



Fundamental verdsettelse av Gymshark

Stig A. Hermansen

Veileder: Øystein Gjerde

Masteroppgave, Økonomi og administrasjon, Finansiell økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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 eller sensorer inntår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Masterutredningen tar for seg en verdsettelse av Gymshark hvor formålet er å komme fram til et verdiesimat på egenkapitalen til selskapet. Verdsettelsen vil bli foretatt med fri kontantstrøm til egenkapitalmetoden, og residual inntektsmetoden. Det vil også bli undersøkt om supplerende metoder som komparativ verdsettelse kan bli benyttet i oppgaven. Oppgaven starter med å gi en introduksjon til virksomheten til Gymshark, og sportsklærbransjen. Deretter blir metoderammeverket gjort rede for og diskutert. Det historiske resultatet, balansen og kontantstrømmen blir justert og normalisert slik at de kan brukes for analyse. Det blir her rettet et fokus mot lønnsomheten til kjernevirksomheten. En strategisk risiko analyse vil bli gjennomført av både interne og eksterne forhold. Analysen danner grunnlaget for å forklare resultatene det normaliserte årsresultatet viser, og danner også grunnlag for å forklare utviklingen i ulike budsjett drivere i framtidsregnskapet. Analysen som har blitt utført viser at bransjen gjør det godt, men at det samtidig er sterk rivalisering, og noe lave marginer i bransjen. Den eksterne analyser viser at det forventes en reduksjon i veksten til verdensøkonomien slik at det er forventet noe reduksjon i bransjen pga av dette. Etter den strategiske analysen har det blitt utført en investororientert analyse med fokus på lønnsomhetsanalyse og strategisk lønnsomhetsanalysen. Analysene viser at Gymshark er lønnsom i perioden som er blitt analysert. Etter dette blir kredittrisikoen til selskapet analysert, og det blir gitt en karakter på risikoen knyttet til selskapet. Gymshark ble gitt karakteren A. Videre blir avkastningskravene til Gymshark estimert, og det er her blitt gjort et noe uvanlig valg med å estimere krav for hvert enkelt år. I og med at Gymshark sine eiere ikke er veldiversifiserte investorer er ulike metoder for å ta hensyn til usystematisk risiko blitt undersøkt. Totalbeta metoden virket mest objektiv, og ble tatt i bruk sammen med børskopieringsmetoden for å komme fram til en endelig totalbeta.

Med utgangspunkt i den strategiske analysen og regnskapsanalysen ble det utarbeidet et framtidsregnskap. Her ble det valgt en modell med lavt detaljeringsnivå. Ved bruk av fri kontantstrøm til egenkapitalmetoden ble egenkapitalverdien til Gymshark estimert til å være 129.513.296. Med aksjene Gymshark har ga dette en aksjepris på 706.166 pund. Det vil bli utført en scenarioanalyse samt en simulering i Crystal ball, og resultatene vil bli sammenlignet. Det vil også bli utført sensitivitetsanalyser for å undersøke hvordan de viktigste nøkkelvariablene påvirker verdiesimatet.

Forord

Jeg valgte i forbindelse med masteroppgaven å skrive om verdsettelse fordi det er temaet innen økonomi jeg synes er mest spennende. Når jeg er ferdig som student ønsker jeg å jobbe som analytiker innenfor enten verdsettelse, regnskapsanalyse og eller kredittvurdering. Derfor virket det veldig naturlig å skrive en masteroppgave som omhandler disse temaene bare for å lære mer, og for å få mer praktisk erfaring. Jeg er glad i å trene, og ble nysgjerrig på selskapet Gymshark da jeg begynte å se klærne deres dukke opp på treningssenteret jeg trener på. Jeg fant fort ut at de tok i bruk influensere for å markedsføre seg siden disse dominerte fitnesssegmentet på youtube. Jeg har selv benyttet youtube for å finne ut hvordan ulike øvelser skal utføres, og det var slik jeg kom over influenserne. Jeg har alltid hatt en interesse for hvordan små selskap klarer å etablere seg i markeder hvor det allerede eksisterer store aktører. Jeg synes det er interessant å analysere strategien som er benyttet for å kunne gå inn og etablere seg i et marked. Når jeg da fikk muligheten til å skrive om et selskap som omhandler en hobby jeg liker å gjøre samt at selve strategien Gymshark har brukt for å bli et stort selskap var interessant, var det ikke vanskelig å velge Gymshark som det selskapet jeg skulle verdsette. Oppgaven ble også litt mer interessant siden Gymshark ikke er børsnotert, og fordi eierne til Gymshark er grundere.

Oppgaven baserer seg i stor grad på metodene og modellene som blir undervist i Bus440 – Regnskapsanalyse og verdivurdering med Kjell Henry Knivsflå. Jeg har også benyttet kunnskap jeg har fått fra kursene Bus424 – Regnskapsanalyse og FIE437 – Valuation. Ellers har flere av de andre finanskursene jeg har tatt vært nyttige for helhetsforståelsen når det kommer til analysene som ble gjort i forbindelse med verdsettelsen.

Masteroppgaven markerer avslutningen av økonomiutdanningen ved Norges Handelshøyskole. Jeg synes egentlig det gikk veldig fint å skrive masteroppgave, og det på tross av at jeg skrev den alene. Jeg fikk en del praktiske problemer i oppgaven pga av manglende informasjon, men jeg har forhåpentligvis løst disse på en rimelig måte. Dette semesteret har vært veldig lærerikt da jeg for eksempel ikke har vært borti totalbeta metoden før. Jeg ønsker å takke min veileder Øystein Gjerde for å ha gitt god veiledning, inspirasjon og gode ideer til oppgaven. Han har vært veldig tilgjengelig for møter, og på mail noe som har vært til stor hjelp.

Stig Hermansen. Bergen, Juni 2018.

Innholdsfortegnelse

Innhold

Sammendrag	2
Forord	3
Innholdsfortegnelse	4
1. Innledning	8
1.1 Oppbygning	8
1.2 Avgrensninger	8
2. Virksomhetsbeskrivelse	9
2.1 Gymshark	9
2.2 Mål, visjon og verdier	10
2.3 Historie	10
2.4 Inntekt og vekst	11
2.5 Strategi	13
2.5.1 Business konsept	13
2.5.2 Influenser markedsføring	15
2.6 Aksjonæroversikt og ledelse	16
3. Bransjebeskrivelse	17
3.1 Bransjen	17
3.2 Konkurransen	18
3.3 Globale effekter	19
3.4 Salg, markedsandeler, geografiske markedet og produktkategorier i bransjen	19
3.5 Oppsummering	24
4. Metode	25
4.1 Kvantitativ metode	25
4.2 Kvalitativ metode	26
5. Teori	26
5.1 Fundamental analyse	26
5.2 Strategisk analyse	27
5.3 Omgruppering, justering og normalisering av regnskapet	29
5.3.1 Resultatet	30
5.3.2 Balanse	32
5.3.3 Justert fri kontantstrøm	34
5.4 Lønnsomhetsanalyse og strategisk lønnsomhetsanalyse	35
5.5 Analyse av kredittrisiko	40

5.6 Syntetisk rating.....	42
5.7 Historisk og framtidig avkastningskrav.....	43
5.7.1 Egenkapitalkravet.....	44
5.7.2 Netto driftskravet.....	47
5.8 Fremtidsregnskap.....	48
5.8.1 Budsjetteringsmodell.....	48
5.8.2 Fordeler og ulemper med en prognosemodell med lavt detaljeringsnivå.....	50
5.9 Verdsettelses metoder.....	51
5.9.1 Egenkapitalmetoder.....	51
5.9.2 Komparativ verdsettelse.....	52
5.10 Uvisshet i verdiestimatet.....	54
6. Bransje- og selskapsanalyse.....	55
6.1 Pest.....	55
6.1.1 Politiske og legale forhold.....	55
6.1.2 Økonomiske faktorer.....	58
6.1.3 Sosiale forhold.....	63
6.1.4 Teknologiske faktorer.....	65
6.1.5 Oppsummering PEST.....	67
6.2 Porter's five forces.....	68
6.2.1 Leverandører.....	68
6.2.2 Inntrengere.....	70
6.2.3 Kjøpernes forhandlingsstyrke.....	74
6.2.4 Substitutter.....	76
6.2.5 Rivalisering i Bransjen.....	76
6.2.6 Oppsummering Porter.....	78
6.3 Selskapsanalyse.....	79
6.3.1 Ressursinndeling.....	79
6.3.2 Ressurskartlegging og ressursanalyse.....	81
6.4 Oppsummering Swot-analyse.....	87
7. Investoranalyse.....	90
7.1 Lønnsomhetsanalyse.....	91
7.1.1 Netto driftsrentabilitet.....	92
7.1.2 Netto driftsmargin.....	94
7.1.3 Omløpshastighet.....	95
7.2 Strategisk lønnsomhetsanalyse.....	96
7.2.1 Bransjefordel.....	96

7.2.2 Ressursulempe	97
7.3 Strategisk rentabilitetsanalyse	100
8. Analyse av kredittrisiko	102
8.1 Likviditetsanalyse	102
8.1.1 Likviditetsgrad 1	102
8.1.2 Finansielle likviditetsreserver	103
8.1.3 Rentedekningsgrad.....	104
8.1.4 Oppsummering likviditetsanalyse 2016	105
8.2 Soliditetsanalyse.....	106
8.2.1 Egenkapitalandel	106
8.2.2 Kapitalstruktur.....	107
8.2.3 Netto driftsrentabilitet	108
8.2.4 Endring i egenkapital	108
8.2.4 Oppsummering soliditetsanalyse 2016	109
9. Syntetisk rating.....	109
9.1 Karakter	110
9.2 Kreditrisikopremie.....	111
10. Historiske avkastningskrav	111
10.1 Netto driftskrav og egenkapitalkrav.....	112
10.2 Risikofri rente	113
10.3 Netto finansielt gjeldskrav.....	114
10.4 Beta.....	114
10.5 Markedsrisikopremie.....	116
10.6 Nettodriftskrav til bransjen	117
11. Framtidsregnskap	118
11.1 Salgsinntekter	118
11.1.1 Nettrafikk.....	119
11.1.2 Varelagre	119
11.1.3 Produktportefølje, og penetrering av nye markeder	120
11.1.4 Bransjevekst	120
11.2 Netto driftsmargin.....	122
11.3 Omløpshastighet netto driftseiendeler.....	124
11.4 Netto driftseiendeler	126
11.5 Finansielle eiendeler, netto finansiell gjeld og egenkapital.....	126
11.6 Netto driftsresultat.....	127
11.7 Egenkapitalrentabilitet	129

12. Framtidskrav.....	130
12.1 Netto driftskravet og egenkapitalkravet	130
12.2 Risikofri rente etter skatt	131
12.3 Netto finansielt gjeldskrav.....	131
12.4 Beta.....	132
12.5 Markedets risikopremie	132
13. Verdsettelse.....	132
13.1 Egenkapitalmetodene	132
13.2 Dekomponering av verdiestimatet.....	133
13.3 Scenarioanalyse.....	134
13.4 Sensitivitetsanalyse	136
13.5 Simulering.....	139
14. Konklusjon	143
15. Referanseliste	145
16. Vedlegg.....	152

1. Innledning

Masteroppgaven tar for seg en verdsettelse av Gymshark hvor formålet med verdsettelsen er å komme fram til et estimat på egenkapitalverdien til selskapet. Eierne til Gymshark er først og fremst grundere, og det antas at de ikke er veldiversifiserte investorer. Dette i tillegg til at selskapet ikke er børsnotert gir en interessant vri på oppgaven.

1.1 Oppbygning

Oppgaven er i utgangspunktet delt opp i tre deler. I del én gis det en introduksjon til selskapet Gymshark og bransjen selskapet opererer i. I del to blir teorigrunnet som brukes for analysen presentert og gjort greie for. Årsaken til at teoridelen har blitt viet et eget kapital er fordi at resultatene i del tre skal kunne kommenteres mer direkte uten at det er nødvendig å forklare teori. I del tre blir analysen utført, og resultatene blir diskutert og presentert. Del tre begynner med en strategisk analyse som er delt inn i tre deler. I del én blir det utført en makroanalyse, i del to blir det utført en bransjeanalyse, og i del tre blir det utført en intern selskapsanalyse. Deretter blir det gjort en investororientert analyse med fokus på lønnsomhet og strategisk lønnsomhet. Videre vil selskapets kredittrisiko bli undersøkt, og det vil bli gjort en likviditetsanalyse og en soliditetsanalyse. Gymshark sin kredittrisiko vil bli oppsummert av en karakter med bakgrunn i syntetisk rating. Oppgaven vil så ta for seg utregningen av avkastningskravene som er brukt før framtidsregnskapet blir framskrevet. Prognosene som blir utarbeidet vil bli brukt til å finne den framtidige kontantstrømmen som igjen vil bli brukt som diskonteringsrente for å komme fram til verdien til Gymshark. Siden det ikke er noe konsensus å sammenligne med i og med at Gymshark ikke er børsnotert, vil det opprinnelige resultatet bli sammenlignet med resultatet fra en scenarioanalyse, og resultatet fra simulering i Crystal ball. Det vil også bli utført sensitivitetsanalyser.

1.2 Avgrensninger

Gymshark er et relativt ungt selskap som ble grunnlagt i 2012. Årsrapportene er derfor svært mangelfulle med tanke på informasjon som er tilgjengelig om selskapet. Dette har gitt en rekke praktiske problemer som vil komme fram i oppgaven. I rapportene som er gitt ut er det også bare blitt presentert årsresultat i perioden 2015-2016. I den historiske regnskapsanalysen vil derfor bare regnskapsårene 2015, og 2016 bli analysert. Siden masteroppgaven er skrevet i 2018 blir regnskapsanalysen skrevet i fortid. Videre begynner regnskapsåret til Gymshark 1.august og slutter 31.july. Regnskapsstandarden som selskapet har brukt er UK GAAP som

er nokså lik regnskapsstandarden de internasjonale selskapene i bransjen bruker (IFRS). Selskapet gir heller ikke ut kvartalsrapporter slik at det har ikke vært mulighet for å lage trailingregnskap basert på kvartalsrapporter i oppgaven. Det er også blitt gjort et bevisst valg når det kommer til å ikke gå for detaljert inn på normalisering av det historiske resultatet. Dette fordi akademikere innen finans og økonomistyring er uenige når det kommer til hvilke justeringer som er nødvendige å gjøre. For eksempel vil enkelte professorer innen økonomistyring og regnskap argumentere for at internrentebaserte avskrivninger burde legges inn i regnskapet. Dette blir glatt oversett i finanskurs som omhandler verdsettelse, og undertegnede tar master i finans. I oppgaven har det derfor blitt fokusert på å gjøre de justeringene begge retningene innenfor verdsettelse mener er nødvendige.

2. Virksomhetsbeskrivelse

2.1 Gymshark

Gymshark er et Engelsk selskap innen sportsklær og tilbehørs industrien med hovedkontor, og kontorer plassert i Birmingham i England. Selskapet er et ikke børsnotert selskapet grunnlagt



av Ben Francis avbildet til venstre, og spesialiserer seg på leveranse av fitness klær av god kvalitet. Gymshark lever klær til kunder i 131 land, og har over 3 millioner følgere på sosiale medier. Land med store kundemasser har egne nettsider på det lokale språket, og i alt har Gymshark over 150 ansatte. Selskapet har opplevd en voldsom vekst siden det først ble grunnlagt. En innovativ produktportefølje, og en stor

tilstedeværelse på sosiale medier har gjort at Gymshark i 2016 og 2017 var selskapet som opplevde høyest vekst i England.

2.2 Mål, visjon og verdier

Mål

Gymshark har som mål å være en ledende fitnessmerkevare som leverer fitness-, gym- og sportsklær av høy kvalitet.

Visjon

Visjonen til Gymshark sier at før en kan handle finnes det en idé. Gymshark eksisterer for å lage verktøy eller hjelpemidler som gjør at mennesker kan oppnå potensiale sitt, og sette sine ideer ut i livet. "Be all that you imagined you could be, be a visionary".

Verdier

Familie: Atletene, artistene og visjonene strekker over hele kloden. Gymshark er en familie av likesinnede individer som jobber for å få sine visjoner til live.

Progresjon: Produktene eksisterer som følge av en kombinasjon av kunst og projeksjon. For å være ledende innen disse, kreves det et stort fokus på progresjon og fremtidsrettet tenking. "We are not future-proof. We are the future".

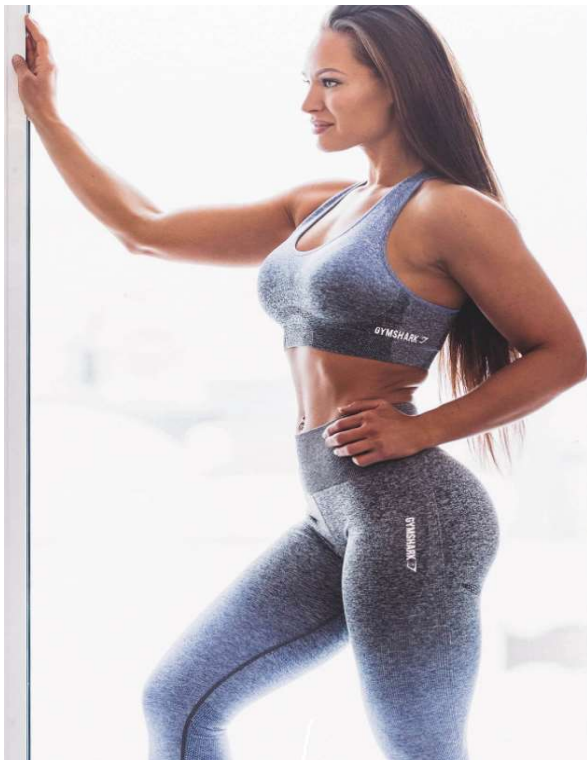
2.3 Historie

I 2012 lagde Ben Francis og noen venner fra videregående nettsiden Gymshark. De var alle interessert i fitness, og dro på ulike fitness arrangementer for å delta, og være med andre som delte samme interesse. På disse arrangementene følte Ben at noe manglet, og han fikk en idé om å lage fitness klær som satt, og passet bedre enn klærne som på det tidspunktet eksisterte i markedet.



Problemet var at hverken Ben eller vennene hans hadde penger til å kjøpe materiale og utstyret til å kunne produsere klærne. I oppstartsfasen solgte Gymshark for det meste supplementer fra ulike produsenter, og sportsklær fra andre merker med en liten margin. Gymshark trengte på det tidspunktet en veldiversifisert produktportefølje for å tjene penger til å kunne kjøpe inn materiale og utstyret som var nødvendig for å kunne produsere egne klær. De fikk omsider nok penger til å kjøpe en trykkemaskin, og fra en garasje i Birmingham designet og produserte Ben klærne til selskapet som i dag er ledende innen fitness segment samt selskapet i England som opplever størst vekst.

Interessen for fitness førte Ben og vennene hans inn på youtube, og sosiale medier hvor de fulgte flere kjente navn innen fitnessindustrien. Gymshark kontaktet flere av de kjente atletene som hadde profiler på sosiale medier, og spurte om selskapet kunne sponse dem med fitnessklær.



Atletene sa gladelig da det i 2013 ikke var andre produkter av samme sort på markedet. Når følgere atletene hadde på sosiale medier så klærne idolene deres gikk i, ønsket de å kjøpe samme produkt. Det var på denne måten samt tilstedevære på fitness arrangementer at Gymshark begynte å nå ut til store folkemengder med sine produkter. Senere ble denne måten å markedsføre seg på mer strukturert. I 2013 lagde Gymshark sin første store kleskolleksjon av god kvalitet, og etter at den ble gitt ut på et fitness arrangement i Birmingham skjøt veksten for selskapet i været.

2.4 Inntekt og vekst

For å få en idé om veksten Gymshark har hatt kan en se på inntektene selskapet har hatt hvert år. Dette er ikke en figur av de rapporterte inntektene fra årsregnskapet som er lagt ut, men

figuren er laget basert fra informasjon som Ben Morris som er hovedeier av selskapet har gitt ut.

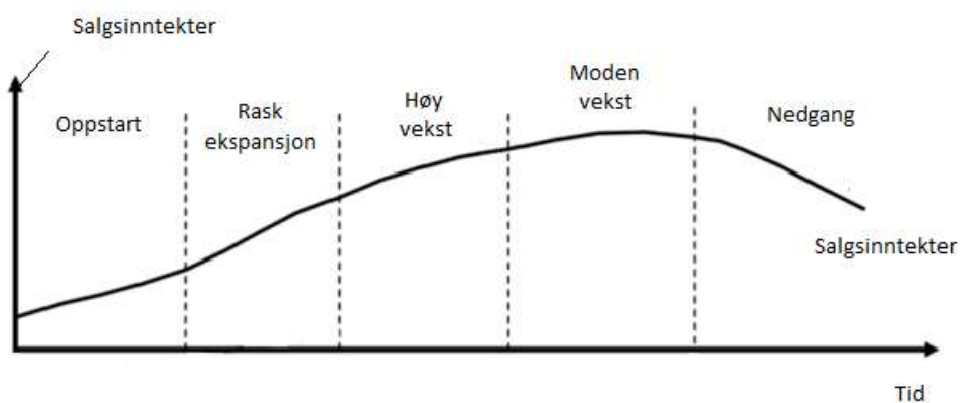
Figur 2.1 – Salgsinntekt og vekst.



