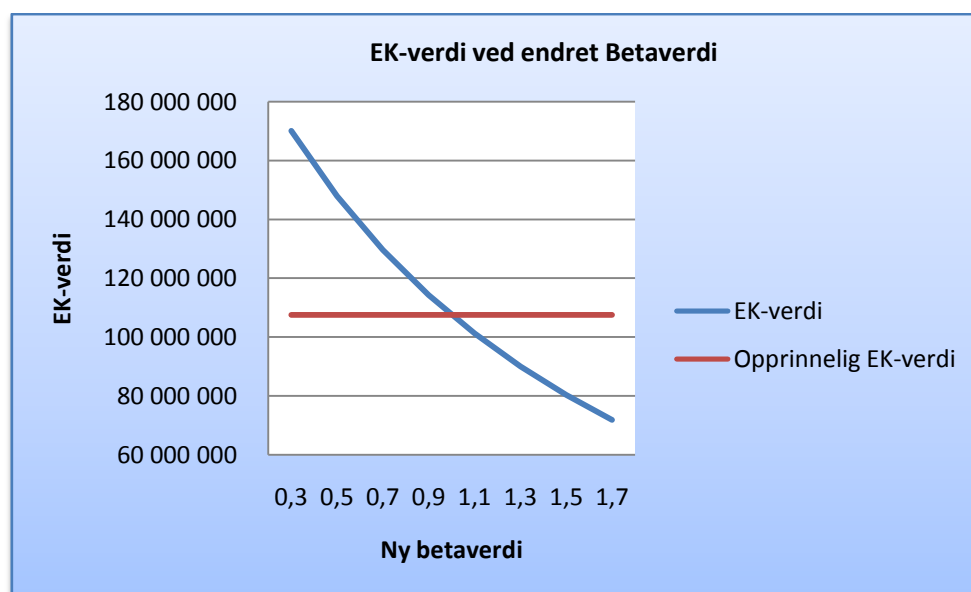
Eksempelene viser nok en gang metodens overvekt på normalåret og budsjettårenes relative mindre betydning. Hovedårsaken til dette er enkeltårenes moderate størrelse på kontantstrøm, samt at neddiskonteringen blir veldig stor ved år langt frem i tid. Videre er

rentenivået ventet å være høyere i fremtiden enn det er i dag og de førstkomende årene. Dette forsterker effekten ved endring av parametrene knyttet til normalåret.

Faktorer som inngår i WACC er som nevnt rentenivå og selskapsspesifikk risiko representert ved egenkapitalbeta. Rentenivået settes på bakgrunn av makroøkonomiske forhold og er således sterkt utsatt for hyppige svingninger. Resultatet av at rentenivået endres jevnlig blir at man som investor eller analytiker ofte bør oppdatere modellen. Selv om alle andre parametre, som kontantstrøm eller vekstfaktor, holdes like, vil det kunne gjøre store utslag på prognosen å oppdatere for nye renteutviklinger. Jeg vil se nærmere på betaverdien i neste kapittel.

8.1.3 Betaverdi

Som tidligere nevnt er egenkapitalbetaen vanskelig å beregne eller estimere for fotballklubber. Jeg velger derfor å se eksplisitt på den gjennom en egen sensitivitetsanalyse.



Figur 8.4: Påvirkning av endret betaverdi.

Som forventet vil endringer i antatt betaverdi gi betydelige utslag i endelig verdisetting. Det er vanskelig å anta hvilken side av den antatte beta fotballklubber generelt ligger på. Men med utgangspunkt i de danske klubbenes beta vil en lavere beta enn en kunne være rimelig. Ved å anta en beta rundt Brøndbys nivå på 0,788, vil verdivurderingen av Vikings egenkapital ende på godt over NOK 120 millioner. Det er en rimelig stor økning i samlet verdi, men heller

ikke totalt usannsynlig med tanke på Vikings tidligere toppnotering på NOK 143 millioner, som følge av en aksjepris på NOK 17,5.

På den annen side har den pågående finanskrisen vist at fotballklubbene kanskje har drevet over evne de siste årene. Den omveltningen vi ser i dag, og kanskje best representert ved flere kostnadskutt og mer edruelig satsning, gjør at fotballbransjen også muligens er mer utsatt for ytre påvirkning enn andre næringer. Det skulle tilsi en betaverdi over en, nettopp fordi konjunktursvingninger har en stor påvirkning på klubbene. Det gjelder både nevnte finanskrisens påvirkning, men også det siste tiårets store opptur underbygger tanken om en større påvirkning for klubbene enn det markedet som helhet opplever. En slik tolkning av de ytre faktorer fører til en betaverdi større enn en, noe som vil påvirke verdsettelsen i negativ retning. Beta på 1,3 gir for eksempel en totalverdi av Vikings egenkapital på NOK 90 millioner, under forutsetning om at de andre variablene holdes konstant.

Samtidig vil det kunne hevdes at en økning fra den antatte beta på 0,3 er relativt stor, og således er et verdifall på drøyt 17 millioner, det vil si nesten 16 prosent, ikke relativt mye. Jeg mener også at en større beta enn 1,3 virker urimelig, spesielt med tanke på de danske klubbenes historiske betaverdi. Resultatet er uansett at investor må ta med i verdiberegningen det faktum at betaverdier for fotballklubber generelt er vanskelig å fastsette eksakt. Verdivurderingen basert på et punkttestimat bør derfor ikke ses på som fasit, men heller som utgangspunktet for et intervall av forskjellige mulige verdiestimat.