Kilde: (Francis, 2017, youtube.com)

I 2013 hadde selskapet salgsinntekter på 500.000 pund, og salgsinntektene har vokst til hele 52.000.000 pund i 2017. Selskapet har siden oppstarten i 2013 hatt storm vekst. I 2014 opplevde selskapet en vekst på hele 1060%, og de følgende årene var veksten 92%, 52% og 213% i 2017. Disse tallene er ikke basert på årsrapportene til Gymshark som bare har årsresultat i perioden 2015-2016.

Figur 2.2 – Generell utvikling i salgsinntekter



Kilde: (Knivsflå, 2018, course.nhh.no)

Med den veksten Gymshark opplever er selskapet enten inne i en periode med rask ekspansjon eller høy vekst. I 2017 hadde Gymshark en vekst på 213%, og det kan derfor argumenteres med at selskapet er i rask ekspansjon. Med den store veksten Gymshark har hatt de siste årene, har det oppstått en rekke utfordringer for selskapet. Gymshark har ikke hatt infrastrukturen til å kunne utnytte den store etterspørselen etter produktet som har vært, og som er i markedet. Høy vekst i salgsinntekter krever tunge investeringer i infrastruktur for å hindre kapasitetsbegrensninger. Selskapet har vært begrenset blant annet pga for lite varer på varelagrene, for små varelagre, for få arbeidere, små kontorer, og en ikke optimal organisasjonsstruktur. Disse kapasitetsbegrensningene har hemmet veksten, men etter hvert som kapitalen i Gymshark har bygget seg opp har selskapet tatt grep for å møte disse utfordringene. Flere av tiltakene selskapet har gjort vil bli nevnt senere i oppgaven. Det kan også nevnes at Gymshark enda ikke har tatt opp langsiktig rentebærende gjeld som er balanseført, og selskapet betaler utbytte til sine eiere. Vekst i salgsinntektene avhenger av lønnsomhet, gjeldsrente, gjeldsgrad og dividende politikk. Disse nøkkeltallene vil bli diskutert senere i oppgaven.

2.5 Strategi

2.5.1 Business konsept

Gymshark fokuserer på å selge sportsklær av god kvalitet til rimelig pris. Selskapet lager klær som sitter bra på kroppen, og som er elastiske. Treningsklær som er laget på denne måten ser bra ut samtidig som de er komfortable å bruke. Siden oppstarten har Gymshark vært opptatt av å utvide sin produktportefølje. I dag består porteføljen av sportsgensere, treningsoverdeler, shorts, treningsbukser, sportsbher, undertøy, huer og kapper. Kundemassen består hovedsakelig av mennesker som trener på treningssentre. Av de ulike segmentene som finnes i sportsklær bransjen er Gymshark er spesialist i fitness segmentet. Kundene i dette segmentet virker å være opptatt av å gå i sportsklær som sitter bra, og ser bra ut. Klærne bestilles på nett på de lokale nettsidene Gymshark har satt opp i ulike land, og blir så levert fra ulike varelagre Gymshark har satt opp i diverse land. Selskapet leverer per dags dato ikke klær til Russland, Serbia, Venezuela, Marokko, Pakistan, Makedonia, Colombia, Libanon, Albania og Algerie. Selskapet har et varelager i Norge, Sverige, Danmark og Finland i tillegg til hovedlageret som er lokalisert i Birmingham. Etter bestilling på nett motas klærne i posten klare til bruk. Selskapet har til nå hatt tre "Pop up stores". En i New York, en i London og en i Paris. "Pop up stores" er et konsept som går ut på å låne et lokale i en kort periode for å selge nye

kleskolleksjoner som blir utgitt. Butikkene blir så stengt når leieavtalen etter kort tid går ut. Det er ventet at Gymshark vil ha flere pop up stores i fremtiden.

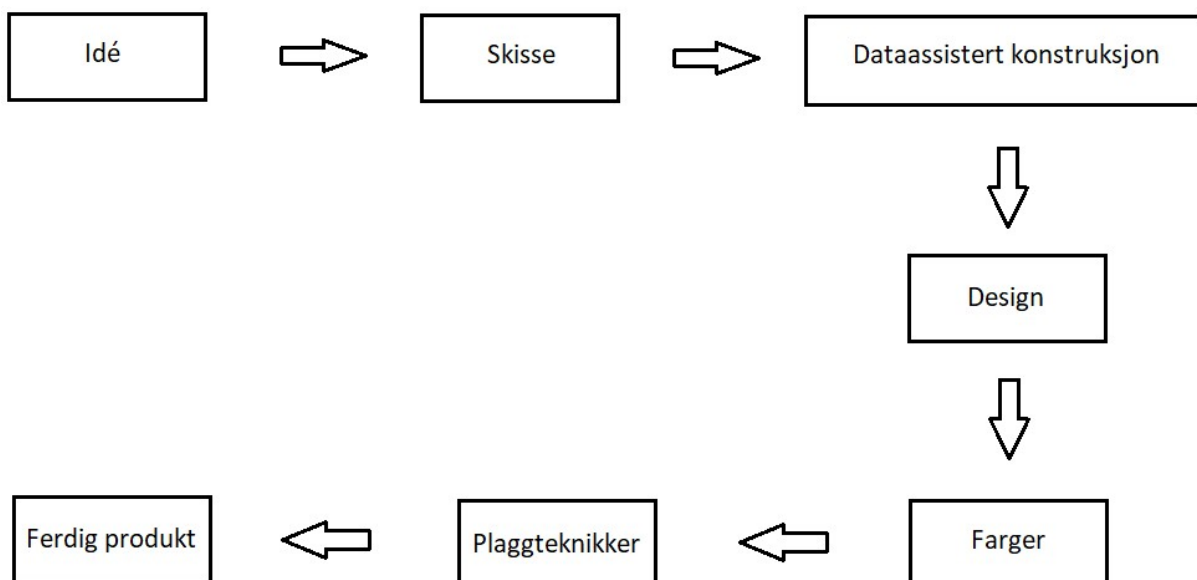
Figur 2.3 – Verdikjede



Kilde: Egenkomponert

En analyse av aktivitetene i verdikjeden viser at hovedaktivitetene består av "Logistikk inn" som handler om å skaffe materialene som trengs til å produsere klærne. Selve design og produksjonsprosessen er interessant å undersøke fordi disse prosessene er med på å generere fordelene Gymshark har opparbeidet seg, og som har ført til at selskapet kan ta markedsandeler i bransjen.

Figur 2.4 – Design og produksjonsprosess



Kilde: (Francis, 2017, youtube.com)



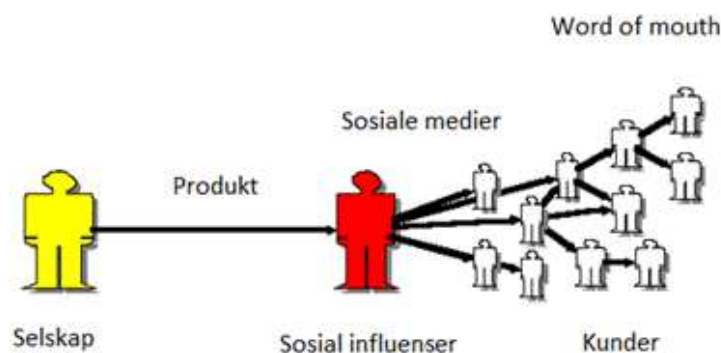
Proessen begynner med en idé som det blir laget en skisse av. Når skissen lages snakker designerteamet om hva de ønsker å gjøre, ideen med produktet, og ulike ideer rundt hvordan produktet skal se ut. De lager så en dataassistert konstruksjon av plagget, og diskuterer hvilke materialer, farger, mønstre detaljer som plagget skal ha. Det blir gjort en vurdering om hva som er moten i den aktuelle sesongen, hvilke farger som er trendy og hvordan plagget som blir konstruert vil passe inn i den aktuelle sesongen. Når dette er gjort bestemmes det endelige designet, og hvilke farger som skal brukes.

Planene sendes så til plaggteknikkere som lager det endelige produktet. Når produktet er ferdig laget blir det sendt til de ulike varelageret Gymshark har. Selskapet har utarbeidet et system og en rutine som gjør det enkelt å sende ut produktene som bestilles.

2.5.2 Influenser markedsføring

Det ble tidlig bestemt at Gymshark skulle markedsføre seg gjennom sosiale medier og influenser markedsføring. Figur 2.5 illustrerer hvordan markedsføringen virker.

Figur 2.5 – Influenser markedsføring



Kilde: Egenkomponert

Dette er et nytt markedsføringskonsept som Gymshark introduserte til sportsklær bransjen. Markedsføringen baserer seg på å rette fokus og oppmerksomhet mot viktige personer som kan påvirke andre. Selskapet identifiserer atleter,

og visjonærer med mange følgere på sosiale medier, og sponser dem med treningsklær. Disse individene bruker klærne de blir sponset med når de lager videoer, og tar bilder som de gir ut på sosiale medier. Ulike plattformer som blir brukt til å promotere klærne er facebook, twitter, pinterest, instagram og youtube. På denne måten får selskapet vist produktet sitt til et stort publikum som følger influenserne på sosiale medier. Videre sprer kundene informasjonen om produktene til kjente gjennom "word of mouth", og promoterer klærne selv når de tas i bruk under trening. Formålet med markedsføringen er å generere trafikk på nettsidene til selskapet hvor klærne blir solgt. Individene som blir sponset av Gymshark kan ikke inngå avtaler med andre selskaper som selger fitness eller gym klær. Fordelene med denne typen markedsføring er selskapet når ut til en stor kundemasse til en relativt lavt pris. Kostnadene ved denne typen markedsføring er mye lavere enn den tradisjonelle markedsføringen som konkurrentene i bransjen benytter seg av. I dag er det kun et selskap innen bransjen som utfordrer Gymshark på denne typen markedsføring, og det er Alphaelite. Selskapet ble opprettet i oktober 2017, og er per dags dato ikke en stor aktør i fitness segmentet. Gymshark bruker også andre strategier for å lokke til seg kunder. Nye kleskolleksjoner, ulike rabatter og diverse salgsdager blir brukt for å øke trafikken på nettsidene, og dermed øke salget.

2.6 Aksjonæroversikt og ledelse

Fra september 2016 ble Clade Group Limited 100% eier av Gymshark. Clade Group Limited eies av Ben Francis, Steven Hewit og Paul Richardson hvor Ben Francis sitter med kontroll over selskapet med en eierandel på 71%. Per definisjon er Gymshark et datterselskap eid av Clade Group Limited. Dette selskapet har ingen virksomhet, og har ingen annen funksjon annet enn å stå som eier av Gymshark. Siden Clade Group Limited står som 100% eier av Gymshark er det ingen minoritetsinteresser i selskapet.

Tabell 2.1 – Aksjonæroversikt

Aksjonær	Aksjeklasse	Antall aksjer	Eier prosent
Ben Francis	B	39	71%
Steven Hewitt	C	4	7%
Paul Richardson	C	12	22%
Sum		55	100%

Kilde: Egenkomponert

Både aksje klasse B og C gir rett til å stemme, og mota dividende.

Tabell 2.2 – Ledelse

Person	Stilling
Ben Francis	Chief Brand Officer
Steve Hewitt	Chief Executive Officer
Steph Green	Chief Commercial Officer
Dave Perry	Chief People Officer
Paul Richardson	Chief Strategic Officer
Richard Chapple	Non-Executive Director

Kilde: Egenkomponert

Ved oppstarten av selskapet var Ben Francis CEO for selskapet, men har gått over til Chief Brand Officer. Dette fordi selskapet etter hvert trengte ledelse fra noen som har erfaring med å drive store selskaper.

3. Bransjebeskrivelse

3.1 Bransjen

Selskaper som tilhører sportsklær, og tilbehørs bransjen selger hovedsakelig sportsklær i form av sportsjakker, treningsoverdeler, t-skjorter, singelet, treninggensere, treningsbukser, tights, undertøy, shorts, bher, sko og sokker. Med tilbehør menes, kapper, drikkeflasker, svettebånd,

og lignende produkter. Bransjen har dermed en tydelig avgrensing. Selskaper som XXL som har en stor produktportefølje innenfor sportsaktiviteter, og fritidsutstyr inkluderes ikke i bransjen. For å tilhøre sportsklær og tilbehørs bransjen må kjernevirksomheten bestå av å selge sportsklær, og tilbehør. Det kan argumenteres for at Gymshark tilhører fitnessklær bransjen siden selskapet designer og produserer fitnessklær som hovedsakelig brukes på treningssentre, men det virker fornuftig å plassere Gymshark i sportsklær og tilbehørs bransjen ettersom det å kun produsere og selge fitnessklær er et relativt nytt konsept i tillegg til at det er få aktører i markedet som bare lager og selger fitnessklær. Selskaper som Nike og Adidas har heller hoppet på trenden Gymshark startet, og har begynt å lage fitnessklær som er mer elastiske og som sitter bedre på kroppen.

Salget i bransjen skjer hovedsakelig gjennom retail, engroshandel og handel i butikk. I denne sammenheng er leie av lokaler svært viktig, og det er konkurranse om få å leie de beste lokalene. Selskapene i bransjen har diverse krav til kundetraffikk, kvadratmeter, demografi osv. De siste årene har det vært en vekst i netthandel i bransjen og aktørene i markedet har integrert denne form for salg i virksomheten sin. I denne sammenheng er det svært viktig at de teknologibaserte systemene som generer salg for selskapene fungerer skikkelig. Det blir mer og mer vanlig å kjøpe produkter gjennom nettbrett, datamaskiner og mobiler. Selskapene i bransjen må derfor utvikle brukervennlige apper og nettsider for å opprettholde sin posisjon og vekst i netthandelen.

3.2 Konkurransen

Bransjen er svært konkurranse utsatt på et globalt nivå. Det er flere internasjonale selskaper i markedet med en veldiversifisert produktportefølje. Eksempler på selskaper som tilhører bransjen er Adidas, Under Armor, Reebok, Craft, Puma og Nike. I tillegg til stor konkurranse om kundene, konkurrer selskapene om underleverandører, utvikling i teknologi, markedsføring, synlighet på sosiale medier, kundeservice osv. Dette utgjør store risikofaktorer for selskapene i bransjen. Fordi bransjen er trendutsatt er det viktig at selskapene holder følge og responderer på trendene i markedet samt skift i forbrukernes preferanser. Bransjen opplever også moderate fluktuasjoner i salgsvolum gjennom året pga av sesongvariasjoner. Historisk sett er salget høyest i første og siste kvartal. Selskapene i bransjen er også til en viss grad med på å påvirke preferansene til forbrukerne i markedet gjennom markedsføring. Det er svært vanlig at selskaper i bransjen signerer store navn og får dem til å bruke produktene sine.

Nike har for eksempel signert Kevin Durant som er en av verdens beste basketballspillere, og Cristiano Ronaldo. Kontraktene selskapene gir disse utøverne er svært kostbare.



Det er heller ikke uvanlig å ha kontrakter med ulike sportslag, landslag og arrangører for å markedsføre merkevaren og produktene. Promotering gjennom sosiale medier har også blitt mer og mer vanlig. Målet er å tiltrekke, og bygge et bånd til kunden. Ideelt sett ønsker selskapene at kundene skal indentifisere seg med deres produkter og merkevare. For å få til dette er det viktig at produktene selskapene selger er av kvalitet slik at kundene stoler på at produktet vil levere den ytelsen de forventer. Prisen på produktene må også være innenfor rimelighetens grenser. Dersom selskapene ikke klarer å opprettholde

merkevaren sin vil det skade selskapene og deres salg. Å opprettholde, og videreutvikle merkevaren avhenger av om selskapene klarer å holde følge med utviklingen i trender, forbruker preferanser, design, kvalitet, og markedsføring. Dette krever god teknisk innovasjon, og kvalitetskontroll i design og produksjonsprosess.

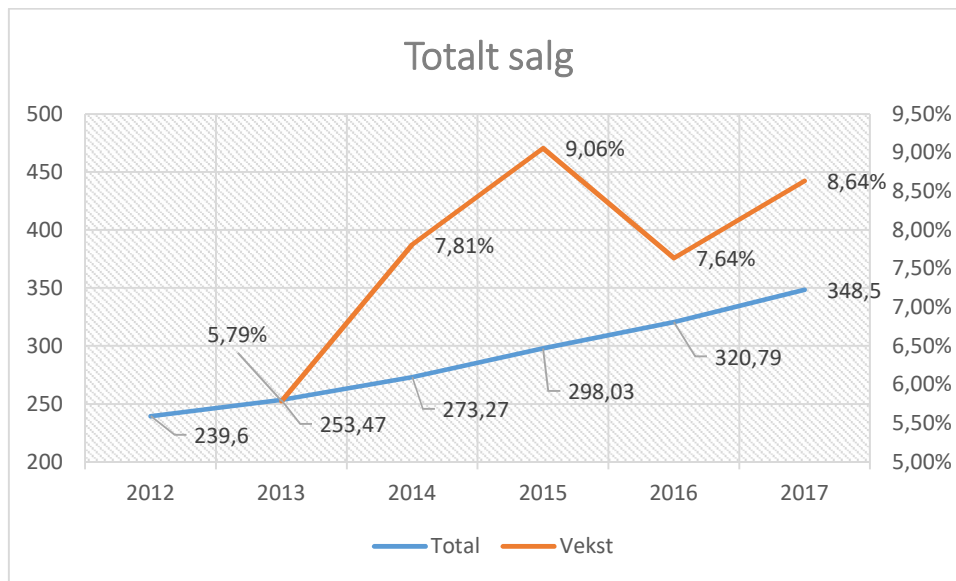
3.3 Globale effekter

Konjunkturer i økonomien kan ha effekt på selskapene, og deres resultat og finansielle situasjon. Redusert disponibel inntekt, og reduksjon i husholdningsutgifter kan gi mindre etterspørsel etter produktene i bransjen. Dette vil igjen føre til mindre bestillinger, og flere kansellerte bestillinger fra retailere i bransjen. Bransjen i seg selv er dermed i stor grad påvirket av hvordan retailbransjen gjør det. Dårligere tider vil også påvirke underleverandører som potensielt endre prisene på sine råvarematerialer. I dårlige tider kan leverandører og retailere komme i konkurssituasjon noe som kan ha en sterk negativ påvirkning på selskapene i bransjen. Selskapene i bransjen operer i ulike regioner og endring i valutakurser som følge av endringer i økonomien vil derfor også påvirke resultatet.

3.4 Salg, markedsandeler, geografiske markedet og produktkategorier i bransjen

Bain (2017, qz.com) skriver at 2016 ikke var et godt år for den globale kles- og skobransjen, som hadde en vekst på 3,8%. Det som reddet bransjen fra dårligere resultater var gode veksttall for sportsklær- og tilbehørsbransjen.

Figur 3.1 – Totalt Netto salg i sportsklær bransjen (I milliarder dollar)



Kilde: (2018, statista.com)

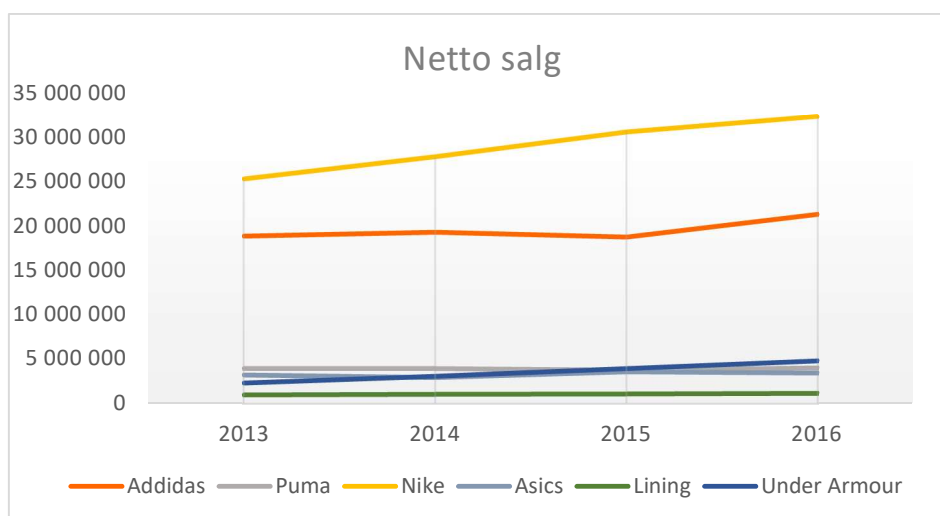
I perioden 2012-2017 hadde bransjen en økende omsetning, og positiv vekst. I og med at det bare har kommet årsrapporter fra Gymshark opptil år 2016 velges det å fokusere på dette året. I 2016 omsatte bransjen for 320,79 milliarder, og hadde en vekst på 7,64%.

Betydelige aktører i bransjen er Adidas, Puma, Nike, Asics, Lining og Under Armour.

Selskapene selger hovedsakelig sportsklær og tilbehør i Nord Amerika, Europa og Asia.