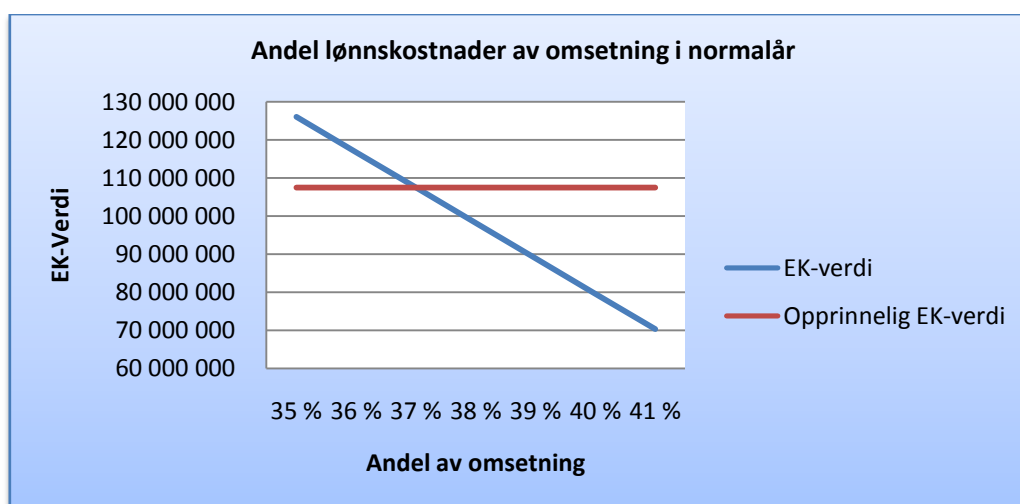
Av faktorene som inngår i WACC anser jeg betaverdien for å være den vanskeligste å estimere. Jeg velger derfor å presentere en tabell som oppsummerer virkningen av endring av denne sett opp mot endring i vekstfaktor. Begge parametrene kan bidra til store verdiendringer og er således interessante i en samlet vurdering. Det skraverte feltet er utredningens hovedantakelser.

		Betaverdi						
		0,5	0,7	0,9	1	1,1	1,3	1,5
Vekstfaktor	1,0 %	100 403 018	90 238 197	81 272 821	77 176 695	73 310 052	66 193 652	59 798 046
	1,5 %	107 300 274	96 093 805	86 284 390	81 825 729	77 630 067	69 941 443	63 068 165
	2,0 %	115 212 892	102 751 790	91 938 240	87 051 910	82 470 085	74 114 509	66 689 249
	2,5 %	124 382 898	110 389 203	98 366 298	92 969 821	87 930 007	78 789 592	70 721 000
	3,0 %	135 135 876	119 239 322	105 739 276	99 726 531	94 137 077	84 063 077	75 237 481
	3,5 %	147 920 440	129 615 895	114 282 057	107 513 979	101 255 921	90 057 711	80 331 698
	4,0 %	163 372 399	141 951 114	124 297 030	116 587 499	109 503 364	96 932 277	86 122 082
	4,5 %	182 423 779	156 857 334	136 200 640	127 294 351	119 170 899	104 895 864	92 761 801
	5,0 %	206 498 062	175 231 867	150 582 745	140 119 183	130 659 856	114 229 505	100 452 519

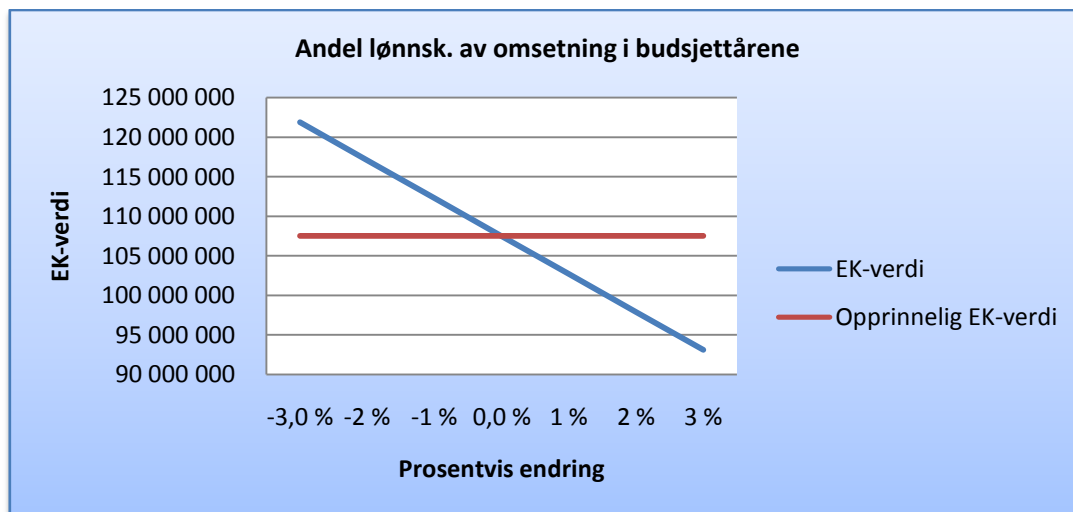
Tabell 8.1: Betaverdi versus Vekstfaktor.

8.1.4 Lønnskostnader

Som en betydelig kostnadspost finner jeg det både interessant og viktig med ytterligere analyse vedrørende lønnskostnadenes påvirkning av verdsettelsen. Dette mener jeg er særdeles aktuelt all den tid klubbene har uttalt ønske om å redusere denne utgiftsposten betydelig i årene som kommer. Som for de andre analysene vil jeg presentere to separate vurderinger for påvirkningen av endring i både normalår og budsjettårene.



Figur 8.5: Påvirkning av endret andel lønnskostnader av omsetning i normalår.



Figur 8.6: Påvirkning av endring i andel lønnskostnader av omsetning i budsjettårene.