Figur 3.2 viser netto salget for disse selskapene

Figur 3.2 – Netto salg (I tusen dollar)

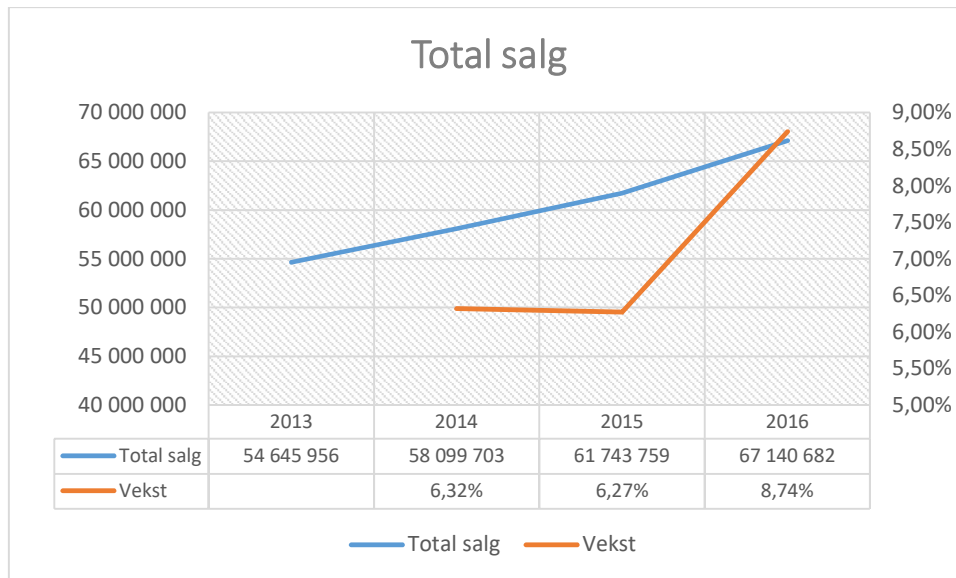


Kilde: Egenkomponert

Figur 3.2 viser at Nike og Adidas er de største aktørene i bransjen. Puma, Asics, og Under

Armour ligger i mellomsjiktet mens Lining er den minste aktøren i bransjen av disse selskapene. Figuren viser at bransjen totalt sett var i vekst i perioden 2013-2016.

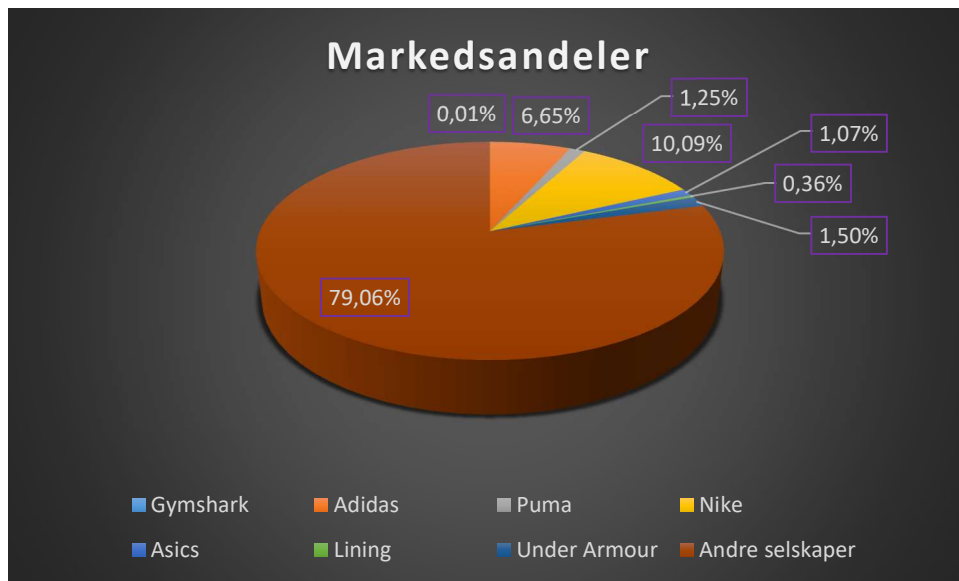
Figur 3.3 – Samlet salg og vekst for de største aktørene i markedet (I tusen dollar)



Kilde: Egenkomponert

Samlet salg i bransjen var i 2016 rundt 67 milliarder dollar, og de største aktørene i bransjen opplevde en samlet vekst på 8,74%. Gjennomsnittsveksten for bransjen var 7,11% i denne perioden. Goedhart, Koller og Wessels (2015, s.131) skriver at i perioden 2007-2013 hadde tekstil, kles, og luksusvare bransjen en median på 5% når det kom til vekst i salgsinntekter. Veksttallene for bransjen tas med i betraktning når veksten i terminalperioden skal bestemmes.

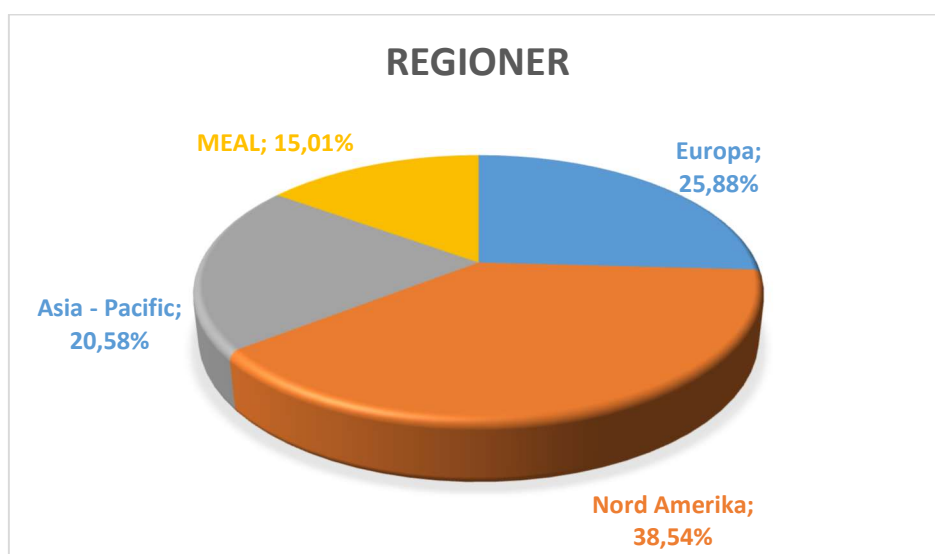
Figur 3.4 – Markedsandeler 2016 for de største aktørene i bransjen



Kilde: Egenkomponert

Nike hadde i 2016 en markedsandel på 10,09% mens Adidas som er den nest største aktøren hadde en markeds andel på 6,65%. Gymshark er en relativ liten aktør i markedet og holder en markedsandel på 0,01% i 2016. Selv om Nike er den største aktøren i bransjen finnes det ikke et selskap i bransjen som virkelig dominerer og tar veldig store markedsandeler. Dette er en indikasjon på at konkurranseintensiteten i bransjen er stor.

Figur 3.5 – Selskapenes netto salg i 2016 etter ulike regioner

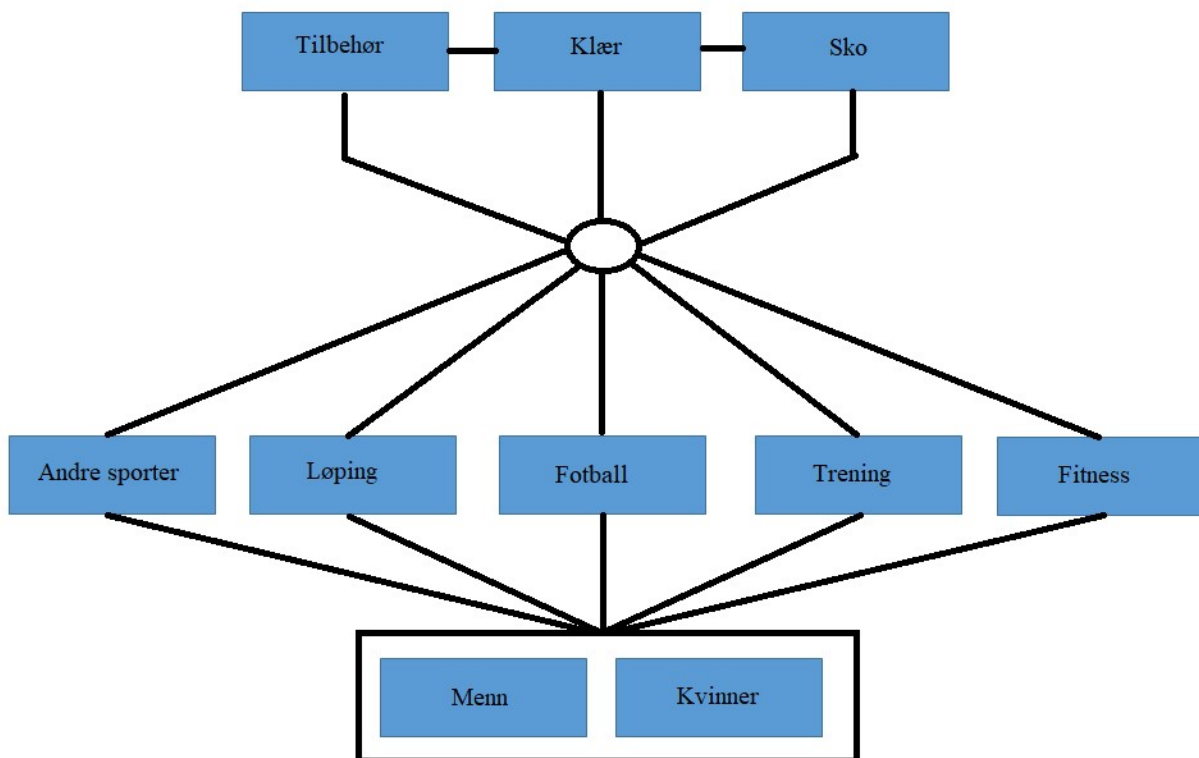


Kilde: Egenkomponert

Det er naturlig å dele inn markedet for sportsklær og tilbehørsbransjen inn i ulike regioner. Figur 3.3 viser at 38,54% av salget for de ulike aktørene i bransjen skjer i Nord Amerika. Nord Amerika består av landene USA og Canada. Europa er det nest største markedet hvor 25,88% av salget foregitt. Regionen består av land i vest Europa, Russland og andre europeiske markeder. Regionen Asia–Pacific har 20,58% av salget og består hovedsakelig av landene Japan og China. Gruppen "Meal "består av land fra Midtøsten, Afrika og latin amerikanske land. Kombinert skjer 15,01% av salget i markedet i disse regionene. For Gymshark er de viktigste regionene Nord Amerika og Europa.

Figur 3.6 – Segmenter og produktkategori

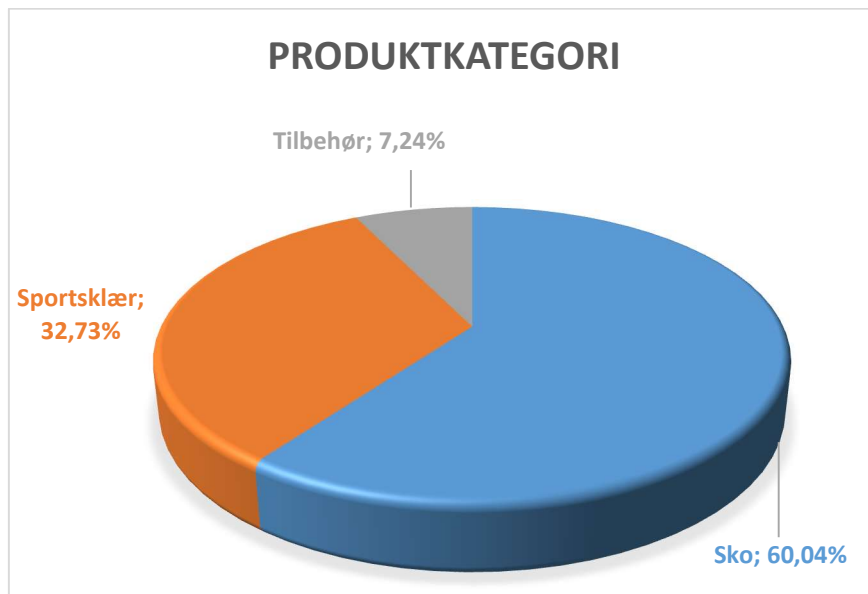
Hos de ulike selskapene i bransjen er det naturlig å dele inn markedet i tre segmenter; Tilbehør, klær og sko.



Kilde: Egenkomponert

Videre blir produktene rettet mot spesifikke aktiviteter som vist i figur 3.6, og produktene blir laget for kvinner og menn.

Figur 3.7 – Andel av netto salg etter produktkategori



Kilde: Egenkomponert

Dersom det totale salget til Nike, Puma, Adidas og Under Armour adderes viser det seg at skosegmentet generer mest salgsinntekter i gjennomsnitt for selskapene, og står for 60,04% av de totale salgsinntektene. Sportsklærne selskapene selger utgjør 32,73% av salgsinntektene, mens tilbehør utgjør 7,24% av salgsinntektene. I oppgaven er det blitt utarbeidet et bransjeregnskapet som inneholder resultatene til Nike, Puma, Adidas og Under Armour. Figur 3.7 viser at kjernevirksomheten til selskapene som inngår i bransjeregnskapet i stor grad dreiser seg om å selge og produsere sko. Siden Gymshark ikke selger sko betyr dette at selskapet tilhører en heterogen bransje hvor kjernevirksomheten er noe ulik mellom selskapene som befinner seg i bransjen. Dette får konsekvenser for vurderingene som gjøres senere i oppgaven.

3.5 Oppsummering

Kort oppsummert virker utsiktene for bransjen gode. Samlet sett har bransjen opplevd vekst i netto salg i perioden 2012 – 2016. Nike og Adidas er de største aktørene i bransjen mens Gymshark er en veldig liten aktør sammenlignet med disse selskapene. Den Nord Amerikanske regionen er det geografiske segmentet som har mest salg. Gymshark frakter allerede klær til Usa, og har gode utsikter for å styrke merkevaren sin og ta større markedsandeler i denne regionen. Figur 3.7 viste at det er salg av sko som utgjør mesteparten av salget for de store aktørene i bransjen, og selskapene som er tatt med i bransjeregnskapet. I

og med at sko er en så viktig del av inntektsgrunnlaget til de store selskapene i bransjen, er det forventet at Gymshark vil utvikle sine egne sportssko i framtiden. Dette er en ypperlige måte å penetrere nye markeder, og ta nye markedsandeler når Gymshark først har etablert sin merkevare. Ved å selge sko kan en også bevege seg noe utenfor fitnesssegmentet som er segmentet Gymshark opererer i. Gymshark har med det gode muligheter for utvidelse, og å opprettholde høy vekst i årene fremover.

4. Metode

For å undersøke en sak eller en problemstilling må det tas i bruk en eller flere metoder. Metoden er framgangsmåten som tas i bruk for å undersøke saken eller problemstillingen. I oppgaven er kvalitativ og kvantitativ tatt i bruk. Metodene gir en systematisk fremgangsmåte for hvordan dataene som er samlet inn skal organiseres og kartlegges samt hvordan informasjonen burde formidles. Formålet er å vise til en analyse med lite til ingen målefeil samt vise til resultater som er av høy validitet og reliabilitet. Helland, Knapskog og Østbye (2007, s.25) skriver at validitet omhandler gyldighet (eller troverdighet eller bekreft barhet), og det dreier seg først og fremst om relevansen av data og analyse i forhold til problemstillingen. Enkelt sagt dreier validitet betyr validitet å måle det en sikter mot å måle. Undersøkelsen og resultatene bør også ha reliabilitet. Helland, Knapskog og Østbye (2007, s.26) skriver at reliabilitet betyr pålitelighet og gjelder kvaliteten i innsamlingen, bearbeidingen og analyse av dataen. I regnskapsanalyse og verdsettelses sammenheng blir resultatet, balansen og kontantstrømmen justert og omgruppert nettopp for å gi analysen høyere validitet og relabilitet. Dette fører til rentabilitetstall og andre forholdstall med mindre, eller ingen målefeil i analysen, og med det kan korrekt strategisk fordel framskrives. Dette gjør koblingen mellom strategi og tallene i framtidsregnskapet klarere fordi støy, og systematiske målefeil fjernes fra analysen.

4.1 Kvantitativ metode

Fangen og Sellerberg (2011, s.72) skriver at kvantitativ metode kommer av å kvantifisere, det vil si å tallfeste. Styrken ved kvantitativ metode er at det går an å utale seg om hvor utbredt et fenomen er, og om utbredelsen av fenomenet varierer mellom ulike tilfeller. Ved kvantitativ metode skilles det mellom to hovedformer for datakilder. Primærdata, og sekundærdata. Fangen og Sellerberg (2011, s.76) skriver at primærdata er data som forskeren eller studenten selv samler inn til den aktuelle undersøkelsen. Fangen og Sellerberg (2011, s.77) skriver også

at sekundærdata er data som eksisterer forut for undersøkelsen. I oppgaven er det utelukkende sekundærdata som har blitt brukt.

4.2 Kvalitativ metode

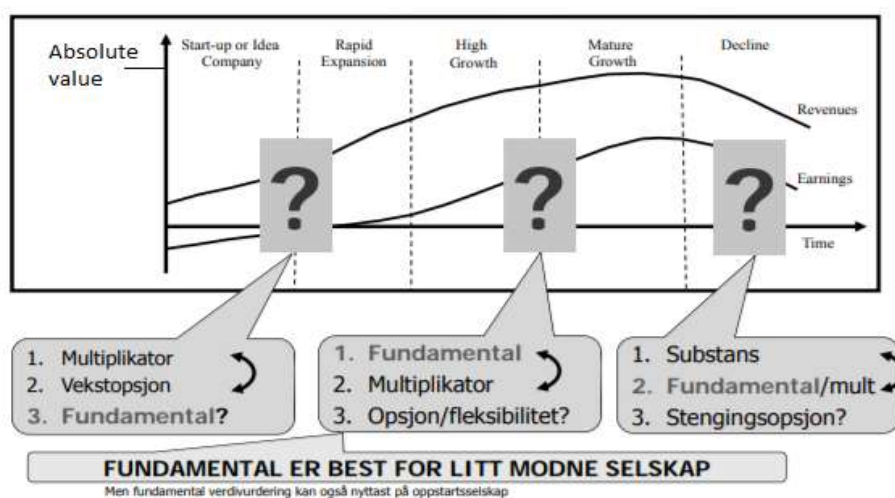
Huberman og Miles (1994, s. 1) skriver at Kvalitativ data er vanligvis i form av ord istedenfor tall. Kvalitativ analyse viser hvilke hendelser som leder til ulike konsekvenser, og ut i fra dette kan fornuftige forklaringer utledes. I oppgaven er kvalitativ analyse brukt for å analysere og evaluere Gymshark sin strategiske posisjon. Resultatene fra de kvalitative og den kvantitative analysene er brukt til å underbygge og forklare resultatene som årsregnskapene til Gymshark, og bransjeregnskapet viser. Undersøkelsene brukes også til å forklare utviklingen i framtidsregnskapet som er utarbeidet for Gymshark i forbindelse med verdsettelsen.

5. Teori

5.1 Fundamental analyse

Fundamental analyse omhandler temaene strategiskregnskapsanalyse, utarbeiding av framtidsregnskap, framtidskrav og verdsettelse. Penman (2013, s.84) skriver at ved fundamental analyse brukes strategisk analyse til å skaffe informasjon om bransjen og selskapet. Informasjonen brukes så til å utarbeide et framtidsregnskap hvor gevinsten eller "payoffen" til selskapet blir framskrevet. I oppgaven er fundamental verdsettelse metoden som brukes til å estimere egenkapital verdien til Gymshark. Hvorvidt fundamental analyse er den beste metoden til å estimere egenkapitalverdien til Gymshark er ikke helt klart.

Figur 5.1 – Verdsettelsesmetoder



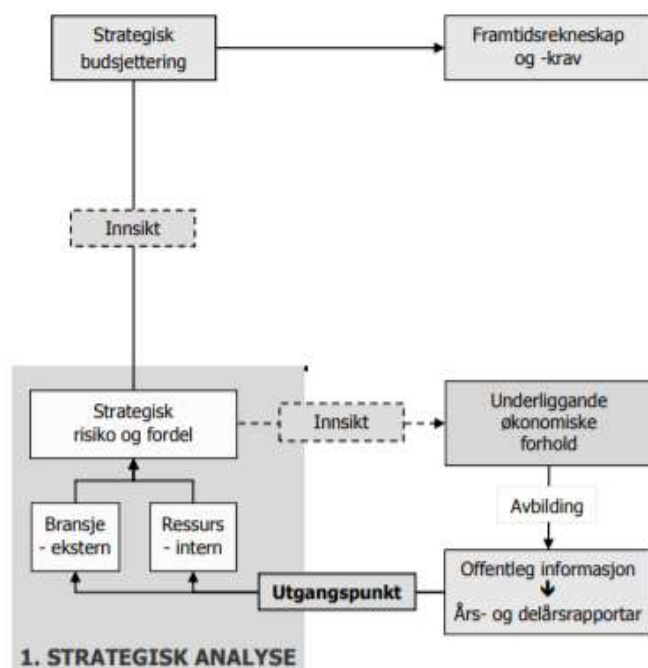
Kilde: (Knivsflå, 2018, course.nhh.no)

Det virker fornuftig å tenke at Gymshark er i en periode med "rapid expansion" eventuelt så er de i en periode med "high growth" eller kanskje et sted imellom. Fundamental analyse er ikke den beste metoden å bruke når et selskap er i oppstartsfasen. Denne fasen er Gymshark ferdig med, men det er fremdeles noen utfordringer ved bruk av fundamental analyse når selskapet er inne i en periode med stor ekspansjon. Dette fordi når framtidsregnskapet framskrives kan det ikke legges like stor vekt på trendene i det det normaliserte historiske regnskapet. Det er vanskelig å predikere hvor høy vekst selskapet kommer til å oppleve samt utviklingen ulike budsjett drivere kommer til å ha. Fundamentalverdsettelse blir uansett valgt som metode i denne oppgaven hvor utviklingen i ulike budsjett drivere baseres på den strategiske analysen som blir utført. Oppgaven vil også ta for seg den komparative verdsettelsesmetoden, og det vil bli diskutert om denne metoden er egnet for å verdsette Gymshark.

5.2 Strategisk analyse

Formålet med en strategisk analyse er å få innsikt i underliggende økonomiske forhold som driver, og forklarer de regnskapsmessige resultatene til selskapet en undersøker.

Figur 5.2 – Strategisk analyse



Knivsflå (2018, course.nhh.no) skriver at strategisk analyse er en kvalitativ analyse som gir innsikt som er nyttig for å vurdere kvaliteten på den kvantitative regnskapsanalysen. Utgangspunktet for den strategiske analysen er offentlig informasjon som er tilgjengelig. Årsrapporter, økonomiske rapporter og analyser om fremtiden vil bli brukt til å danne seg et helhetlig bilde av bransjen selskapet er en del av samt de interne ressursene Gymshark har.

Kilde: (Knivsflå, 2018, course.nhh.no)

Analysen avdekker årsaker til strategiske fordeler og risiko som igjen gir innsikt om de underliggende økonomiske forholdene. Ved å avdekke disse forholdene kan det dannes et bilde av selskapets strategiske posisjon, og med det selskapets evne til å generere en strategisk fordel. I en kvantitativ analyse måles strategisk fordel i form av superrentabilitet til eierne. Et selskap har superrentabilitet, eller en strategisk eierfordel dersom egenkapitalrentabiliteten er større enn egenkapitalkravet.

$Ekr - Ekk > 0$ hvor $Ekr = \text{Egenkapitalrentabilitet}$, og $Ekk = \text{Egenkapitalkrav}$.

Egenkapitalrentabiliteten blir påvirket av ulike faktorer. Risikofaktorer er faktorer som skaper svingninger i den strategiske eierfordelen. Det kan være knyttet risiko til eksterne faktorer som for eksempel veksten i verdensøkonomien, og det kan også være risiko knyttet til de interne ressursene i selskapet.

For å avdekke de strategiske risikofaktorene, og fordelene utføres det en ekstern bransjeorientert analyse samt en intern ressursorientert analyse. I oppgaven bruker en Pest-analyse samt en porter-analyse for å avdekke bransjefordeler og ulike risikofaktorer knyttet til bransjen. Pest-analysen tar for seg ulike makrofaktorer som påvirker bransjen, mens porter-analysen redegjør for konkurranseforholdene innad i bransjen. Det eksisterer en bransjeorientert fordel dersom

$Ndr_B - Ndk_B > 0$, hvor $Ndr_B = \text{Netto driftsrentabilitet i bransjen}$, og

$Ndk_B = \text{Netto driftskrav i bransjen}$.

Bransjefordelen stammer fra forhold som er felles for alle selskapene i bransjen, og øker eller minker basert på om muligheter eller trusler i bransjen realiseres.

Ved den ressursorienterte analysen kartlegges ressursene selskapet har, og det vil komme fram om Gymshark har ressurser som andre selskaper i bransjen ikke har. Dette er med på å forklare om selskapet har en ressursfordel som er tilfelle hvis

$Ndr - Ndr_B > 0$, hvor $Ndr = \text{Netto driftsrentabilitet}$.

For å avdekke hvilke ressurser Gymshark har, og om disse gir ressursfordeler vil det bli utført en vrío-analyse. Den strategiske ressursfordelen blir så oppsummert i en dupont-analyse. Til slutt vil den strategiske analysen bli oppsummert i en swot-analyse. Funnene i den strategiske analysen burde være konsistente og samkjørte med det tallene i årsrapportene til Gymshark viser.

5.3 Omgruppering, justering og normalisering av regnskapet

I regnskapsføringsfag blir man kjent med utsagnet: "Regnskapet skal gi relevant og troverdig informasjon". Når det kommer til regnskapsanalyse og verdsettelse er det en faglig enighet om at resultatet og balansen ofte ikke gir informasjonen som trengs til å kunne foreta en analyse uten at regnskapet må ryddes opp i først. Kreativ balanseføring, og manglende balanseføring for eksempel skaper ulike målefeil i regnskapsanalysen. Hensikten med å omgruppere og justere regnskapet er å skreddersy regnskapsoppstillingene for analyse. I oppgaven blir resultatet omgruppert for kreditororientert, og investororientert regnskapsanalyse. Det er to primære grunner til at man omgrupper regnskapet. Den ene grunnen er for å danne et mer riktig bilde av lønnsomheten til kjernevirksomheten i selskapet. Dette gjøres ved å fjerne unormale inntekter og kostnader fra driftsresultatet. Inntekter og kostnader som egentlig burde bli plassert i finansinntekter eller finanskostnader vil også bli fjernet fra driftsregnskapet. Generelt er det kjernevirksomheten som står for den primære verdiskapningen i et selskap og derfor fokuseres det på å regne rentabilitetstall som reflekterer lønnsomheten til kjernevirksomheten. Det oppnås bedre innsikt i underliggende økonomiske forhold ved å skille mellom drift, og finans samt skille mellom normale og unormale poster. Den andre årsaken til omgruppering og justering av finansregnskapene er for å fjerne støy, og systematiske målefeil i regnskapet slik at disse målefeilene ikke blir framskrevet i framtidsregnskapet. Det skal sies at det rent teoretisk er mulig å lage en prognose med målefeil som gir et korrekt estimat på egenkapitalen, men da må målefeilen tas hensyn til og være bygd inn i framtidsregnskapet. Ved justering og omgruppering blir resultatet, balansen og kontantstrømoppstillingen omgruppert slik at de bedre kan brukes for analyseformål og verdsettelse.

5.3.1 Resultatet

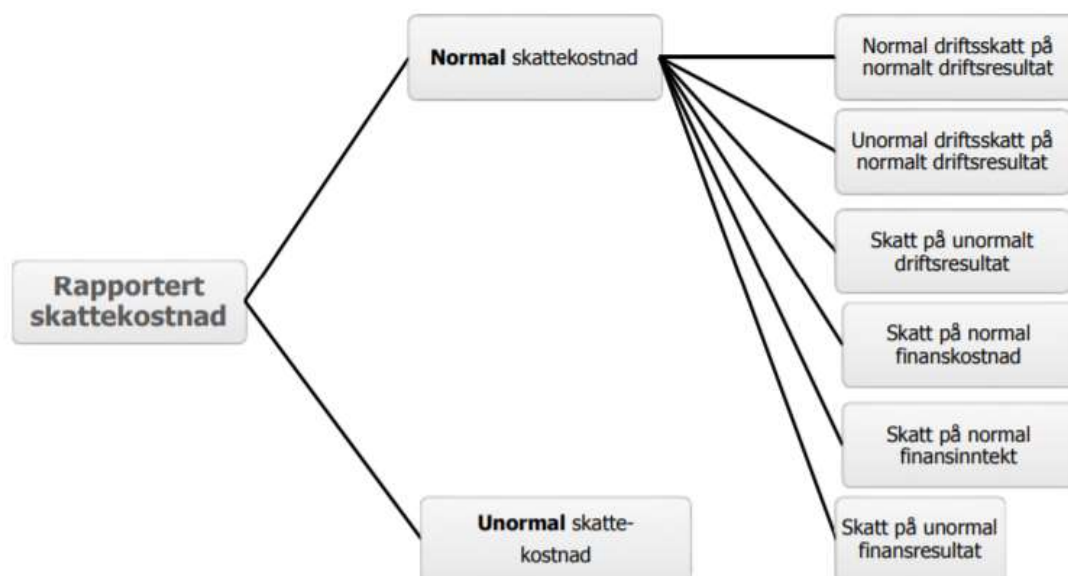
Figur 5.3 – Omgruppert resultatregnskap

		SYMBOL	
	Driftsinntekter	DI	V E R D I S K A P I N G
-	Driftskostnader	DK	
=	Driftsresultat i eiga verksemd	DR	
-	Driftsrelatert skatt i eiga verksemd	DSK = ndss · DR	
=	Netto driftsresultat i eiga verksemd	NDRE	
+	Nettoresultat frå driftstilkytte verksemd	RTS	
=	Netto driftsresultat	NDR	
+	Netto finansinntekt	NFI = (1-fiss) · FI	
=	Nettoresultat til sysselsett kapital	NRS	
-	Netto finanskostnad	NFK = (1-sss) · FK	
-	Netto minoritetsresultat	NMR	
=	Nettoresultat til egenkapital	NRE	
+	Unormalt netto driftsresultat	UNDR	
+	Unormalt netto finansresultat	UNFR	
=	Fullstendig nettoresultat til egenkapital	FNR	
-	Netto betalt utbyte	NBU	
=	Endring i egenkapital	ΔEK	

Kilde: (Knivsflå, 2018, course.nhh.no)

Se vedlegg 1 for å se det omgrupperte resultatregnskapet til Gymshark. Det er flere ting som er noe unormalt når det kommer til å omgruppere resultatet ved denne metoden. For det første er den rapporterte skattekostnaden rapportert på flere linjer.

Figur 5.4 – Rapportert skattekostnad



Kilde: (Knivsflå, 2018, course.nhh.no)

Normal driftsskatt på normalt driftsresultat utgjør den største skatteposten og blir regnet på følgende måte:

Figur 5.5 – Driftsskattesats

$$dss = \frac{NRS - (2/3) \cdot sss \cdot (FI + UFR) + sss \cdot FK}{DR + UDR}$$

→ **FØRESETNAD**

FI og UFR inneheld ei blanding av skattefrie og skattepliktig finansinntekt og -resultat – **1/3 skattefrie og 2/3 skattepliktig.**

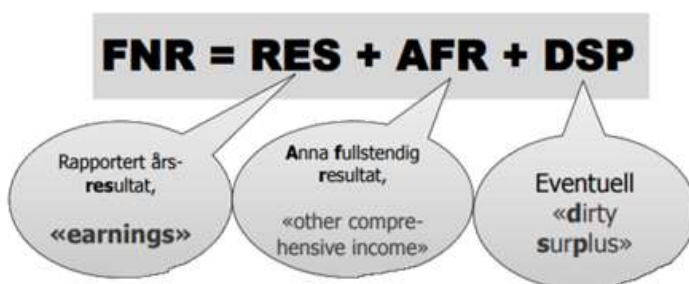
- NSR = rapporterte skattekostnad (SK) - unormal skattekostnad (USK),
- FI = normale finansinntekter har **normal skattesats fiss**
- UFR = unormalt finansresultat (= UFI - UFK) har **skattesats ufrss**
- FK = normale finanskostnader har **normal skattesats fkss**
- DR = normalt driftsresultat (= DI - DK)
- UDR = unormalt driftsresultat (= UDI - UDK)

- Dss = Driftsskattesats
- Ndss = Normal driftsskattesats
- Fiss = Effektiv finansskattesats
- Sss = Selskapsskattesats
- Fiss = (2/3) * Sss
- Ndss = Gjennomsnitt(Dss) eller Median(Dss)
Velger mest fornuftige av de to

Kilde: (Knivsflå, 2018, course.nhh.no)

Se vedlegg 2 for fordelingen av skattekostnaden til Gymshark, og se vedlegg 3 for skattesatser brukt i oppgaven. Videre viser figur 5.3 at fullstendig netto resultat til egenkapitalen tas med i resultatsoppstillingen. Fullstendig netto resultat til egenkapitalen kan uttrykkes slik:

Figur 5.6 – Fullstendig netto resultat til egenkapitalen



Kilde: (Knivsflå, 2018, course.nhh.no)

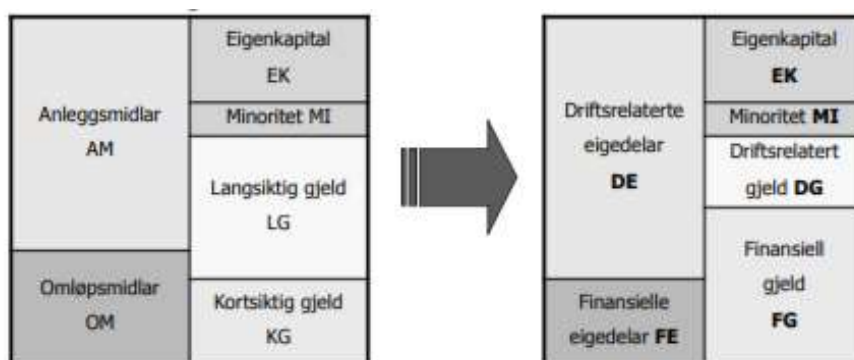
Gymshark hadde ikke rapportert noe "annet ufullstendig resultat" eller "dirty surplus" i sitt Regnskapet. Dirty surplus er justeringer eller kostnader som blir først direkte mot

egenkapitalen, og vises derfor ikke i årsresultatet. Endring i egenkapital som vist i figur 5.3, finnes ved å trekke fra netto utbytte fra netto resultatet til egenkapitalen. Netto utbytte består av utbytte som er utbetalt samt netto kapitalinnskudd i selskapet. Fordelen med å ta med disse elementene i resultatsoppstillingen er at det er lettere å endringen i egenkapital for hvert år. Det er vesentlig å finne ut om selskapet bygger opp egenkapitalen sin eller om egenkapitalen reduseres. Unormale poster blitt fjernet fra det normaliserte driftsresultatet og lagt inn i unormale driftsinntekter som vist i figur 5.3. Det samme har blitt gjort for finansielle kostnader og finansielle inntekter. Det kan også nevnes at rentekostnaden forbundet med operasjonelle leiekostnader har blitt tatt ut av driftsresultatet, og lagt inn i finansielle kostnader.

5.3.2 Balanse

Totalbalansen etter IFRS, og UK GAAP er i utgangspunktet en mer kreditororientert balanse og bør derfor omgrupperes med tanke på investororientert analyse. Dette er spesielt viktig med tanke på lønnsomhetsanalysen som skal gjennomføres i oppgaven. Her fokuseres det på å skille operasjonelle eiendeler fra finansielle eiendeler. Dette gjøres fordi det er de operasjonelle eiendelene som står bak den primære verdiskapningen i selskapet. Det skilles også mellom driftsrelatert og finansiell gjeld.

Figur 5.7 – Omgruppert balanse

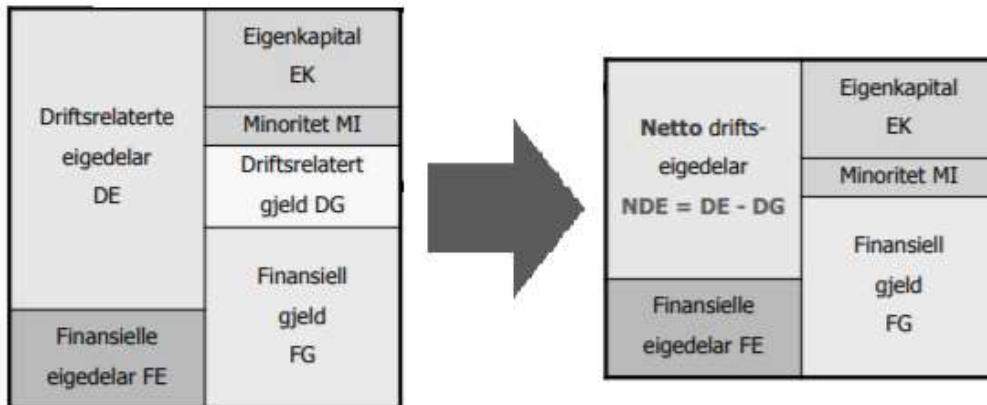


Kilde: (Knivsflå, 2018, course.nhh.no)

Som nevnt i kapittel to har ikke Gymshark minoritetsinteresser i selskapet. Videre flyttes driftsrelatert gjeld over til venstre siden av balansen slik at det kommes fram til et estimat på netto driftsrelaterte eiendeler som vist i figur 5.8. Finansielle eiendeler er eiendeler som ikke

inngår i kjernevirksomheten til selskapet. Dette er i teorien eiendeler selskapet kan selge uten at det påvirker driften.

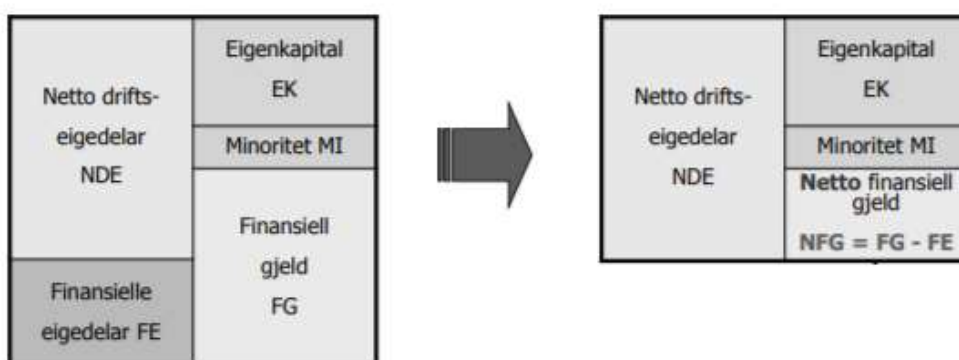
Figur 5.8 – Omgruppert balanse, sysselsatt kapital



Kilde: (Knivsflå, 2018, course.nhh.no)

Netto driftseiendeler brukes senere i oppgaven til å regne netto driftsrentabilitet og netto driftskravet. Sysselsatte eiendeler er summen av de driftsrelaterte og finansielle eiendelene. Denne er naturligvis lik sysselsatt kapital. Balansen blir også omgruppert for å komme fram til verdien av netto finansiell gjeld som vist i figur 5.9. Dette gjøres blant annet for å kunne vekte avkastningskravet, men også for å se hvor mye finansiell gjeld selskapet sitter igjen med etter at de finansielle eiendelene er trukket fra.

Figur 5.9 – Omgruppert balanse fra sysselsatt kapital til netto drift



Kilde: (Knivsflå, 2018, course.nhh.no)

Det har også blitt ryddet opp i ulike poster i balansen. Underposter som har tilhørt feil hovedpost har blitt flyttet til de riktige hovedpostene hvor de hører hjemme. Se vedlegg 4, og 5 for en enkel og en detaljert omgruppert og justert balanse. For investororientert analyse har

de operasjonelle leiekostnader, markedsføringskostnader og F&U utgifter blitt kapitalisert, og lagt inn i balansen. Disse er lagt inn i posten " Netto leie, markedsføring og F&U ". " Netto " betegnelsen betyr at utsatt skatt som kommer av disse postene er blitt trukket fra. Siden Gymshark ikke er i "steady state ", men er inne i en periode med stor ekspansjon vil denne posten øke i verdi.

5.3.3 Justert fri kontantstrøm

Kontantstrømoppstillingen etter IFRS, og UK GAAP er i utgangspunktet mest kreditororientert. Dette fordi det fokuseres på endringen i kontantekvivalenter og med det oppbygging av likviditet. I oppgaven skal den justerte kontantstrømmen først og fremst brukes til verdsettelse, men den skal også bruke den til å regne ut forholdstall i likviditetsanalysen. Ved justering kontantstrømmen gjøres den mer investororientert.

Figur 5.10 – Justert kontantstrøm

	SYMBOL
Netto driftsresultat	NDR
+ Unormalt netto driftsresultat	UNDR
- Endring i netto driftseigedelar	ΔNDE
= Fri kontantstrøm frå drift	FKD
+ Netto finansinntekt	NFI
+ Unormal netto finansinntekt	UNFR
- Endring i finansielle eigedelar	ΔFE
= Fri kontantstrøm til sysselsett kapital	FKS
- Netto finanskostnad	NFK
+ Endring i finansiell gjeld	ΔFG
- Netto minoritetsresultat	NMR
- Unormalt netto minoritetsresultat	UNMR
+ Endring i minoritetsinteresser	ΔMI
= Fri kontantstrøm til egenkapital	FKE

Kilde: (Knivsflå, 2018, course.nhh.no)

Se vedlegg 6 for den justerte kontantstrømmen til Gymshark. Et viktig poeng er at fri kontantstrøm til egenkapital skal være lik netto betalt utbytte vist i resultatsoppstillingen. I og med at det har blitt kapitalisert økende operasjonelle leie kostnader, markedsføringskostnader og F&U utgifter blir ikke fri kontantstrøm til egenkapitalen lik netto betalt utbytte. Dette er en svakhet ved metoden som er brukt i oppgaven fordi den forutsetter at de luftige verdiene som

legges inn i balansen hvert år er like. Normalt sett legges det inn en gjennomsnittsverdi som er konstant eller lik i alle år. Dette kan derimot bare gjøres når et selskap er i "steady state " hvor utgiftene til disse postene leie kostnader, markedsføringskostnader og F&U utgifter er lik avskrivningene til disse postene når de har blitt kapitalisert, og tatt inn i balansen. Siden kontantstrømmen til egenkapitalen ikke er lik netto betalt utbytte har det blitt inn en justeringspost for å vise at kontantstrømmen går opp slik den skal. Se vedlegg 19 for den justerte kontantstrømmen til framtidsregnskapet.