Som figur 8.5 viser, har jeg valgt ikke å ta med en større potensiell reduksjon enn to prosent i normalåret. Det skyldes det faktum at Viking allerede i dag er en av de ypperste klubbene når det kommer til andel lønn av omsetning og en store ytterligere reduksjon virker urealistisk. Det kan derfor tale for en noe for lavt satt prosentandel i utredningens hovedantakelser. Jeg velger likevel å se på 37 prosent som et fornuftig satt utgangspunkt, men med klare farer for at denne kan stige noe.

For 2008 er nivået drøyt 39 prosent for denne posten. Dermed har jeg allerede antatt en redusering av denne gjennom budsjettårene og frem til 2016. Dette er i hovedsak argumentert for med bakgrunn i uttalte kostnadskutt og økt kostnadsfokus generelt. Det gjør at sensitivitetsanalysen først og fremst gjøres med tanke på om disse antakelsen ikke nås. Det vil si at reduksjonen ikke blir like stor som først antatt. Blir den ikke det vil det kunne få innvirkning på de endelige tallene.

Skulle for eksempel Viking ikke få til en redusering av lønnskostnadene og 2008 nivået opprettholdes for all fremtid ville det bety at klubbens endelige egenkapitalverdi kun ville vært på snaut NOK 90 millioner. Det er en reduksjon på rundt 1 prosent, noe som kan hevdes å være en rimelig stor reduksjon i forhold til forskjellen i prosentandel av omsetning.

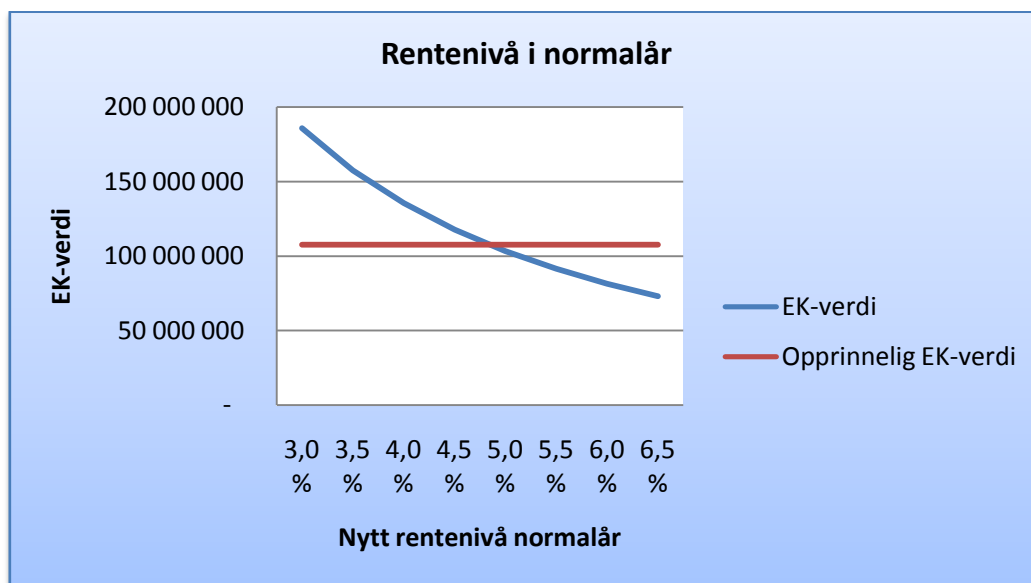
Videre vil en endring av budsjettårenes lønnskostnadsandel også ha en viss innvirkning på egenkapitalverdien. Som for endring av WACC for budsjettårene, vil en endring her være av mer moderat betydning. Men her vil en stor økning på, eksempelvis, tre prosent gi et

verdifall på drøyt 13 prosent. Det vil si at også budsjettårene innehar stor påvirkningskraft på den endelige verdi av klubben.

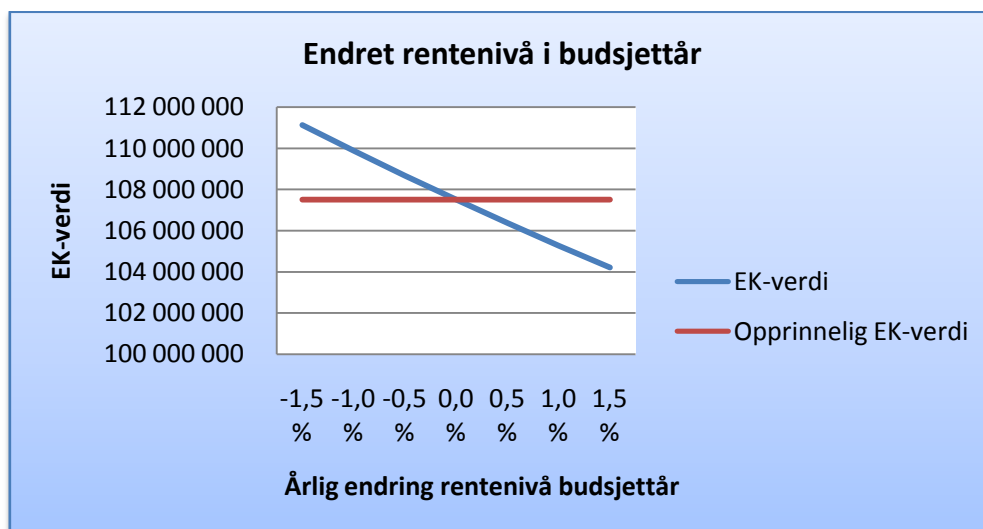
Dette taler for at lønnskostnadenes påvirkning av den endelige verdien har en viss betydning, og at det således bør være i Vikings største interesse å få ned denne kostnaden i årene som kommer.

8.1.5 Risikofri rente før skatt

Da dette er en parameter det knytter seg stor usikkerhet til, velger jeg å se nærmere på hva som skjer med verdiestimatet med endret fremtidig rentenivå.



Figur 8.7: Påvirkning av endret rentenivå i normalår.



Figur 8.8: Påvirkning av endret rentenivå i budsjettår.

I større grad enn de andre variablene, virker det som normalåret har en større betydning for den endelige verdien enn budsjettårene hva gjelder rentenivå. Endringen i ny egenkapitalverdi er minimal for budsjettårene selv med relativt store renteendringer.

På den annen side vil en endret rente for normalåret ha mye å si for Vikings egenkapitalverdi. Dette kommer i hovedsak av neddiskonteringen av kontantstrømmen i normalårets store betydning. Grunnen er at dette årets kontantstrøm er relativt sett mye større enn de enkelte budsjettårenes kontantstrømmer. For eksempel vil en økning i rentenivå opp til 6,5 prosents rente, som ikke er usannsynlig, gjøre at verdien av Viking reduseres til drøye NOK 73 millioner. Det er en reduksjon av verdiestimatet på 32 prosent, noe som må sies å være en særdeles stor reduksjon. Den store effekten en renteendringen vil ha, illustreres også på andre siden ved at en risikofri rente på fire prosent vil gi en egenkapitalverdi på NOK 135,5 millioner. Dette er for øvrig nær toppnoteringen, etter handel, fra 2007.

Alt i alt viser dette at valg av rentenivå har mye å si for den endelige verdi og man må, som investor, kontinuerlig endre verdiestimatene etter som rentebanen endres.

8.2 Simulering

Simulering søker å synliggjøre usikkerhet gjennom å omgjøre enkelte kritiske faktorer til usikre stokastiske variabler. Dette for å få en fordeling av verdien av egenkapitalen, ikke kun et punkttestimat. Jeg benytter meg av et tileggsprogram i Excel, Crystal Ball, til dette formål.⁸⁵ Dette programmet kjører flere trekninger av de utvalgte kritiske faktorene og kommer således frem til en fordeling over de mest sannsynlige utfallene av verdiestimatet. På bakgrunn av at det gjentagende viser seg at normalåret betyr mer for den endelige verdisetting enn budsjettårene, velger jeg kun å simulere for variablene i 2016. Dette underbygges av det faktum at det er først i normalåret jeg har faste prosentandeler, og ikke svingende utvikling som i budsjettårene.

8.2.1 Kritiske faktorer

Jeg fokuserer på de variablene jeg mener det knytter seg størst usikkerhet til, samt de variablene som er skjønnsmessig antatt. Siden alle variablene er tuftet på egne valg, satt ut i

⁸⁵ Decisioneering.com

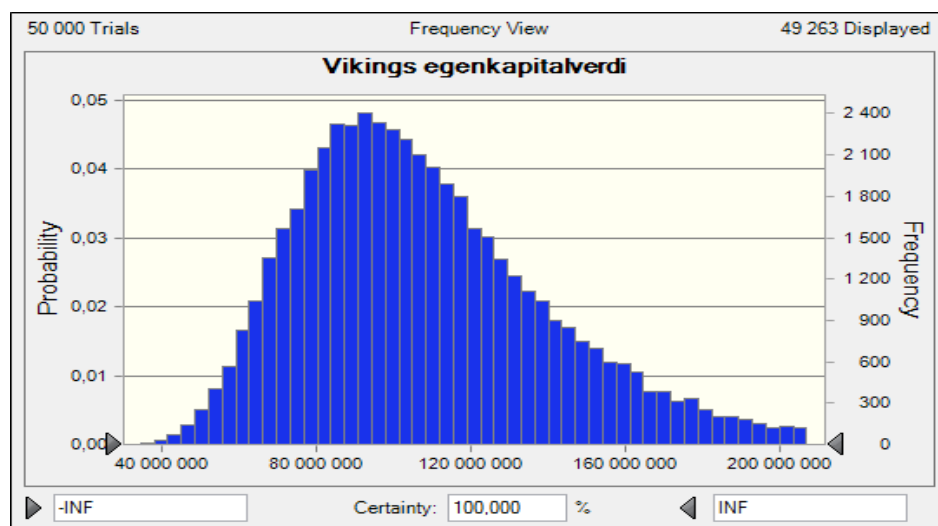
fra ulik bakgrunnsinformasjon, og bygger på antakelsen om lineær konvergens, velger jeg å behandle dem som uniformt fordelte. Det vil si at hver variabel får tildelt en nedre og en øvre grense. Alle muligheter innenfor dette intervallet er like sannsynlige.

- Vekstfaktor: U[2,0 %, 5 %]
- Lønnskostnad av omsetning: U[35 %, 39 %]
- Andre driftskostnader av omsetning: U[37 %, 41 %]
- Normale investeringer: U[10 %, 14 %]
- Beta: U[0,7, 1,3]
- MP: U[3 %, 5 %]
- Likviditetspremie: U[2 %, 5 %]
- Risikofri rente før skatt: U[4 %, 6 %]

Den uniforme fordelingen er valgt ut i fra skjønn og et intervall jeg mener variabelen mest sannsynlig vil være innenfor. Dette er basert på tidligere diskusjon og argumentasjon i de respektive variablers kapitler.

8.2.2 Usikkerhet i verdiestimatet

Jeg velger å kjøre en Monte-Carlo simulering med 50 000 trekninger for å få frem den totale usikkerheten i tallmaterialet. Resultatet vises i figur 8.9.