Når det senere i oppgaven skal gjøres en likviditetsanalyse, og en kredittvurdering velges det å holde de luftige verdiene utenfor balansen ved utretning av de ulike nøkkeltallene. Grunnen til at verdiene ikke blir tatt med i balansen er fordi de trolig vil forsvinne i en finansiell krise, og de har derfor ingen likvideringsverdi. I oppgaven er det blitt vektlagt å være konsistent slik at alle de luftige verdiene er blitt holdt utenfor selv om faglitteratur sier at det er greit å holde den kapitaliserte leien i balansen ved kreditororientert analyse. Dette er et noe omstridt valg, men det prioriteres å være konsistent. For netto driftsrentabiliteten som regnes basert på resultatet i soliditetsanalysen velges det å ta med luftige verdier i netto driftseiendelene fordi dette gir et bedre mål på lønnsomheten til kjernevirksomheten. Poenget vil komme klare fram i kapittel 7 hvor det blir klart at netto driftsrentabiliteten til Gymshark er blåst opp når de luftige verdiene ikke tas inn i balansen.

I oppgaven er det som nevnt tidligere blitt laget et bransjeregnskap som inneholder selskapene Nike, Adidas, Under Armour og Puma. Gymshark ble ikke inkludert i bransjeregnskapet da selskapet er så lite at det ikke ville påvirket bransjeregnskapet. I forbindelse med bransjeregnskapet er det også blitt utarbeidet et omgruppert, justert og normalisert resultat samt en omgruppert balanse. Det har ikke blitt laget en justert kontantstrøm til bransjeregnskapet da en ikke trenger denne for analysen. Se vedlegg 7, og 8 for det omgrupperte resultatet og balansen til bransjeregnskapet. Bransjeregnskapet vil bli brukt som sammenlignings grunnlag i den strategiske lønnsomhetsanalysen og ved likviditetsanalysen.

5.4 Lønnsomhetsanalyse og strategisk lønnsomhetsanalyse

I og med at verdiskapningen i et selskap hovedsakelig skjer gjennom kjernevirksomheten rettes det et fokus mot lønnsomheten til eiendelene som inngår i kjernevirksomheten. Ved hjelp av netto driftsresultatet og netto driftseiendelene kan netto driftsrentabiliteten til Gymshark regnes ut. Netto driftsrentabiliteten er netto avkastning på netto investeringer som er gjort i kjernevirksomheten, og kan uttrykkes slik:

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftresultat}}{\text{Netto driftseiendeler}}$$

Netto driftsrentabiliteten til Gymshark vil bli sammenlignet med netto driftsrentabiliteten til bransjeregnskapet samt netto driftskravet til virksomheten. Det vil også bli kommentert på utviklingen i netto driftsrentabiliteten over tid, og utviklingen vil bli koblet med funnene i den strategiske analysen. Netto driftsrentabiliteten kan deles inn i omløpshastigheten til netto drifts eiendeler og netto driftsmargin.

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Salgsinntekter}}{\text{Netto driftseiendeler}} * \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Salgsinntekter}}$$

\nearrow
 \nwarrow

Onde = Omløpshastighet netto
NDR = Netto driftsresultat

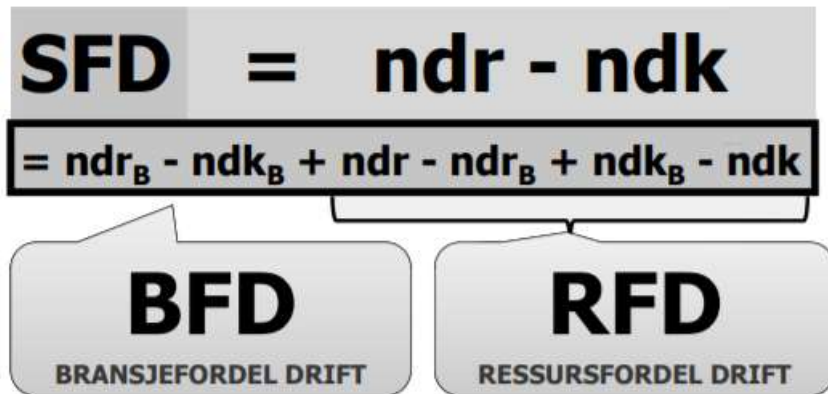
Netto driftsmarginen viser salgsinntekt- og kostnadsrelasjonen og uttrykker marginen selskapet har. Netto driftsmarginen til Gymshark vil bli undersøkt ved bruk av en common-size-analyse. Omløpshastigheten til netto driftseiendelene kan også uttrykkes slik:

$$\text{Omløpshastighet} = \frac{\text{Driftsinntekter}}{\text{Enheter solgt}} * \frac{\text{Enheter solgt}}{\text{Netto driftseiendeler}} = \text{Arpu} * \text{Effektivitet},$$

hvor Arpu står for "average revenue per unit" som er gjennomsnittsprisen til produktene et selskap selger. Effektiviteten til et selskap handler om hvor mange enheter et selskap får solgt relativt sett til netto driftseiendelene selskapet har. I og med at det er regnskapet til Gymshark fram til 2016 som har blitt analysert har det vært vanskelig å estimere en gjennomsnittspris for produktene Gymshark solgte i disse årene. Det ble heller ikke gitt ut noe informasjon om hvor mange enheter som ble solgt i årsrapportene til Gymshark i de ulike årene. Det hadde vært mulig å regne en gjennomsnittspris på produktene til Gymshark dersom man hadde hatt informasjon om prisene i de forskjellige regnskaps årene, men nettsidene til Gymshark inneholder selvfølgelig bare prisene på nye produkter som selges i år 2018. Disse kunne muligens blitt justert for inflasjon, men det hadde fremdeles vært usikkerhet knyttet til hvilke produkter det selges mest av osv. Pga av usikkerheten, og manglende informasjon er det vanskelig å undersøke omløpshastigheten til netto driftseiendelene, og den vil derfor ikke bli analysert i detalj i oppgaven.

I den strategiske lønnsomhetsanalysen analyseres det på om selskapet skaper meravkastning fra driften. Dersom selskapet skaper meravkastning har selskapet en strategisk fordel.

Figur 5.11 – Strategisk fordel drift

$$\begin{aligned} \text{SFD} &= \text{ndr} - \text{ndk} \\ &= \text{ndr}_B - \text{ndk}_B + \text{ndr} - \text{ndr}_B + \text{ndk}_B - \text{ndk} \end{aligned}$$


BFD
BRANSJEFORDEL DRIFT

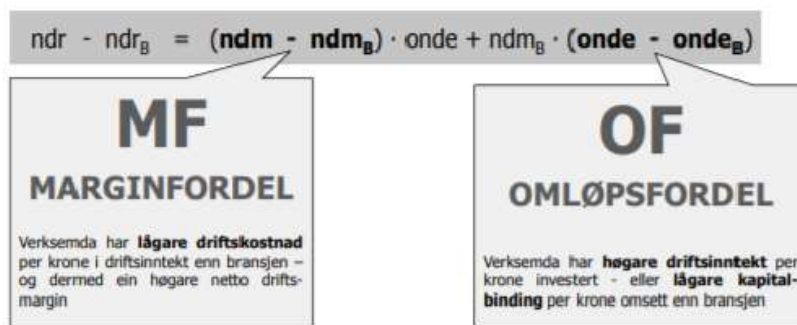
RFD
RESSURSFORDEL DRIFT

SFD = Strategisk fordel drift
Ndr = Netto driftsrentabilitet
Ndk = Netto driftskrav

Kilde: (Knivsflå, 2018, course.nhh.no)

Ndr_B er netto driftsrentabiliteten til bransjen som blir representert av bransjeregnskapet, og Ndk_B er netto driftskravet til bransjen. Den strategiske fordelingen blir delt opp i en bransjefordel og en ressursfordel. Det foreligger en bransjefordel dersom netto driftsrentabiliteten i bransjen er høyere enn netto driftskravet til bransjen. Dette er en fordel alle selskapene i bransjen opplever som følge av at de operer i bransjen. Det er realiseringen av trusler og muligheter i bransjen som påvirker bransjefordelen. Ressursfordelen kan deles inn to deler. Den ene delen fokuserer på om hvorvidt selskapet som analyseres har en netto driftsrentabilitet større enn netto driftsrentabiliteten som er i bransjen. Hvorvidt $(Ndr - Ndr_B)$ øker eller minker er avhengig av om mulighetene eller truslene til ressursene som Gymshark står ovenfor blir realisert. Ressursfordelen til drift kan bli delt inn i en marginfordel og en omløpsfordel.

Figur 5.12 – Marginfordel og omløpsfordel



Ndm = Netto driftsmargin

Onde = Omløpshastighet netto driftseiendeler

Kilde: (Knivsflå, 2018, course.nhh.no)

Om netto driftsrentabiliteten til selskapet som analyseres er større enn netto driftsrentabiliteten i bransjen avhenger av om selskapet har en margin eller omløpsfordel. Det eksisterer en marginfordel om

$$((Ndm - Ndm_B) * onde) > 0,$$

og en har en omløpsfordel om

$$((Onde - Onde_B) * Ndm_B) > 0.$$

Marginfordelen og omløpsfordelen kunne alternativt vært skrevet som:

$$((Ndm - Ndm_B) * Onde_B) + ((Onde - Onde_B) * Ndm),$$

hvor da differansen mellom netto driftsmarginene blir ganget med omløpshastighet til netto driftseiendelene i bransjen. Differansen mellom omløpshastigheten til netto driftseiendelene blir ganget med netto driftsmarginen til selskapet som analyseres. Grunnen til at det ikke velges å gjøre dette er fordi Ndm_B generelt er mer stabil over tid, og er oftere positiv enn Ndm . Da må $Onde$ brukes istedenfor $Onde_B$ når marginfordelen skal regnes ut. - marginfordelen. Den andre delen av ressursfordelen, $(Ndk_B - Ndk)$, handler om hvorvidt det genereres en fordel som følge av at bransjen generelt, og selskapet som analyseres har ulike netto driftskrav. I og med at oppgaven omhandler eierne til Gymshark, som ikke er veldiversifiserte eiere bringer dette en ny dimensjon til problemstillingen angående netto driftskravene. Faglitteraturen er ikke helt klar i fremgangsmetoden når eierne ikke er veldiversifiserte investorer. En normal forutsetning som gjøres når Ndk_B og Ndk sammenlignes, er å sette $(Ndk_B = Ndk)$. Modigliani og Miller 1 brukes så for å argumentere for at selskapene har tilnærmet lik drift, og at avkastningskravene derfor burde

være like. I oppgaven virker ikke dette fornuftig å gjøre da analysene som er blitt utført har avdekket at Gymshark slettes ikke har lik kjernevirksomhet som selskapene som inngår i bransjeregnskapet. I tillegg er det ikke helt klart om Ndk_B burde regnes som et generelt avkastningskrav for bransjen hvor det da forutsettes at investorene i bransjen er veldiversifiserte investorer, eller om det burde regnes ut et krav for bransjen hvor det forutsettes at eierne ikke er veldiversifiserte investorer slik som Gymshark sine eiere. I oppgaven velges det å se på Ndk_B som et generelt avkastningskrav til bransjen hvor det forutsettes at investorene i bransjen er veldiversifiserte investorer. Ved å se på $(Ndk_B - Ndk)$ i denne sammenheng kommer da den strategiske fordel eller ulempen av å være en ikke veldiversifisert investor fram.

Netto driftsrentabiliteten er åpenbart en viktig driver for verdiskapning i et selskapet, men en interessant diskusjon når det kommer til verdiskapning er om det er veksten i salgsinntekter eller økningen i netto driftsrentabiliteten som gir høyest utsalg når det kommer til å øke verdiskapningen i selskapet. Veksten i salgsinntekter kan skrives som:

$$g = \left(Ndr - Nfgk * \frac{NFG}{EK} \right) * (1 - PO), \text{ hvor}$$

g = Vekst i salgsinntekter

NFG = Netto finansiell gjeld

Ndr = Netto driftsrentabilitet,

EK = Egenkapital

$Nfgk$ = Netto finansiell gjeldskostnad,

PO = Utbetalingsrate for dividende

Netto driftsrentabiliteten er en viktig driver for at et selskap skal kunne oppleve høy vekst, men formelen viser også dersom et selskap betaler hele årsresultatet i utbytte, vil ikke selskapet vokse. Dette gir mening fordi dersom det ikke reinvesteres i selskapet vil ikke selskapet kunne vokse. Selv om et selskap opplever vekst betyr ikke det at selskaper automatisk skaper merverdi. For at et selskap skal kunne skape merverdi må som nevnt netto driftsrentabiliteten være høyere enn netto driftskravet. Meravkastning eller superprofitt kan uttrykkes slik:

$$\text{Superprofitt} = (Ndr - Ndk) * NDE$$

Dersom $(Ndr < Ndk)$ blir verdi redusert. Dette kan bevises ved superprofitt fra drift, eller EVA modellen. Kinserdal, Petersen og Plenborg (2017, s.310) skriver at netto driftskapitalen, eller enterprice value kan uttrykkes slik:

$$Enterprise\ value_0 = Invested\ capital_0 + \sum_{t=1}^t \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{t+1}}{(WACC-g)^t} * \frac{1}{(1+WACC)^n},$$

hvor invested capital er netto driftseiendeler, og EVA er superprofitt. WACC er netto driftskravet og g er vekst. Dersom det er tilfelle at ($Ndr < Ndk$) vil modellen gi en lavere egenkapital verdi en bokført egenkapital. Det kan argumenteres for at vekst er viktig, men netto driftsrentabiliteten som viser lønnsomheten til selskapet er viktigere med tanke på å gi et verdiestimat på egenkapitalen som er høyere enn bokført egenkapital. For Gymshark som er i høy vekst er det derfor viktig at selskapet er lønnsomt sett fra eierens perspektiv. Eierne til Gymshark er ikke veldiversifiserte investorer og krevet derfor et høyere avkastningskrav. I oppgaven blir også den strategiske eierfordelen eierne til Gymshark analysert. Den strategiske eierfordelen kan deles opp i ulike komponenter, og uttrykkes slik:

$$Ekr - Ekk = (Ndr - Ndk) * (1 + Nfgg) + (Nfgk - Nfgr) * Nfgg,$$

hvor

$Nfgg =$ Netto finansiell gjeldsgrad

$Nfgk =$ Netto finansielt gjeldskrav

$Nfgr =$ Netto finansiell gjeldsrente

og hvor den strategiske eierfordelen kan deles inn i komponentene:

$(Ndr - Ndk) =$ Strategisk driftfordel

$(Ndr - Ndk) * Nfgg =$ Gearingsfordel

$(Nfgk - Nfgr) * Nfgg =$ Finansieringsfordel

Et selskap vil ha en gearingsfordel dersom selskapet har en strategisk driftsfordel i tillegg til at selskapet har netto finansiell gjeld. Et selskap vil ha en finansieringsfordel dersom netto finansiell rente er lavere enn det netto finansielle gjelds kravet kreditorene har satt.

5.5 Analyse av kredittrisiko

Kinserdal, Petersen og Plenborg (2017, s.371) skriver at i en kredittanalyse vurderes et selskaps evne til å betale sine finansielle forpliktelser. Kreditorer er opptatt av sannsynligheten for at et selskap går konkurs samt likvidasjonsverdien til selskapet. Ved analyse av kredittrisiko blir likviditeten og soliditeten til selskapet undersøkt før det til slutt utføres en syntetisk rating. Ved en likviditetsanalyse analyseres kortsiktig kredittrisiko, og om selskapet har likvide midler til å dekke gjeld som kommer til forfall. Ved en soliditetsanalyse undersøkes den langsiktige kredittrisikoen til selskapet, og det blir undersøkt om virksomheten er finansiert, og har ressurser til å kunne tåle tap over en lengre perioden. Til slutt blir kredittrisikoen oppsummert gjennom en syntetisk rating. Virksomheten gis da en

karakter basert på den underliggende selskapsspesifikke risikoen. Karakteren vil bestemme kredittrisikopremien selskapet blir gitt som blant annet brukes til å regne ut det finansielle gjeldskravet til selskapet.

Tabell 5.1 – Rammeverk for kredittanalysen

Likviditetsanalyse	Symbol	Soliditetsanalyse	Symbol
Likviditetsgrad 1	$\frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$	Egenkapital andel	$\frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$
$\frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$	$\frac{Fe}{Kg}$	Netto driftsrentabilitet	$\frac{NDR}{NDE}$
Rentedekningsgrad	$\frac{NDR + NFI}{NFK}$	Endring i egenkapital	ΔEK
Rentedekningsgrad	$\frac{KFD}{NFK}$		

Kilde: Egenkomponent.

I tabell 5.1 er de ulike forholdstallene som blir brukt i likviditetsanalysen og soliditetsanalysen presentert. Ved likviditetsanalysen ses det på kortsiktig gjeldsdekning både gjennom balansen, kontantstrømmen og resultatet. Får å se på dekningsgraden gjennom kontantstrømmen inkluderes KFD i analysen. KFD står for "kontantstrøm fra drift".

Innen regnskapsanalyse er det noe uenighet når det kommer til om LG1 er et godt forholdstall å bruke når det kommer til å analysere et selskaps likviditet. Omløpsmidlene til et selskap kan deles inn i finansielle omløpsmidler og operasjonelle omløpseiendeler. Kritikken mot LG1 kommer av at dersom de driftsrelaterte omløpsmidlene selges unna, og da spesielt varer på varelageret vil selskapet ha vanskeligheter med å forsete driften. Dette vil føre til fall i salgsinntektene, og i verste fall går selskapet konkurs. Hvis selskapet går konkurs er det langt på nært sikkert at eiendelene i balansen blir solgt bortførte verdi. Varelageret er for eksempel verdsatt til laveste av historisk kost og bruksverdi i IFRS og flere andre regnskapsstandarder noe som ikke representerer salgsprisen i markedet. Nøkkeltallet tar heller ikke høyde for at operasjonell gjeld til stadighet blir fornøyd som en konsekvens av at selskapet forsetter å drive virksomhet. Dersom selskapet kjøper råmateriale fra en leverandør uten å betale med en

gang blir leverandørgjelden automatisk fornøyet. I regnskapsanalyse blir det derfor rettet et større fokus mot den finansielle gjelden. På tross av kritikken rettet mot LG1 er nøkkeltallet et forholdstall som ofte blir tatt med i analyser og ulike statistiske modeller for å predikere sannsynligheten for konkurs. Nøkkeltallet inkluderes i analysen pga av dette.

Fordi LG1 er noe kritisert tas nøkkeltallet FE/KG med i analysen. Her er det viktig å poengtere at Gymshark ikke har noe kortsiktig finansiell gjeld i balansen. Som nevnt tidligere blir luftige verdier holdt utenfor i kredittanalysen. Dersom de operasjonelle leiekostnadene hadde vært tatt med i balansen kunne årets avdrag blitt klassifisert som kortsiktig finansiell gjeld. I og med at Gymshark ikke har noe finansiell gjeld i balansen består den kortsiktige gjelden til selskapet utelukkende av kortsiktig driftsrelatert gjeld.

Ved soliditetsanalysen analyseres, egenkapitalandelen, netto driftsrentabiliteten, endringen i egenkapitalen samt kapitalstrukturen til selskapet. Netto driftsrentabiliteten blir undersøkt for å se om selskapet er lønnsomt. Dersom selskapet ikke er lønnsomt forventes det at egenkapitalen før eller senere vil tæres. Ved å se på endringen i egenkapital noe man kan, kan en enkelt se på som egenkapitalen blir bygd opp eller ned, og pga av resultatsoppstillingen brukt i oppgaven er det enkelt å analysere hvorfor dette eventuelt skjer.

5.6 Syntetisk rating

Ved den syntetiske ratingen blir den kortsiktige likviditetsrisikoen og den langsiktige soliditetsrisikoen oppsummert, og det blir gitt en total karakter til risikoen selskapet har. Tabell 5.2 viser ulike rating og karakter klasser.

Tabell 5.2 – Risikoklasse

Rating-klasse	
AAA AA A BBB	«Investment grade»
BB B CCC CC	«Speculative» («high yield and junk»)
C D	«In default»

Dersom et selskap får en rating mellom AAA-BBB er det lite risiko knyttet til om selskapet klarer å betjene gjelden som er tatt opp. Dersom selskapet får en rating mellom BB-CC faller selskapet inn under kategorien "speculative". Selv om selskaper i denne kategorien er stabile og kan betjene gjelden sin, er det usikkerhet knyttet til om selskapene vil kunne klare å betjene sine forpliktelser dersom forhold i økonomien endrer seg. På kort sikt har disse liten kredittrisiko, men på lang sikt har de høyere kredittrisiko.

Kilde: (Kinserdal, Petersen og Plenborg, 2017, s.389)

Selskaper som får en rating, eller karakter mellom C-D er det knyttet stor kredittrisiko til. Selskaper i denne risikoklassen har enten vanskeligheter med å møte sine forpliktelser og eller er i ferd med å gå konkurs. Ved syntetisk rating gir man en gjennomsnittlig karakter på selskapets kredittrisiko. Det er noen utfordringer knyttet til å bruke denne metoden fordi det er ikke alltid helt klart hvilke nøkkeltall som burde ha størst betydning. Samtidig er det viktig å se på framtidsutsiktene til selskapet, og utviklingen som forventes i de forskjellige nøkkeltallene.. For den syntetiske ratingen er disse forholdstallene inkludert:

$$\frac{\text{Langsiktig gjeld}}{\text{Total kapital}} = \frac{LG}{TK} \frac{\text{Fri kontanstrøm fra operasjoner}}{\text{Total Gjeld}} = \frac{KFO}{TG}, \text{ og } \frac{EBIDTA}{\text{Omsetning}}$$

Dette ble gjort fordi det ikke var mulig å gi en karakter på forholds tallet $\frac{FE}{KG}$ eller ΔEK i ek ettersom de standardiserte tabellene som brukes i kreditt rating ikke inneholder disse. Nøkkeltallene beskrevet over ble tatt med for å gi et bredere grunnlag for vurderingen av Gymshark sin kredittrisiko og endelig karakter.