Figur 8.9: Vikings sannsynlighetsfordeling for verdien av egenkapitalen.

Fordelingen har ingen tydelig normalfordelings kurve. I så måte er den for skjev, og ligner mer en lognormal fordeling. De statistiske data vil kunne gi en bedre pekepinn på hvilken fordeling tallmaterialet har.

Statistiske data

Statistic	Forecast values
Trials	50 000
Mean	109 111 256
Median	103 202 418
Mode	---
Standard Deviation	34 967 836
Variance	1 222 749 572 085 400
Skewness	1,08
Kurtosis	4,97
Coeff. of Variability	0,3205
Minimum	34 372 516
Maximum	360 212 967
Mean Std. Error	156 381

Tabell 8.2: Statistiske data ved simulering.

Gjennomsnittet er på drøyt NOK 109 millioner, mens medianen ligger noe under mitt punktestimat med NOK 103 202 418. Skjevhet(skewness) og kurtosis skal gi et bilde om formen på fordelingen. Skjevheten har med kurvens symmetri å gjøre. Det vil si hvordan kurven ser ut på begge sider av dens toppunkt. For en normalfordeling vil skjevheten naturlig nok være null. En positiv skjevhet på 1,08 taler for flere observasjoner på venstre side av gjennomsnittet. Det vil si at det er større sannsynlighet for verdier lavere enn NOK 109 111 256. Videre sier kurtosis noe om hvor spiss formen av materialet er. Med en kurtosis over null tyder det på en spissere fordeling enn normalfordeling. En skjevhet og kurtosis på pluss minus 2 sies å være godtatt som normalfordeling. Mitt materiale oppfyller dermed ikke normalfordelingskriteriene fult ut, i og med at kurtosis er noe for høy.

Bidrag til varians i estimatet

Jeg finner det også interessant å analysere hvilke av de kritiske faktorene som bidrar med mest varians, det vil si usikkerhet, til verdiestimatet. Variansbidraget er hentet fra Crystal Balls sensitivitetsanalyse og er presentert i tabellen under.

Assumptions	ContributionToVariance	RankCorrelation
RF f.skatt	24,5 %	-0,48
Vekstfaktor	20,2 %	0,44
Lønnskostnader	11,4 %	-0,33
Normale investeringer	11,0 %	-0,32
Andre driftskostnader	10,3 %	-0,31
Beta	9,7 %	-0,30
MP	6,5 %	-0,25
Likviditetspremie	6,4 %	-0,25

Tabell 8.3: Variablenes bidrag til varians i verdiestimatet.

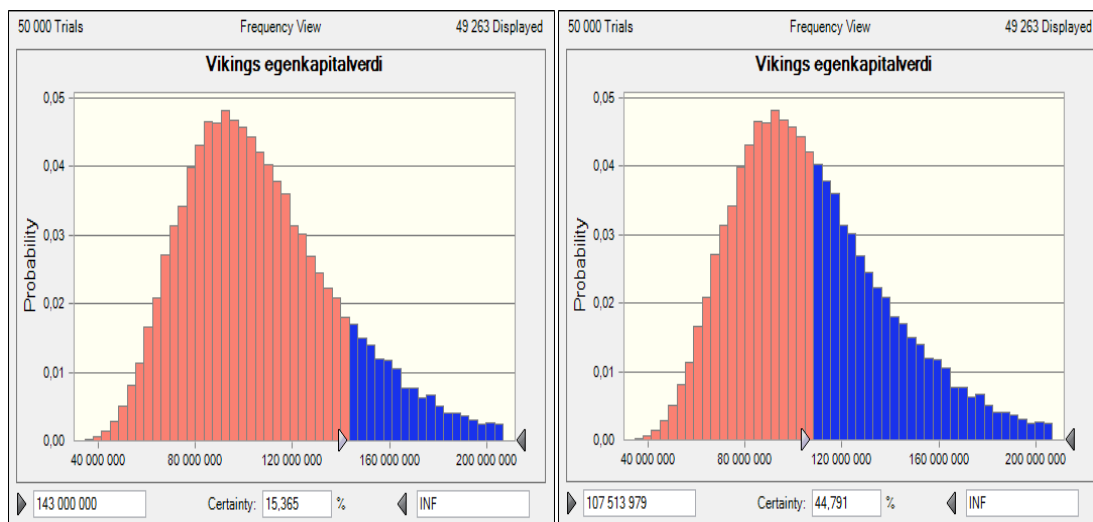
Som tabellen viser er det den risikofrie renten før skatt som bidrar med mest varians. Dette stemmer godt overens med sensitivitetsanalysen og er ikke urimelig all den tid det er vanskelig å sette en nøyaktig prognose 8 år frem tid for en såpass volatil størrelse som rente. Samtidig registrerer jeg at også vekstfaktoren bidrar med over 20 prosents av variansen. Nok en engang er det fordi intervallet for den satte vekstfaktoren er såpass åpent og endringer i den vil føre til betydelige skift i det endelige verdiestimatet, som påpekt under sensitivitetsanalysen.

Analysen viser også hvor sensitiv Vikingaksjen, og klubbens verdsettelse, er for endringer i de to store kostnadspostene lønnskostnader og andre driftskostnader. Begge bidrar med rundt 10-11 prosent varians og synliggjør viktigheten av å få kontroll over disse postene på lang sikt. Dette tilsier også at med god kostnadsstyring kan det være mye oppside potensial i Vikingaksjen.

Videre kan det være verdt å påpeke at selv om variablene som inngår i egenkapitalkravet kan få stor betydning for det endelige estimatet, bidrar de ikke på langt nær med så mye variansen i tallmaterialet som de ovennevnte.

Oppside potensial

Oppside potensial gir meg en sannsynlighet for at verdien av Vikings egenkapital vil ligge over antatte grenseverdier. Jeg antar en verdi lik punkttestimatet på NOK 107 513 979 og en verdi på NOK 143 millioner som følge av aksjens toppnotering i 2007.

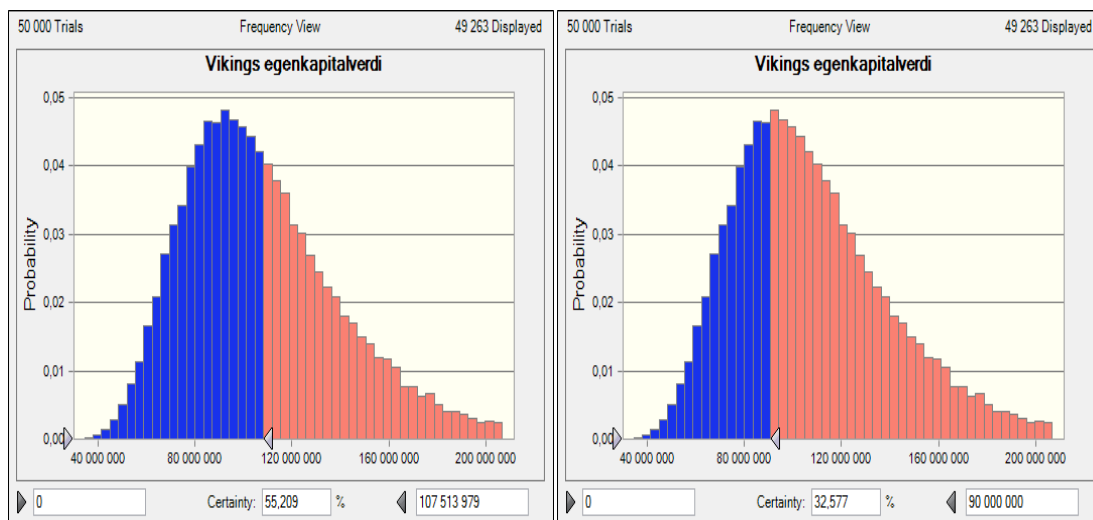


Figur 8.10: Sannsynlighet for verdi av Vikings egenkapital over punkttestimat eller NOK 143 millioner.

Som vist i figuren er sannsynligheten for at verdien av Vikings egenkapital er over punkttestimatet på NOK 107 513 979 på 44,8 prosent. Dette mener jeg representerer et rimelig solid oppside potensial for aksjen.

Nedside risiko

Nedside risiko gir meg en sannsynlighet for at verdien av Vikings egenkapital vil ligge under antatte grenseverdier. Jeg antar en verdi lik punkttestimatet på NOK 107 513 979 og en verdi på NOK 90 millioner.

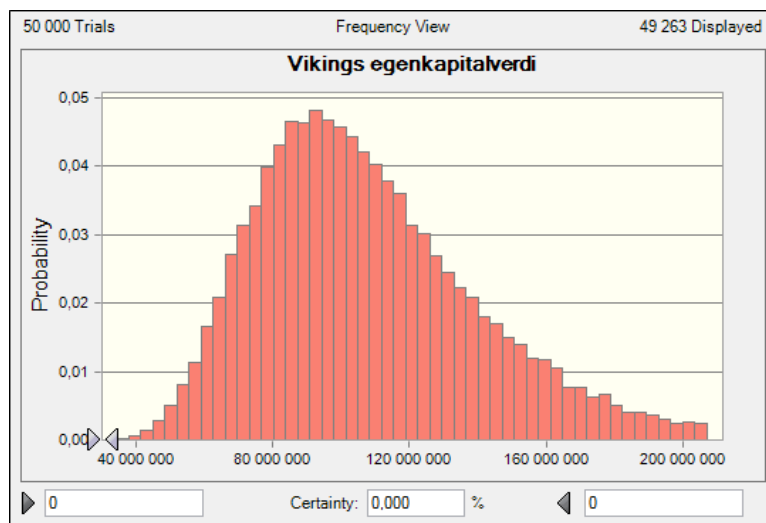


Figur 8.11: Sannsynlighet for verdi av Vikings egenkapital under punkttestimat eller NOK 90 millioner.

Naturlig nok er sannsynligheten for en verdi under punkttestimatet 1-0,448, altså 55,2 prosent. Samtidig er det en sannsynlighet på hele 32,5 prosent for at verdien er under NOK 90 millioner. Det mener jeg viser viktigheten av å behandle punkttestimatet med forsiktighet.

Konkursrisiko

Konkursrisiko kan simuleres ved å beregne sannsynligheten for at verdien av Vikings egenkapital er null.



Figur 8.12: Vikings konkursrisiko.

Modelleringen tilsier en sannsynlighet for Vikingkonkurs lik null. Dette er selvfølgelig ikke helt korrekt, og stammer fra det faktum at jeg kun har lagt inn positiv vekst for vekstfaktorene og begrensede intervall for de andre variablene. Grunnen for de valgte intervallene er forklart tidligere. Samtidig er det også tidligere argumentert for det faktum at fotballklubber sjeldent går konkurs. Samlet gjør det at en slik analyse, ved hjelp av Crystal Ball, ikke er direkte nyttig.

Oppsummering av simuleringen

Jeg mener Monte-Carlo simuleringen viser hvor vanskelig det er å beregne en bedrifts egenkapitalverdi basert på fundamental verdsettelse, og i særdeleshet farligheten av å se seg blind på punkttestimatet. Dette vises særlig ved de store prosentvise sannsynlighetene for andre verdier enn det først estimerte. Argumentet gjelder, som vist, både for en eventuell oppside og nedside for Viking aksjen.