5.7 Historisk og framtidig avkastningskrav

I dette delavsnittet vil det redegjøres for det teoretiske rammeverket når det kommer til hvordan avkastningskravet er blitt regnet og hva det brukes til. De praktiske valgene som er blitt gjort og diskusjon rundt valgene blir tatt i kapitel 10. Avkastningskravet vil bli brukt som målestokk for rentabilitet, og som diskonteringsrente når verdien til egenkapital blir regnet ut.

I oppgaven vil avkastningskravet til egenkapitalen, og avkastningskravet til netto driftseiendelene bli regnet ut. Det vil bli regnet ut et avkastningskrav for hvert år for verdsettelsen, men det vil bli brukt et kontant avkastningskrav i forbindelsen med sensitivitetsanalysen i kapittel 14. Egenkapitalkravet blir regnet ut med utgangspunkt i kapitalverdimodellen.

5.7.1 Egenkapitalkravet

Bøhren og Michalsen (2012, s.99) skriver at egenkapitalkravet kan uttrykkes slik:

$$Ekk = r_f * (1 - s) + B_{EK} * Mrp, \text{ hvor}$$

$$Ekk = \text{Egenkapitalkravet}$$

$$r_f * (1 - s) = \text{Risikofri rente etter skatt}$$

$$B_{EK} = \text{Egenkapital beta}$$

$$Mrp = \text{Markedsrisikopremie etter skatt}$$

I kapitalverdimodellen antas det at den usystematiske risikoen er null pga av ulike forutsetninger. Totalrisikoen til en portefølje er summen av den systematiske risikoen som er markedsrisikoen og den usystematiske risikoen som kommer fra risikoen knyttet til de spesifikke selskapene en investor har investert i. Bodie, Kane og Marcus (2014, s.259) skriver at totalrisikoen til en portefølje kan uttrykkes slik:

$$\sigma_i^2 = B_i^2 \sigma_m^2 + \sigma^2(e_i), \text{ hvor}$$

$$\sigma_i^2 = \text{Totalrisikoen til porteføljen}$$

$$B_i^2 \sigma_m^2 = \text{Systematiske risikoen til porteføljen}$$

$$\sigma^2(e_i) = \text{Usystematiske risikoen til porteføljen}$$

I og med at en av forutsetningene for kapitalverdimodellen er brutt ved at det antas at eierne til Gymshark ikke er veldiversifiserte investorer, kan det ved kapitalverdimodellen legges på en ekstra illikviditetspremie som gir kompensasjon for et usystematisk risiko ikke er diversifisert vekk. Problemet med denne framgangsmåten er at ikke finnes en nøyaktig eller presis måte å estimere hvor høy kompensasjon eierne skal ha for å ta på seg usystematisk risiko. Løsningen ved bruk av den opprinnelige kapitalverdimodellen er "tenke på et tall" når det kommer til illikviditetspremien, noe som ikke virker som en særlig objektiv måte å estimere kompensasjonen eierne burde få for å ta på seg usystematisk risiko.

En alternativ fremgangsmåte til å ligge på en illikviditetspremie, er å bruke en noe omstridt metode kalt totalbetametoden. Det er noe uenighet i fagmiljøet når det kommer til denne metoden, og den er ikke pensum på hverken bachelornivå eller masternivå. Ideen bak denne metoden er å regne ut en totalbeta som tar høyde for både den systematiske markedsrisikoen og den usystematiske risikoen knyttet til egenkapitalen. Egenkapitalbetaen baserer seg på korrelasjonen mellom et selskap og markedet, samt standardavviket til selskapet og markedet. Bøhren og Michalsen (2012, s.70) skriver at egenkapitalbetaen kan uttrykkes slik:

$$B_{EK} = \frac{\sigma_i}{\sigma_m} * p_{\sigma_i, \sigma_m}, \text{ hvor}$$

σ_i = Standardaviket til aksjeavkastningen

σ_m = standardaviket til markedsavkastningen

p_{σ_i, σ_m} = Korrelasjonen mellom avkastningen til virksomheten og markedet

Bøhren og Michalsen (2012, s.70) skriver at betaen angir hvor følsom aksjeavkastningen er ovenfor endringer i markedsavkastningen. Ved å dele egenkapitalbetaen på korrelasjonskoeffesienten kommes det fram til den relative totalrisikoen ved å investere i egenkapitalen til virksomheten:

$$\frac{B_{EK}}{p_{\sigma_i, \sigma_m}} = \left(\frac{\sigma_i}{\sigma_m}\right)_T.$$

I oppgaven blir $\left(\frac{\sigma_i}{\sigma_m}\right)_T$ brukt som benevnningen på totalbetaen til Gymshark. Innsettelse i kapitalverdimodellen gir formelen:

$$Ekk = R_f * (1 - s) + \left(\frac{\sigma_i}{\sigma_m}\right)_T * Mrp$$

Butler, Malec og Schurman (2011, valtrend.com) skriver at ved bruk av totalbetametoden representerer kravet et totalt egenkapitalkrav. Når denne metoden tas i bruk antas det ikke lengre at den usystematiske risikoen er null. Det tas dermed hensyn til at usystematisk risiko ikke er diversifisert vekk ved bruk av denne metoden.

Siden eierne ved totalbetametoden blir kompensert for totalrisikoen velges det å ikke ligge på en illikviditetspremie i kapitalverdimodellen. I oppgaven har det oppstått noen praktiske problemer fordi Gymshark ikke er børsnotert. Pga av dette er det ikke mulig å estimere egenkapitalbetaen, korrelasjonskoeffesienten eller standardavviket til aksjeavkastningen til Gymshark direkte ved regresjon. For å løse dette problemet er børskopieringsmetoden i

kombinasjon med totalbetametoden benyttet for å komme fram til den endelige totalbetaen til Gymshark. For å komme fram til den endelige totalbetaen til Gymshark er totalbetaene til flere selskapet i bransjen regnet ut, og vektet fram til en gjennomsnittlig netto eller unlevered totalbeta. Denne har så blitt vektet med kapitalstrukturen til Gymshark for å komme fram til endelig totalbeta. Framgangsmåten, forklaringene rundt de praktiske valgene som er gjort samt videre drøfting av framgangsmåten blir gjort i kapittel 10. Når egenkapitalkravet til bransjeregnskapet regnes ut blir totalbetametoden ikke tatt i bruk fordi det antas at investorene i bransjen er veldiversifiserte investorer. Tabell 5.3 viser alle variablene som er brukt til å regne ut egenkapitalkravet og netto driftskravet til Gymshark.

Tabell 5.3 – Rammeverk for egenkapitalkrav og netto driftskrav til Gymshark

Variabel	Tekst	Tar utgangspunkt i	Formel
$R_f \cdot (1-s)$	Risikofri rente etter skatt	Tre måneders libor, og kort Krp gitt til bank	
s	Selskapsskattesats	Årsresultatet	
Krp	Kreditrisikopremie	Syntetisk rating	$p \cdot t \cdot (1-s)$
Fgk	Finansiell gjeldskrav		$R_f \cdot (1-s) + K_{rp}$
Fek	Krav til finansielle eiendeler	Finansielle eiendeler	Se kommentar til figur
Nfgk	Netto finansielt gjeldskrav	Kapitalstruktur, Fgk og Fek	$Fgk \cdot \frac{Fg}{Nfg} - Fek \cdot \frac{FE}{NFG}$
$(\frac{\sigma_i}{\sigma_m})_T$	Totalbeta	Kapitalstruktur, $(\frac{\sigma_i}{\sigma_m})_N$, og B_{Nfg}	$(\frac{\sigma_i}{\sigma_m})_N + ((\frac{\sigma_i}{\sigma_m})_N - B_{Nfg}) \cdot \frac{NFG}{EK}$
$(\frac{\sigma_i}{\sigma_m})_N$	Netto totalbeta	$(\frac{\sigma_i}{\sigma_m})_T$ og børskopiering	
B_{Nfg}	Beta netto finansiell gjeld	Kapitalstruktur, B_{Fg} , og B_{Fe}	$B_{Fg} \cdot \frac{FG}{NFG} - B_{Fe} \cdot \frac{FE}{NFG}$
B_{Fg}	Beta finansiell gjeld	Markedsrisikodel, Krp, og Mrp	$\frac{0,9 \cdot K_{rp}}{Mrp}$
B_{Fe}	Beta finansielle eiendeler	Finansielle eiendeler $B_{kontanter}$, $B_{Fordringer}$, og $B_{investeringer}$	Se kommentar til figur

Kilde: Egenkomponert

Når det kommer til kravet til finansielle eiendeler er det slik at Gymshark ikke har gjort noen finansielle investeringer i aksjer, derivater eller rentepapirer i regnskapsperioden som har blitt analysert. Kravet til finansielle eiendeler kan derfor skrives slik:

$$Fek = R_f * (1-s) * \left(\frac{Kontanter}{FE}\right) + (R_f * (1-s) + Krp_{Fordring}) * \left(\frac{Fordringer}{FE}\right)$$

"Kontanter" er finansielle kontanter, og "fordringer" er lån som er gitt ut til andre. Begge disse tallene finnes i den justerte balansen. Betaen til finansielle eiendeler kan den uttrykkes slik:

$$B_{Fe} = \frac{(B_{kontanter} * Kontanter + B_{Fordringer} * Fordringer + B_{investeringer} * Investeringer)}{FE}$$

Det antas at $B_{kontanter} = 0$

Siden Gymshark ikke har gjort noen investeringer i aksjer, rentepapirer og derivater faller også investeringsleddet vekk. Betaen til finansielle eiendeler for Gymshark kan uttrykkes slik:

$$B_{Fe} = \frac{B_{Fordringer} * Fordringer}{FE}, \text{ hvor } B_{Fordringer} \text{ er risikoen knyttet til fordringene.}$$

Når det kommer til totalbetaen til Gymshark brukes børskopiering samt Modigliani og Miller forutsetning én om at kapitalstruktur ikke endrer netto driftskravet. Risikoen til eiendelene i Gymshark kan skrives slik:

$$B_{Ndk} = B_{Ek} * \frac{EK}{NDK} + B_{Nfg} * \frac{NFG}{NDK}, \text{ hvor}$$

B_{Ndk} er "unlevered" eller netto driftsbeta. Dersom formelen snus på beta til egenkapitalen uttrykkes slik:

$$B_{Ek} = B_{Ndk} + (B_{Ndk} - B_{Nfg}) * \frac{NFG}{EK}$$

Ideen med å kombinere børskopieringsmetoden og totalbetametoden er så å bytte ut B_{Ndk} med $\left(\frac{\sigma_i}{\sigma_m}\right)_N$ slik at totalbeta kan uttrykkes slik:

$$\left(\frac{\sigma_i}{\sigma_m}\right)_T = \left(\frac{\sigma_i}{\sigma_m}\right)_N + \left(\left(\frac{\sigma_i}{\sigma_m}\right)_N - B_{Nfg}\right) * \frac{NFG}{EK}$$

5.7.2 Netto driftskravet

Netto driftskravet vil i all hovedsak bli brukt som målestokk i lønnsomhetsanalysen, og den strategiske lønnsomhetsanalysen. Netto driftskravet kan uttrykkes slik:

$$Ndk = Ekk * \frac{EK}{NDK} + Nfgk * \frac{NFG}{NDK}$$

Alle symbolene eller benevningene som blir brukt i formelen er allerede blitt forklart, og blir derfor ikke gjentatt. Estimeringen av avkastningskravet, diskusjon rundt praktiske valg samt drøfting av kravet blir gjort i kapittel 10.

5.8 Fremtidsregnskap

Basert på det normaliserte og justerte historiske resultatet vil det bli utarbeidet et fremtidsregnskap.

5.8.1 Budsjetteringsmodell

I oppgaven er det valgt å bruke en budsjetteringsmodell med lavt detaljeringsnivå når det kommer til utarbeidelsen av framtidskravet. I tilfeller hvor prognoseperioden er lang kan dette være en bedre modell å bruke for framskrivningen av fremtidsregnskapet. I og med Gymshark er inne i en periode hvor selskapet opplever høy vil det ta lang tid før selskapet når "steady state". Det er også rimelig å bruke en lang prognoseperiode når verdiene i balansen er små slik de er i dette tilfelle. For å gi selskapet tiden som trengs til å nå "steady state" framskrives regnskapet derfor 20 år fram i tid. Med et fremtidsregnskap hvor det framskrives mange år fram i tid er det stor usikkerhet knyttet til utviklingen i ulike kostnader osv. Ved bruk av en budsjetteringsmodell med lavt detaljeringsnivå blir det derfor ikke laget en prognose for varekostnader, lønnskostnader og andre driftskostnader. En budsjetteringsmodell med høyt detaljeringsnivå er mer aktuell når prognoseperioden er kort fordi det da er mindre usikkerhet knyttet til disse postene. Den lange prognoseperioden som er valgt å bruke pga av Gymshark er langt unna "steady state", og de lave verdiene i balansen til Gymshark legitimerer bruken av en budsjetteringsmodell med lavt detaljeringsnivå. Budsjetteringen skjer i sju steg og ved hjelp av ni budsjett drivere. Videre forutsettes det at alle kontantstrømmer skjer den 31.12 slik at rentabilitet skal regnes på inngående kapital. For å være konsistent blir derfor også det fremtidige avkastningskravet regnet på inngående kapital. Prognosen starter i 2017.

Figur 5.13 – Budsjettering

1)	Driftsinntektsveksten	$DI_t = (1 + div_t) \cdot DI_{t-1}$
2)	Omløpet til netto driftseigedelar	$NDE_{t-1} = DI_t / onde_t$
3)	Netto driftsmargin	$NDR_t = ndm_t \cdot DI_t$
4.1)	Finansiell gjeldsdel	$FG_t = fgd_t \cdot NDE_t$
4.2)	Finansiell eiendelsdel	$FE_t = fed_t \cdot NDE_t$
5.1)	Finansiell gjeldsrente	$NFK_t = fgr_t \cdot FG_{t-1}$
5.2)	Finansiell eiendelsrentabilitet	$NFI_t = fer_t \cdot FE_{t-1}$
6)	Minoritetsdel	$MI_t = mid_t \cdot NDE_t$
7)	Netto minoritetsrentabilitet	$NMR_t = mir_t \cdot MI_{t-1}$

$DI_t =$ Driftsinntekter_t

$div_t =$ Driftsinntektsvekst_t

$Onde_t =$ Omløpet til netto driftseiendeler_t

$NDE_t =$ Netto dritseiendeler_t

$Fgd_t =$ Finansiell gjeldsdel

$Fed_t =$ Finansiell eiendelsdel

$Fg_t =$ Finansiell gjeld / Rentebærende gjeld

$Fe_t =$ Finansielle eiendeler

$fgr_t =$ Finansiell gjeldsrente

$fer_t =$ Finansiell eiendelsrentabilitet

$NFK_t =$ Netto finansielle kostnad

$NFI_t =$ Netto finansielle inntekt

$Mi_t =$ Minioritetsinteresser

$mid_t =$ Minoritetsdel

$Nmr_t =$ Netto minoiritetsrentabilitet

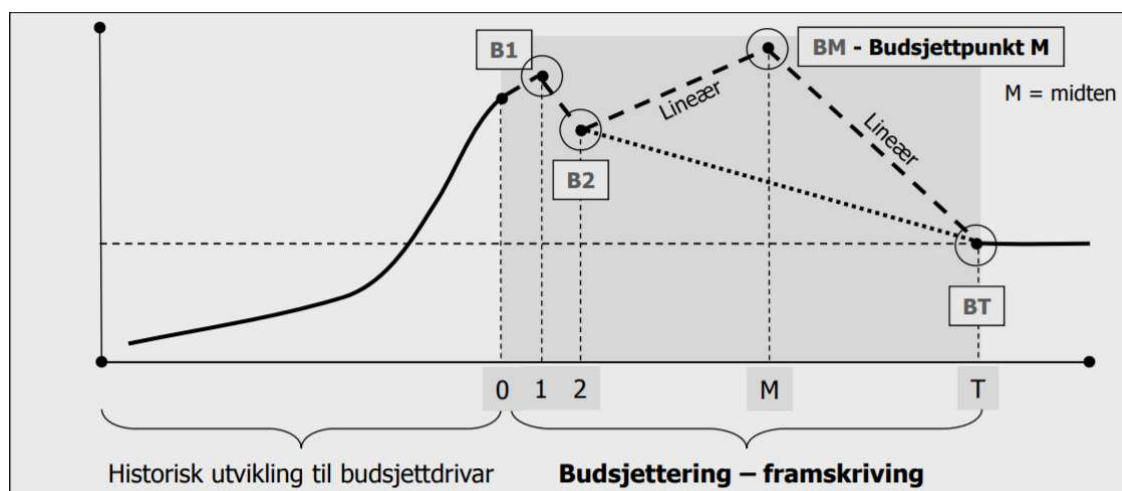
Kilde: (Knivsflå, 2018, course.nhh.no)

I og med at Gymshark er 100% eid av Clade Group Limited er det ingen minoritetsdel eller minoritetsinteresser i balansen eller resultatet. I terminalperioden i framtidsregnskapet er det lagt inn et minoritetsresultat som gjenspeiler hva som er normalt i bransjen. Det antas at

Gymshark på et eller annet tidspunkt vil gå på børs, og med det få flere eiere.

Den praktiske måten å fremskrive driftsinntektene, omløpet til netto driftseiendeler, netto driftsmarginen vil bli vist i kapittel 11. I teoridelen vises rammeverket for hvordan disse budsjettdriverne fremskrives.

Figur 5.14 – Generell framskrivning av driftsinntekter, Onde og Ndm



Kilde: (Knivsflå, 2018, course.nhh.no)

Ved framskrivningen blir det normalt sett valgt fire punkt hvor det er lineær utvikling mellom hvert punkt. Dette er gjort i oppgaven med unntak av veksten i salgsinntekter hvor det er valgt fem punkter som er satt til å være 2017, 2018, 2020, 2025 og 2033. Grunnen til at det har blitt valgt fem punkter for veksten i driftsinntektene er for å legge inn en kraftigere reduksjon i veksten i begynnelsen av perioden. Punktene til netto driftsmarginen, og omløpshastigheten til netto driftseiendelene er årstallene knyttet til B1, B2, BM og T. Ved simuleringen som utføres i Crystal ball senere i oppgaven blir flere av disse punktene gjort om til stokastiske variabler hvor de tilegnes et gjennomsnitt, og et standardavvik. Siden det er programmert inn lineær utvikling mellom punktene vil tallene mellom punktene også endre seg ved simulering i Crystal ball. I oppgaven antas det at Gymshark når "steady state " i 2033 slik at det går tre år før siste året i prognosen nås. Dette er gjort for å unngå at det blir gått inn med for høy vekst i kontantstrømmen når terminalverdien skal regnes ut.

B1 = 2017

B2 = 2018

BM = 2025

T = 2033

Ved framskrivningen av finansiell gjeldsdel, egenkapitalandel og finansielle eiendelsdel tas forutsetningen om at disse vil bevege seg mot andelene som er normalt i bransjen representert av bransjegjennomsnittet. Selskapets finansielle gjeld, egenkapital og finansielle eiendeler blir regnet ut ved at å gange andelene med netto driftseiendeler.

For å regne ut netto finansiell kostnad, og netto finansiell tas det en forutsetning om at gjeldsrenten og rentabiliteten til de finansielle eiendelene er lik kravet til finansiell gjeld, og kravet til finansielle eiendeler. Kravene blir så ganget med finansiell gjeld og finansielle eiendelene for å komme fram til netto finansiell inntekt og kostnad. Se vedlegg 17 for kravene til finansielle eiendeler og finansiell gjeld.

5.8.2 Fordeler og ulemper med en prognosemodell med lavt detaljeringsnivå

Fordelen med å bruke en budsjetteringsmodell med lavt detaljeringsnivå er at den er relativt enkel å bruke, og tar mindre tid å lage. Den er også god å bruke når regnskapsinformasjonen er så begrenset som den har vært i denne oppgaven. Det er for eksempel vanskelig å lage en prognose for driverne til salgsinntektene selskapet har når det er tilstrekkelig informasjon for å gjøre dette. Mer komplekse budsjettmodeller gir uansett neppe mer riktige og presise estimater når prognoseperioden er lang. Dette fordi det er uvisshet knyttet til alle budsjettdriverne. Ved å fokusere på de viktigste budsjettdriverne som gjøres ved budsjetteringsmodellen som er brukt begrenses antall budsjettdriverne, og med det begrenses uvissheten noe.

Det er også noen klare ulemper når det kommer til bruken av en enkel budsjetteringsmodell. Siden Ndm og Onde blir framskrevet, og brukt til å regne ut netto driftsresultatet gir ikke denne metoden noe informasjon om utviklingen i de ulike driftskostnadene. Det er derfor ikke mulig å utarbeide en common-size-analyse i framtidsregnskapet ved bruk av denne metoden. Ved sensitivitetsanalyser blir det derfor også vanskelig å finne ut hvilke driftskostnader som har størst påvirkning på verdien til selskapet. Informasjon om arbeidskapitalen blir heller ikke gitt ved denne metoden da denne er bygd inn i netto driftseiendeler.