9. Konklusjon

Med bakgrunn i fundamental verdsettelse, basert på strategiskanalyse og regnskapsanalyse, har jeg beregnet Vikings egenkapital til NOK 107 513 979. Dette gir den enkelte Vikingaksjen en verdi på NOK 13,09. Verdien er beregnet til å gjelde per 31.12.2008, på dette tidspunkt var den seneste handel med Vikingaksjen på NOK 12.

Verdien jeg har kommet frem til er således ikke nevneverdig høyere enn den siste markedsverdi. Hvis man i tillegg tar innover seg den store usikkerhet knyttet til enkelte av estimatene, og den pågående finanskrisen, velger jeg å anbefale en hold strategi til investorer som i dag eier aksjen. Potensielle investorer i Viking rådes til å avvete situasjonen.

Jeg vil nok en gang få presisere viktigheten av at den endelige verdien ikke behandles som en fasit på hvor mye klubben er verdt. Som følge av flere skjønnsmessig satte variabler er det tilnærmet umulig å finne en verdi som rettferdiggjør to streker under svaret. Jeg vil heller råde investor til å bruke estimatet som et utgangspunkt og som en teoretisk rett verdi med bakgrunn i de metoder og teori som er brukt gjennom utredningen.

Utredningen, og især den endelige egenkapitalverdi, bærer preg av at fotballbransjen er inne i en omstrukturingsfase. Dette synes særlig gjeldende på kostnadssiden. Etter flere år med økende tilskuertall og lukrative sponsoravtaler, synes det klart at fremtiden vil tvinge klubbene til å nedjustere kostnadene.

På kort sikt tror jeg vi i større grad vil oppleve økt satsning på lokale talenter, samtidig som de store overgangssummene vil utebli. Jeg mener også at denne korreksjonen kan ses på som et gode i og med at det forhåpentligvis fører til bedre, og mer fornuftig drift, av klubbene. Videre mener jeg at det faktum at omstillingen rammer alle klubbene, gjør at Tippeligaen som helhet vil opprettholde sin gode konkurransesituasjon og interne rivalisering.

10. Litteraturliste

Bøker

Benninga, Simon. (2008), "Financial modeling". The MIT press Cambridge, Massachusetts, London, England.

Bodie, Z., Kane, A., et.al. (2008), "Investments", 7 utgave. International edition. McGraw-Hill Book Co, Singapore.

Boye, Knut og Hansen, Terje, et.al. (2007), "Personlig økonomi", 24 utgave. Cappelen akademiske forlag, Oslo.

Dimson, Elroy og Marsh, Paul, et.al. (2002), "Triumph of the optimists : 101 years of global investment returns", Princeton University Press, Princeton, N.J.

Gjesdal, Frøystein og Johnsen, Thore. (1999), "Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering". Cappelens Akademiske Forlag, Oslo

Hill, C.W.L. og Jones, G.R. (2004), "Strategic Management Theory: An Integrated Approach", 6 utgave. Houghton Mifflin Company, 222 Berkley Street, Boston MA.

Koller, T og Goedhart, M, et.al. (2005), "Valuation", 4 utgave. McKinsey and Company. John Wiley & Sons, Inc, New Jersey

Penman, Stephen H. (2001), "Financial statement analysis and security valuation". International edition. McGraw-Hill Book Co, Singapore.

Årsrapporter/Budsjetter

Fredrikstad Fotballklubb Sport ASA, årsrapport 2005-2008.

Rosenborg Ballklubb, budsjett for 2009.

Sportsklubben Brann, årsrapport 2006-2008.

Stabæk Fotball AS, årsrapport 2005-2007.

Viking ASA årsrapport, 2004-2008.

Viking FK årsberetning, 2008.

Vålerenga Invest Fotball ASA, årsrapport 2005-2008.

Forelesningsnotater

Harris, R.D.F. (2008), Forelesningsnotater FIE435 – Applied Finance, Norges Handelshøyskole, Bergen.

Hermanrud, Peter. (2008) Forelesningsnotater FIE402 - Foretakets finansiering, Norges Handelshøyskole, Bergen.

Johnsen, Thore. (2008), Forelesningsnotater FIE402 – Foretakets finansiering, Norges Handelshøyskole, Bergen.

Kinserdal, Finn. (2009), Forelesningsnotater BUS425 - Bedriftsverdsettelse og strategisk regnskapsanalyse, Norges Handelshøyskole, Bergen.

Stensaker, Inger. (2006), Forelesningsnotater SOL040 – Strategisk ledelse, Norges Handelshøyskole, Bergen.

Artikler/Andre kilder

Johannessen, Henning. Økonomisjef i Viking. E-post korrespondanse.

Jurczenko, Emanuel og Maillet, Bertrand.(2000),” The Three-moment CAPM: Theoretical Foundations and an Asset Pricing Models Comparison”.

Norges Bank, (1/2009), ”Pengepolitisk rapport”.

Penman, Stephen H. (1991), ”An evaluation of the accounting rate of return.”

NFF, ”Innrapporterte tall klubber i Tippeliga og Adeccoliga 2008”.

Stavanger Aftenblad, ” Snart verd 70 mill”.

Ødegaard, B.A. (2005), ” Hvor mange aksjer skal til for å ha en veldiversifisert portefølje på Oslo Børs?”.

Internettkilder

ABCnyheter.no, ”Slik fordeles TV-pengene”, <<http://www.abcnyheter.no/node/77551>>, hentet 29.04.2008.

Aftenbladet.no, "Vikings aksjonærliste klar",

<<http://fotball.aftenbladet.no/sa/article16747.ece>>, hentet 08.02.2009.

Aftenbladet.no, "Ingen ny Viking-spiss",

<<http://fotball.aftenbladet.no/eliteserien/article129525.ece>>, hentet 11.02.2009.

Aftenbladet.no, "Tilskuertall",

<<http://fotball.aftenbladet.no/eliteserien/index.jsp?service=default&stats=true&type=seasonattendance&seasonId=5000001>>, hentet 08.02.2009.

Aftenbladet.no, "Randaberg satser 17 millioner",

<<http://fotball.aftenbladet.no/2div3/article93521.ece>>, hentet 25.02.2009.

Aftenbladet.no, "Nå rammes fotballen",

<<http://fotball.aftenbladet.no/eliteserien/article123578.ece>>, hentet 15.02.2009.

Aftenbladet.no, "1100 dyrere på langsidene",

<<http://fotball.aftenbladet.no/eliteserien/article96193.ece>>, hentet 29.04.2009.

Aftenposten.no, "Viking-kamp fortsatt billigere enn konserter",

<<http://fotball.aftenposten.no/eliteserien/article94345.ece>>, hentet 29.04.2009.

Aftenposten.no, "Seriestarten på Viking stadion langt fra utsolgt",

<<http://fotball.aftenposten.no/eliteserien/article132127.ece>>, hentet 29.04.2009.

Dagbladet.no, "Spår sponsorflukt fra toppfotballen i 2009",

<<http://www.dagbladet.no/2009/02/25/sport/fotball/tippeligaen/landslaget/adeccoligaen/5027779/>>, hentet 25.02.2009.

Decisioneering.com, <www.decisioneering.com>

Euroinvestor.dk, <www.euroinvestor.dk>

Euroinvestor.no, <www.euroinvestor.no>

FFKsupporter.net, "FFK budsjetterer med gigantiskspillersalg",

<<http://www.ffksupporter.net/nyheter/nyhet.php?id=1681>>, hentet 20.04.2009.

Kampanje.com, "Slik skal TV2 velge sine tv-kamper",
<<http://www.kampanje.com/medier/article324173.ece>>, hentet 29.04.2009.

Lyse.no, "Sponsing og samfunnsstøtte",
<<http://www.lyse.no/category.php?categoryID=11231>>, hentet 01.03.2009.

NFF.no, "Samarbeidsavtale med AS", <<http://www.fotball.no/t2.aspx?p=22078&cat=51832>>,
hentet 15.02.2009.

NFF.no, "Bredere dekning av norsk fotball",
<<http://www.fotball.no/t1.aspx?p=51831&x=1&a=230231>>, hentet 29.04.2009.

Norges-Bank.no, "NIBOR", <http://www.norges-bank.no/templates/article_55486.aspx>,
hentet 10.03.2009.

Norges-Bank.no, "Prisstabilitet", <http://www.norges-bank.no/templates/section___252.aspx>, hentet 01.05.2009.

Norges-Bank.no, "Styringsrenten", <http://www.norges-bank.no/templates/article_48208.aspx>, hentet 01.05.2009.

NRK.no, "Ozzy kommer likevel - til stadion!",
<<http://www.nrk.no/nyheter/distrikt/rogaland/nord-jaeren/1.6549766>>, hentet 01.05.2009.

Reuters.com, "FEATURE-Takeovers spell end of soccer's Premiership Plc",
<<http://www.reuters.com/article/companyNewsAndPR/idUSL1874566620070805>>, hentet
26.05.2009.

Rogalandsavis.no, "Futt i formeringen",
<<http://www.rogalandsavis.no/nyheter/article4019705.ece>>, hentet 10.02.2009.

Rogalandsavis.no, "Uaktuelt å kutte nå",
<<http://www.rogalandsavis.no/sport/viking/article4332821.ece>>, hentet 15.05.2009.

Rogalandsavis.no, "Konsert: Rogers Waters",
<<http://www.rogalandsavis.no/puls/article2167299.ece>>, hentet 01.05.2009.

SSB.no, <[ssb.no](http://www.ssb.no)>

SSB.no, "Definisjoner og begreper",

<http://www.ssb.no/emner/00/00/20/nos_kommune/nos_c475/kap1.html>, hentet 01.05.2009.

TV2-sporten.no, "Lyn må droppe treningsleir",

<<http://msn.tv2sporten.no/fotball/tippeligaen/article2588353.ece>>, hentet 26.02.2009.

TV2-sporten.no, "Slik rammes din klubb",

<<http://msn.tv2sporten.no/fotball/tippeligaen/article2388192.ece>>, hentet 10.02.2008.

Viking-FK.no, "Historien", < [\[fk.no/newsread/dokument.aspx?nodeid=5052\]\(http://www.viking-fk.no/newsread/dokument.aspx?nodeid=5052\)>, hentet 10.02.2009.](http://www.viking-</p></div><div data-bbox=)

Viking-FK.no, "Vennskap og entusiasme", <[\[fk.no/newsread/dokument.aspx?nodeid=5657\]\(http://www.viking-fk.no/newsread/dokument.aspx?nodeid=5657\)>, hentet 20.02.2009.](http://www.viking-</p></div><div data-bbox=)

Viking- FK.no, "Olsen og Fjælberg ansatt", <[\[fk.no/newsread/news.asp?wce=nyhet&docid=15139&N=5207\]\(http://www.viking-fk.no/newsread/news.asp?wce=nyhet&docid=15139&N=5207\)>, hentet 12.02.2009.](http://www.viking-</p></div><div data-bbox=)

Yahoo! Finance.com, <www.finance.yahoo.com/>