5.9 Verdsettelses metoder

I oppgaven blir egenkapitalverdien til Gymshark regnet ut ved bruk av ulike verdsettelsesmetoder.

5.9.1 Egenkapitalmetoder

Fri kontantstrøm til egenkapitalmetoden, og residual inntektsmetoden vil bli brukt til å estimere egenkapitalverdien. Grunnen til at disse metodene er blitt valgt er fordi at det ved utregningene av avkastningskravene i oppgaven ikke vektet med virkelige verdier, men balanseførte verdier. Gymshark er som sagt ikke børsnotert slik at virkelige verdier måtte i så fall estimeres gjennom en verdikonvergensprosess. I verdikonvergensprosessen blir balanseførte verdiene oppdatert til slik at avkastningskravene kan vektet med virkelige verdier. Etter dialog med veileder ble det valgt å ikke gjennomføre en verdikonvergensprosess, og heller bruke balanseførte verdier for vektig av avkastningskravene. Siden det blir valgt å vekte avkastningskravene på balanseførte verdier er det mest fornuftig å bruke egenkapitalmetoder til å verdsette egenkapitalen til Gymshark. Dette fordi det er færre ledd med vektig involvert ved bruk av egenkapitalmetodene. Pga av dette har egenkapitalmetodene en tendens til å gi estimat som er nærmere estimatet til egenkapitalen som blir regnet ut ved bruk av virkelige verdier i vektig av avkastningskravene. Årsaken til at det kommenteres og fokuseres på bruken av balanseførte verdier som vekter i avkastningskravet er fordi finansiellitteraturen er klar på at virkelige verdier burde brukes som vekter når avkastningskravene regnes ut. Ved bruk av fri kontantstrøm til egenkapitalmetoden antas det at den frie kontantstrømmen er fremtidig utbytte som blir utdelt til eierne. Kinserdal, Petersen og Plenborg (2017, s.397) skriver at verdien av egenkapital kan uttrykkes slik:

$$Egenkapital_0 = \sum_{t=1}^t \frac{FCFE_t}{(1 + Ekk)^t} + \frac{FCFE_{t+1}}{(Ekk - g)^t} * \frac{1}{(1 + Ekk)^t}, \text{ hvor}$$

$FCFE$ = Fri kontantstrøm til egenkapital

Ekk = Egenkapitalkravet

g = Konstantvekt som forventes i all evighet

Ved å diskontere fri kontantstrøm til egenkapitalen med egenkapitalkravet estimeres nåverdien av egenkapitalen. I oppgaven vil også residual inntektsmetoden bli brukt til å estimere verdien av egenkapitalen. Petersen og Plenborg (2017, s.397) skriver at virkelig verdi av egenkapital kan uttrykkes på denne måten:

$$Egenkapital_0 = \text{Bokført egenkapital} + \sum_{t=1}^t \frac{Ri_t}{(1 + Ekk)^t} + \frac{Ri_{t+1}}{(Ekk - g)^t} * \frac{1}{(1 + WACC)^t},$$

Ri = residual income = (årsresultat – bokført egenkapital * Ekk)

Ved denne metoden blir superprofitten eller meravkastningen regnet for hver periode og diskontert med egenkapitalkravet. Ved å summere de diskonterte kontantstrømmene og egenkapitalverdien i tidspunkt null regnes nåverdien til egenkapitalen ut. Når verdsettelsesmodellene som er blitt illustrert over brukes skal de gi samme resultatet selv om vektingen av avkastningskravene er vektet på balanseførte verdier.

5.9.2 Komparativ verdsettelse

I utgangspunktet var det meningen å bruke multipler som et supplement til fundamental analyse i oppgaven. Multipler er gode å bruke som et enkelt sammenligningsgrunnlag. Ideen bak bruken av multipler er at like eiendeler burde selles til samme priser.

Regnskapsprinsippene er i utgangspunktet like nok til å kunne utføre en komparativ verdsettelse, men det viser seg at det ikke er så enkelt å bruke multipler for verdsettelse i oppgaven av flere grunner. Dersom det forutsettes at et selskap er i "steady state", og har konstant vekst bare for å forenkle problemstillingen, kan for eksempel en $\frac{P}{e}$ multiplere uttrykkes slik:

$$\frac{P}{e} = \frac{(Ekr - G)}{(Ekk - G)}, \text{ hvor } G \text{ er den konstante veksten.}$$

Poenget er å vise at en multippel har flere drivere slik at ved verdsettelse med bruk av multipler er tanken å finne selskaper som har like drivere som selskapet som skal verdsettes. Kinserdal, Petersen og Plenborg (2017, s.322) skriver at en verdsettelse basert på egenkapitalmultipler krever at firmaene som sammenlignes har identiske forventede vekstrater, avkastningskrav og lønnsomhet. Gymshark er som sagt inne i en periode med høy vekst, og vil etter alt å dømme oppleve høy lønnsomhet i årene fremover. Dersom andre selskaper i bransjen skal brukes som grunnlag for en komparativ verdsettelse, må det finnes selskaper i bransjen som er inne i samme vekstfase som Gymshark. Dersom selskapene ikke er i samme vekstfase vil ikke de ulike driverne for multiplene være de samme, og estimatet til egenkapitalverdien ved bruk av en gjennomsnittsmultippel fra bransjen vil ikke være korrekt. Det finnes ikke andre selskaper i bransjen som er børsnoterte, og som opplever den massive veksten Gymshark nå opplever. Et annet problem er at selskapene som allerede er etablert i bransjen, og som er på børs ikke har identisk kjernevirksomhet som Gymshark. For å kunne bruke multipler stilles det krav til at selskapene som sammenlignes har lik drift. Dersom selskapene ikke har lik drift, og bransjen er heterogen går det i utgangspunktet an å justere multiplene ved hjelp av regresjon. Dette er et problem som kunne blitt løst i oppgaven, men det løser ikke problemet med at Gymshark er i en unik posisjon med massiv vekst. Videre kompliseres bruken av multipler ved at det forutsettes at eierne til Gymshark ikke er vel diversifiserte eiere. Da er det ikke så enkelt som å gå på børsen og finne den virkelige verdien til egenkapitalen til ulike selskaper i bransjen som da rent teoretisk er regnet med et avkastningskrav hvor det forutsettes at eierne er veldiversifiserte. Med mindre man regner egenkapitalverdien til hvert enkelt selskap som brukes som sammenligningsgrunnlag hvor det tas høyde for at eierne ikke er veldiversifiserte gir det ikke mening å bruke multiplene til selskapene i bransjen for å verdsette Gymshark. Flere av de samme problemene oppstår også ved bruk av Ev-multipler. Det dukker også opp noen andre problemer som er vanskelig å løse. Kinserdal, Petersen og Plenborg (2017, s.322) skriver at det stilles krav til at den forventede skatteraten er lik mellom selskapene som sammenlignes. Dette er bare et av flere problemer som dukker opp.

Det konkluderes derfor med at det ikke er fornuftig å bruke komparativ verdsettelse til å estimere egenkapitalverdien til Gymshark i denne oppgaven. Problemet kan illustreres ved bruk av en P/B multippel. Ved bruk av gjennomsnittsmultiplene P/B til selskapene i bransjeregnskapet blir verdierestimatet til egenkapitalen 24.747.106 i slutten av 2017. Dette verdierestimatet ligger langt under estimatene egenkapitalmetodene som ble vist i avsnitt 5.9.1

gir. Ved bruk av disse modellene er verdien av egenkapitalen 129.513.296. Tabell 5.4 viser multiplene som var ment å bruke i oppgaven, og viser multiplene til selskapene som inngår i bransjeregnskapet ved 31.12.2017. Gymshark er ikke tatt med i gjennomsnittet eller medianen.

Tabell 5.4 – Multipler, komparativ verdsettelse

	P/S	P/E	P/B	EV/EBIDTA	EV/Sales
Gymshark	3,24	11,53	17,47	9,72	3,56
Nike	2,96	23,96	5,44	18,01	2,98
Adidas	2,16	30,55	3,61	15,36	2,36
Puma	1,40	19,75	1,89	19,25	1,46
U A	1,26	82,93	2,42	12,77	1,59
Gjennomsnitt	1,94	39,30	3,34	16,35	2,10
Median	1,78	27,25	3,01	16,69	1,97

Kilde: Egenkomponert, (2018, ycharts.com)

Se vedlegg 12 for å se de ulike diagrammene til multiplene. Det multiplene kan brukes til, og spesielt P/B multiplene er å vise og forklare strategiske fordeler og ulemper i framtidsregnskapet. Dette vil bli gjort i kapittel 13. I avsnitt 5.4 ble det vist hvordan estimert egenkapital vil være større enn bokført verdi av egenkapitalen dersom selskapet har en strategisk fordel.

For å kompensere for et manglende sammenligningsgrunnlag siden multipler ikke blir tatt i bruk i oppgaven vil det bli utført en scenario analyse samt en simulering i Crystal ball for å gjøre rede for avvik i verdiestimatet til egenkapitalen.

5.10 Uvisshet i verdiestimatet

I og med at verdiestimatet til egenkapitalen avhenger av utviklingen til ulike budsjett drivere, og drivere for avkastningskravet, er det uvisshet knyttet til verdiestimatet som blir regnet ut i oppgaven. Jo større uvisshet som er knyttet til budsjett- og verdidriverne, jo større varians er det i verdiestimatet. I oppgaven vil uvissheten i verdiestimatet bli undersøkt ved bruk av sensitivitetsanalyse, simulering og ved hjelp av en scenarioanalyse. I sensitivitetsanalysen blir det sett på hvordan endringen i veksten i terminalperioden, og hvordan endring i egenkapitalkravet påvirker verdiestimatet til egenkapitalen. I simuleringen blir budsjett driverne driftsinntekter, Ndm og Onde gjort om til stokastiske variabler som varierer. I oppgaven er det blitt utført 1000 simuleringer i Crystal ball for å undersøke hvordan uvisshet i budsjett driverne påvirker verdiestimatet. Dette analyseres gjennom et tornadodiagram. Ved

scenarioanalysen blir det laget tre scenarioer for utviklingen i framtidsregnskapet. Disse blir så vektet for å komme fram til en forventet verdi av egenkapitalen til Gymshark. Selskapet er som nevnt flere ganger ikke børsnotert. Det er derfor ikke noe konsensus å sammenligne verdierestimatet som er blitt regnet ut i oppgaven med. Verdierestimatet som er kommet fram til ved bruk av fundamental analyse vil derfor bli sammenlignet med det gjennomsnittlige verdierestimatet utregnet i Crystal ball samt den forventede verdien som blir regnet ut i scenarioanalysen.

6. Bransje- og selskapsanalyse

For å undersøke ulike makrofaktorer som påvirker bransjen er det blitt gjennomført en pest-analyse. I denne analysen ses det på hvordan politiske og legale forhold, økonomiske forhold, sosiokulturelle forhold og teknologiske forhold påvirker bransjen. Formålet er å avdekke kilder til strategiske fordeler samt ulike risikofaktorer i bransjen. Det er valgt å ikke inkludere miljømessige forhold. Selve fitnesssegmentet som Gymshark i all hovedsak opererer i er ikke like preget av sesongvariasjoner. Dette fordi kundemassen som benytter seg av produktene til selskapet for det meste trener innendørs på treningssentre.

6.1 Pest

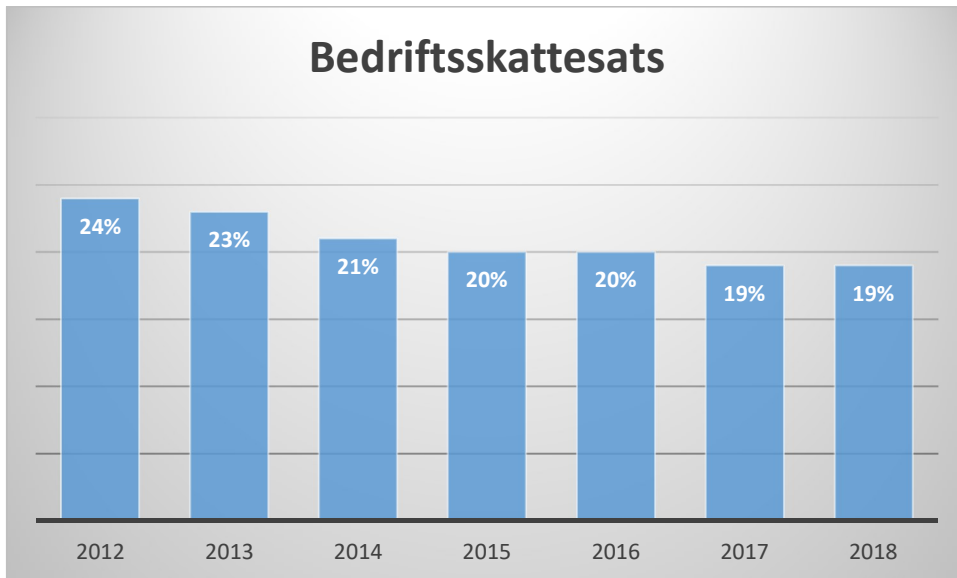
6.1.1 Politiske og legale forhold

Siden Gymshark selger klær og tilbehør til over 131 land, kan det argumenteres for at kundeporteføljen til selskapet er så diversifisert at økopolitiske endringer i enkelte land ikke vil få dramatiske konsekvenser. De viktigste markedene for Gymshark er i stabile land som England har gode politiske relasjoner til for eksempel USA og Tyskland. Det virker derfor usannsynlig at Gymshark vil bli berørt av politiske kriser.

Gymshark selger klær over nett, og kan dermed komme i en posisjon hvor de skattepliktige i hjemlandet, og landene de selger klær i. Hovedregelen er at selskapet må betale skatt i landet salget drives fra, men kan være avgiftspliktig i de aktuelle landene det gjøres slag i. Om Gymshark må betale skatt i andre land avhenger av de spesifikke avtalene England har med de gjeldene landene. England har et stort nettverk av doble skatteavtaler som skal forhindre at selskaper som driver salg til utlandet ikke skal komme i dobbel skatteposisjon. Avtalene følger "Model Convention" laget av OECD medlemmene som sier at selskapene skal betale skatt i landet selskapet drives i (2016, out-law.com). De største markedene for Gymshark er

Nord-America, Europa og Asia. Viktige land i disse markedene som ikke er med i OECD er Russland og China. England har særavtaler med disse landene, og Gymshark rapporterer ikke i årsrapportene at de betaler skatt i utlandet. Det er dermed utviklingen i bedriftsskattesatsen i England som er viktig for Gymshark.

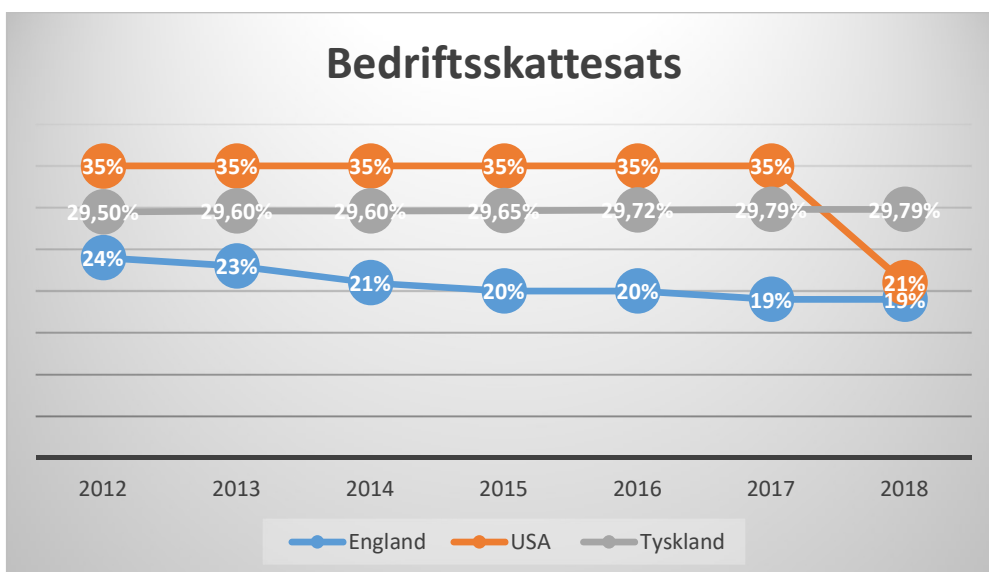
Figur 6.1 – Utvikling i bedriftsskattesatsen i England



Kilde: (2018, tradingeconomics.com)

Figur 6.1 viser at bedriftsskattesatsen i England har vært synkende. Siden 2012 har bedriftsskattesatsen i England gått fra 24% i 2012 til 19% i 2018.

Figur 6.2 – Utvikling i bedriftsskattesatsen i England, USA og Tyskland



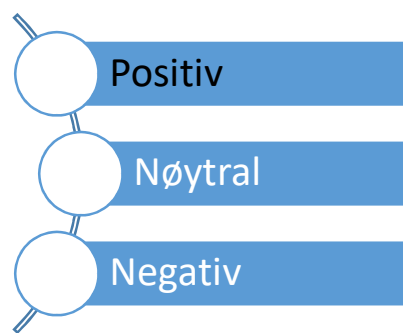
Kilde: Egenkomponert, (2018, tradingeconomics.com)

Både Nike og Under Armour har hovedkvarter og driver sin hovedvirksomhet i USA. Adidas og Puma har hovedkvarter og driver sin virksomhet fra Tyskland. Det er dermed interessant å se på utviklingen i bedriftsskattesatsene i disse landene. Figur 6.2 viser at bedriftsskattesatsen i 2016 er 29,79% i Tyskland, 21% i USA, og 19% i England. Selskapene i den engelske sportsklær- og tilbehørsbransjen har derfor i utgangspunktet en fordel sammenlignet med den Amerikanske- og Tyske sportsklær og tilbehørsbransjen gitt at selskapene i disse landene ikke har sin juridiske enhet i skatteparadis.

Både Nike, Puma, Adidas og Under Armour rapporterer at hovedleverandørene deres av tekstiler og råmateriale for produksjon av klær og tilbehør kommer fra land i Asia. Det er også veldig normalt å outsoruce deler av virksomheten til land i Asia eller andre lavkostnadsland hvor driftskostnadene er lavere. De siste årene har diverse selskaper innen tekstil bransjen fått ulike medieoppdrag for deres utnyttning av billig arbeidskraft. En risiko selskapene i sportsbransjen løper er svekket omdømme pga av ulike negative medieoppdrag i bransjen. Omdømme og merkevaren er bakgrunnen for at bedrifter engasjerer seg i samfunnsansvar (Farbrot, 2011, forskning.no). I årsrapportene til flere av selskapene i bransjen kommer det frem at de har et fokus på å rapportere at arbeiderne til underleverandørene har gode arbeidsvilkår. Økt politisk press når det kommer til å forbedre rammevilkårene til arbeiderne i lavkostnadslandene kan føre til høyere kostnader for selskapene i bransjen og dermed lavere marginer.

Effekt på fremtidig budsjettering:

Når det kommer til politiske og legale faktorer er disse forventet å ha en positiv effekt på framtidsregnskapet til Gymshark. Begrunnelsen for dette er i all hovedsak at Gymshark er skattepliktig i England hvor skattesatsen er mindre enn de andre landene.



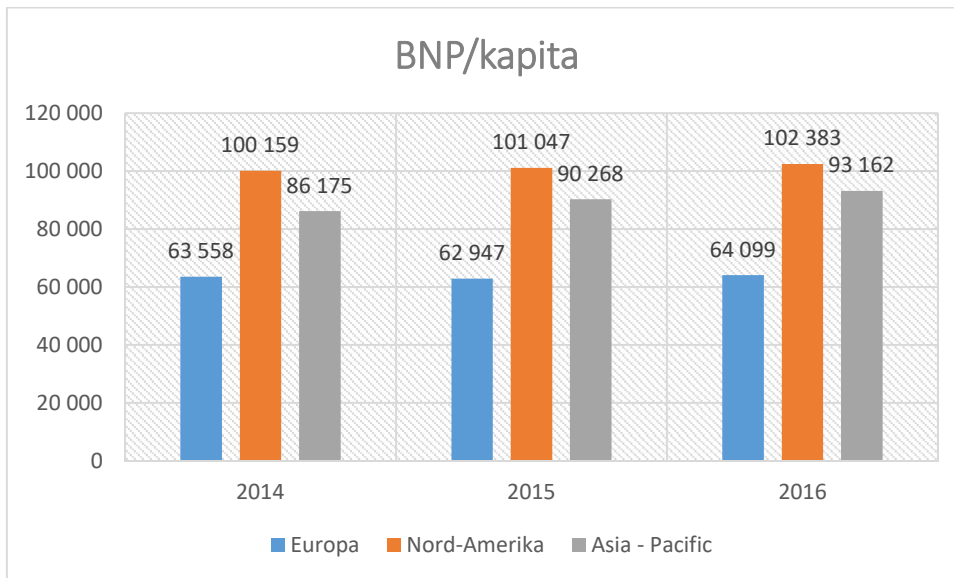
Dette gir fordeler for selskapene som har sine juridiske enheter registrert i England.

Det forutsettes at politiske kriser, samt fokus på dårlige arbeidsvilkår i lavkostnadsland ikke vil ha særlige effekter på prognosen. Selv etter gjentatte medieoppdrag har fremdeles selskapene leverandører og fabrikker i lavkostnadsland.

6.1.2 Økonomiske faktorer

Økonomisk aktivitet svinger over tid. I gode tider er det vekst i økonomien, og kjøpevilligheten i befolkningen er høyere. I dårlige tider stagnerer økonomien, og kjøpevilligheten i befolkningen er lavere.

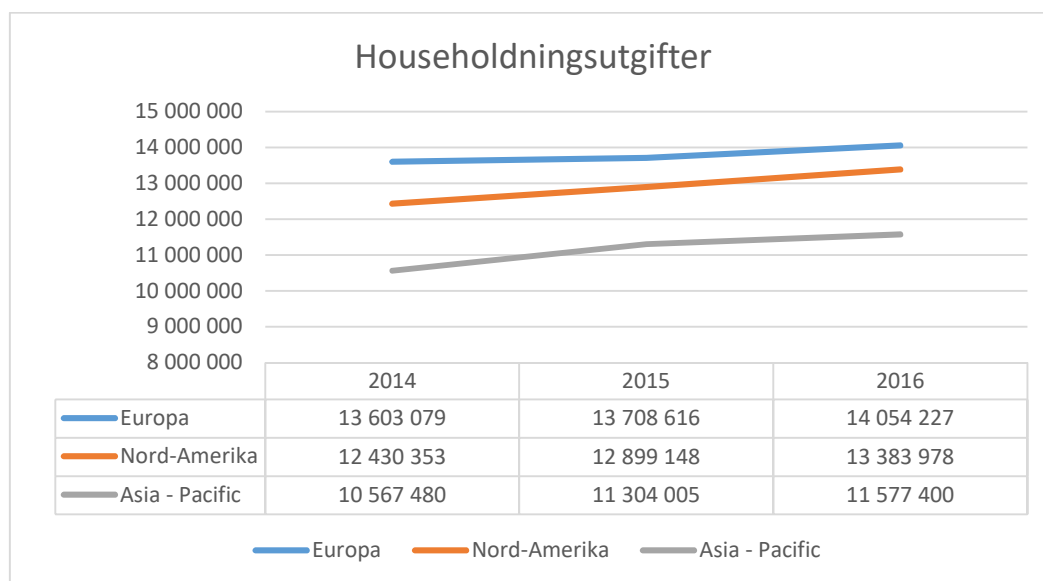
Figur 6.3 – BNP/kapita



Kilde: (2018, data.oecd.org)

Nord Amerika har høyest BNP per innbygger hvert år noe som indikerer at bransjen kan forvente høyest kjøpekraft i Nord-Amerika. Asia – Pacific har nest høyest BNP per innbygger i alle år. Statistikken for Asia – Pacific baserer seg på tall fra Japan, China og Sør-Korea. Dette er landene i Asia som er mest relevante for selskapene i sportsklærbransjen

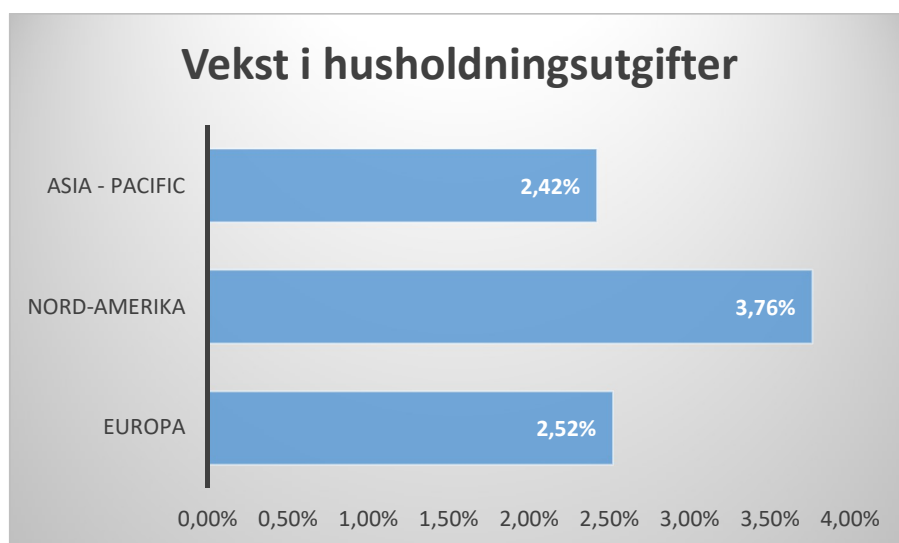
Figur 6.4 – Husholdningsutgifter (I millioner dollar)



Kilde: (2018, data.oecd.org)

Husholdningsutgifter er forbruksutgifter fra husholdningene for å møte daglige behov som mat, klær, leie osv. Variabelen er en god indikator på kjøpevilligheten til forbrukerne i de ulike markedene. Figur 3.4 viser at husholdningsutgiftene har økt de siste tre årene i de tre viktigste markedene i bransjen. Europa er regionen med høyest husholdningsutgifter i 2016. Figur 6.5 viser veksten i husholdningsutgifter for 2016 i Europa, Nord-America og Asia – Pacific.

Figur 6.5 – Vekst i husholdningsutgifter 2016

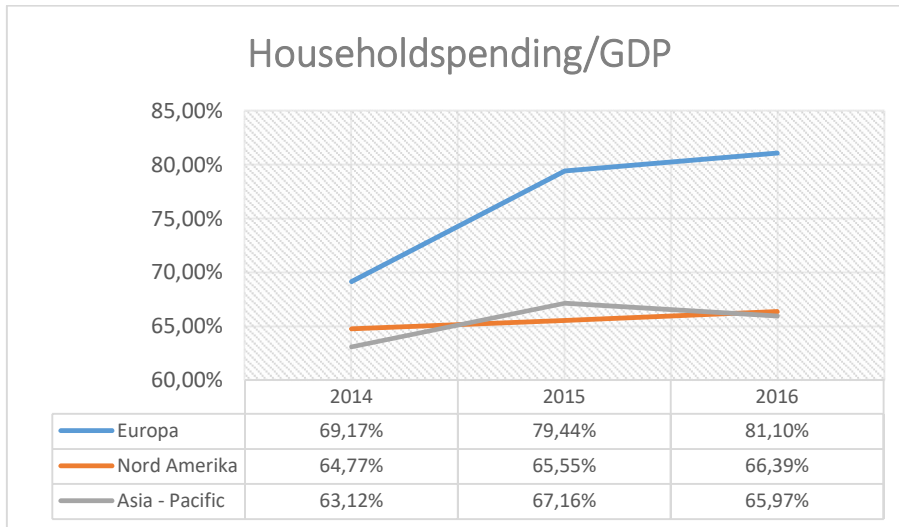


Kilde: (2018, data.oecd.org)

Nord-America hadde størst vekst i husholdningsutgifter med en vekst på 3,76% i 2016,

Europa hadde nest størst vekst på 2,52%.

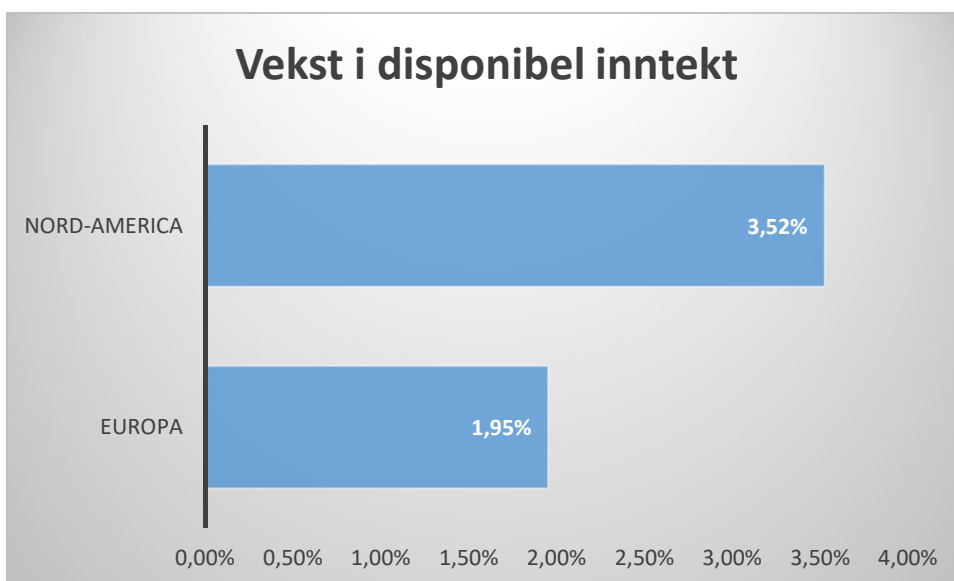
Figur 6.6 – Husholdningsutgifter over BNP



Kilde: (2018, data.oecd.org)

Figur 3.6 viser at husholdningsutgiftene har økt relativt sett sammenlignet med BNP for Europa og Nord-Amerika de siste tre årene. I 2016 er husholdningsutgiftene/BNP over 80% i Europa noe som kan tilsa at europeere er mer kjøpevillige enn forbrukerne i Nord-Amerika og Asia. Figuren viser at det Nord-amerikanske- og asiatiske markedet ikke er like mettet som det europeiske, og det kan være mulig å få til høyere forbruk i disse markedene.

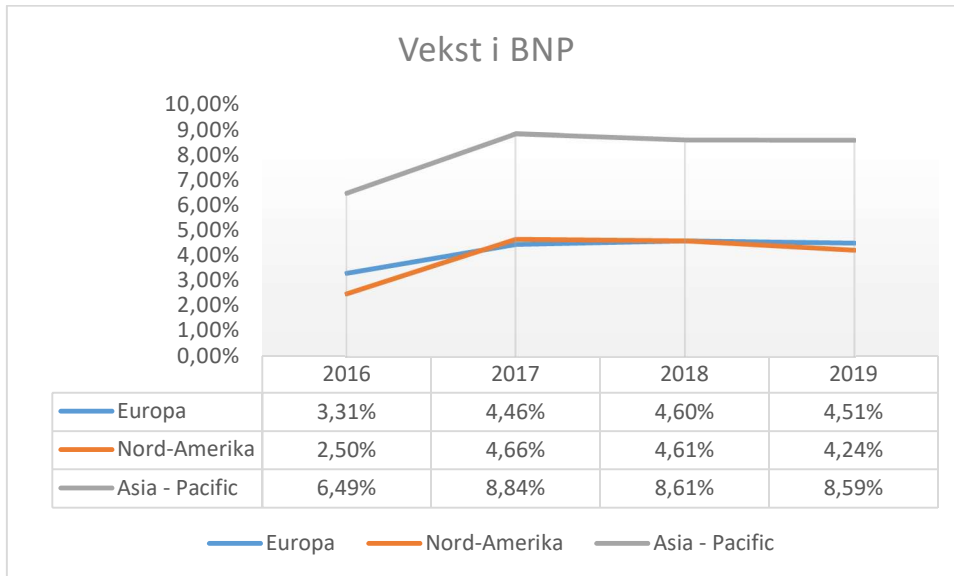
Figur 6.7 - Disponibel inntekt 2016



Kilde: (2018, data.oecd.org)

Disponibel inntekt er inntekten som står til rådighet etter at skatt og andre utgifter er betalt. Begge de to største markedene for sportsklær- og tilbehørsbransjen opplevde vekst i 2016. Nord-Amerika hadde en vekst på 3,52% i disponibel inntekt, mens Europa hadde en vekst på 1,95%.

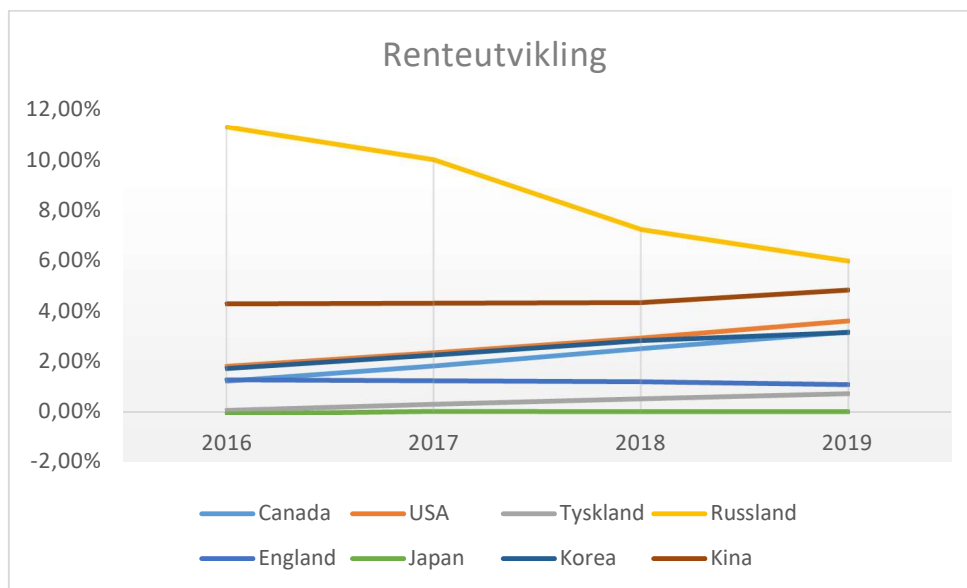
Figur 6.8 – Fremtidig budsjettert vekst i BNP



Kilde: Egenkomponert, (2018, data.oecd.org)

Veksten i BNP vil være høyest i det asiatiske markedet mye pga den økonomiske veksten i China. Figuren viser at veksten i BNP vil øke i alle markedene i perioden 2016-2017. I perioden 2017-2019 er det forventet mindre vekst i BNP i det Nord-amerikanske og asiatiske markedet, mens det er forventet nedgang i veksten for det europeiske markedet i perioden 2018-2019.

Figur 6.9 – Renteutvikling



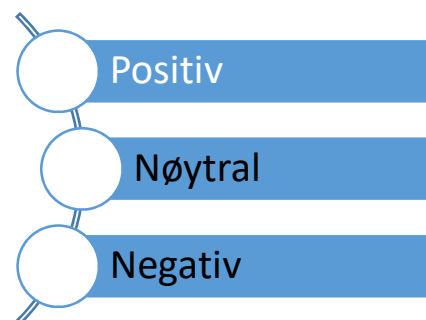
Kilde: Egenkomponert, (2018, data.oecd.org) (2018, tradingeconomics.com)

Ved undersøkelse av renteutviklingen i 10 års statsobligasjoner for de viktigste landene for sportsklær og tilbehørsbransjen viser figur 6.9 at renten er forventet å stige i alle landene bortsett fra Korea og Russland. Dette kan være en indikator på at kjøpevilligheten vil gå ned i årene 2016-2019 ettersom det blir vanskeligere å få lån, og fordi det vil være større incentiver for å spare.

Effekt på fremtidig budsjettering

Til tross for en generell positiv utvikling i BNP/kapita, husholdnings utgifter, husholdningsutgifter/BNP i perioden 2014-2016, og en positiv vekst i disponibel inntekt i 2016 virker verdens økonomien å gå inn i en tid med mindre vekst. Figur 6,8 viser at veksten i forventet BNP bremser opp og stagnerer, og figur 6,9 viser at det er forventet at rentene vil øke i framtiden.

Basert på utviklingen i BNP de siste årene av prognoseperioden i figur 6.8, og utviklingen i rentene er det forventet at verdens økonomien går inn i periode med lavere vekst som etter hvert vil føre til avtagende inflasjon. I slike tider er det ikke forventet høy vekst i selskaper som selger produkter som ikke er av



nødvendighet. Det forventes derfor noe høyere vekst i sportsklær- og tilbehørsbransjen i regnskapsårene 2016 og 2017. Når det kommer til fremtidig budsjettering og prognosen for fremtidig regnskap ligger vurderingen et sted mellom nøytral og negativ siden det er forventet en reduksjon i veksten til verdensøkonomien. Dette vil føre etter alt å dømme føre til mindre vekst i salgsinntektene til Gymshark. Senere i oppgaven når egenkapitalbetaen til bransjen blir regnet ut vil denne vise seg å være mindre enn én. Dette indikerer at bransjen ikke er en syklisk bransje siden den ikke er veldig følsom ovenfor endringer i markedsavkastningen. Dette støtter oppom argumentasjonen om at reduksjon i veksten i verdensøkonomien vil ha en nøytral effekt på framtidsregnskapet til Gymshark.

6.1.3 Sosiale forhold

De siste årene har det blitt mer og mer vanlig at folk trener i hverdagene.

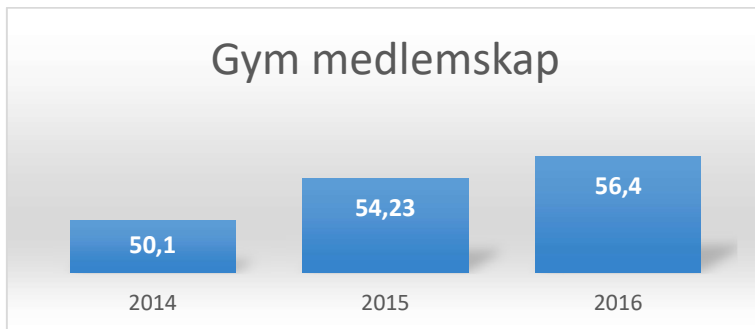
Figur 6.10 – USA gym medlemskap (I millioner)



Kilde: (2018, statista.com)

Figur 6.10 viser at i perioden 2012-2016 økte antall gymmedlemskap i USA fra 50,2 millioner til 57,25 millioner. Det velges å se på gymmedlemskap siden Gymshark for det meste selger klær til kunder som bruker treningsklærne på treningsentre.

Figur 6.11 – Gym medlemskap i Europa inkludert land som Russland og Tyrkia (I millioner)



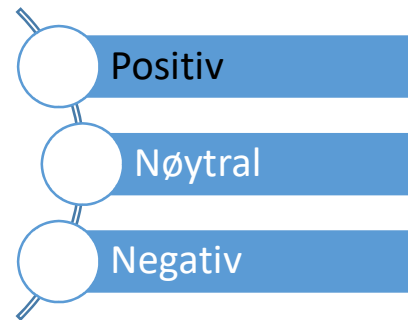
Kilde: (Deloitte, 2017, healthclubmanagement.co.uk) (Phillips, 2015, healthclubmanagement.co.uk)

I Europa har andel mennesker med gymmedlemskap økt fra 50,1 millioner i 2014, til 56,4 millioner i 2016. Det kan være ulike grunner til at flere velger å trene enn før. Treningsentre tilbyr ulike treningsformer og engasjerer dermed flere mennesker. Åpningstidene for treningsentrene kan være svært fleksible alt ettersom hvilke treningsentre man velger, og siden treningen foregår inne er ikke dårlig vær en faktor.

De siste årene har det også vært et større fokus på overvekt og fedme i befolkningen pga av den reduserte livskvaliteten og kostnadene dette medfører samfunnet. Siden 1975 har antall mennesker som er veldig overvektig tredoblet seg. I 2016 var 39% av voksne mennesker over 18 år overvektige, og 13% var veldig overvektige (2017, who.int). Det er et kjent fenomen at overvekt øker sjansene for å få hjerte og karsykdommer. Økt aktivitet er et av forebyggingstiltakene som kan være med på å redusere sannsynligheten for å få hjerte og karsykdommer. Overvekt og fedme er et finansielt problem. USA rapporterer å ha 150 milliarder dollar i helsekostnader årlig knyttet til overvekt og fedme (2018, stateofobesity.org). Det er dermed store intensiv fra myndighetene i ulike land til å motivere mennesker til å være mer aktive.

Effekt på fremtidig budsjettering:

Statistikken viser at flere og flere kjøper årlige gymmedlemskap, og at flere begynner å trene. Det kan være flere årsaker til dette. Mange vil påstå at trening, fitness, og crosfitt har blitt mer trendy og dette er grunnen til at flere trener. Det kan også argumenteres for at flere trener pga økt fokus på helse og mat.



Overvekt og fedme er et reelt problem, og fysisk aktivitet er en av tiltakene for å forbygge og redusere sjansene for å redusere helseplagene som kan komme av dette.

6.1.4 Teknologiske faktorer

Utvikling i teknologi

Aktørene i bransjen er hele tiden ute etter å effektivisere sine prosesser for å bedre sine marginer, og utvikling i teknologi er av drivkreftene for å kunne effektivisere produksjonsprosessene. Nye innovasjoner i teknologi gir også muligheter til å designe og lage produkter som det ikke var mulig å lage tidligere. Ingen av de store selskapene i bransjen går detaljert inn på hvilke nye innovasjoner de tenker å gjøre i fremtiden i sine årsrapporter da dette naturlig nok vil gjøre konkurranse fordelene av disse innovasjonene mindre, men rapporterer at nyvinninger innenfor teknologi, informasjonsteknologi biomekanikk, kjemi, råmateriale og industriell design er noe de fokuserer på.

Et verktøy som har vært benyttet i bransjen over lengre tid er CAD (computer aided design). Dette har effektivisert produksjonsprosessen både når det kommer til tid brukt ved å designe klær, og også kostnader som følge av at man kan gjøre mer presise bestillinger av tekstil, og sitter også igjen med mindre resttekstiler ettersom designere ikke lengre prøver ulike stoffer for å se om de passer på en modelldukke. Dette gjøres nå på datamaskin ved bruk av ulike programmer.

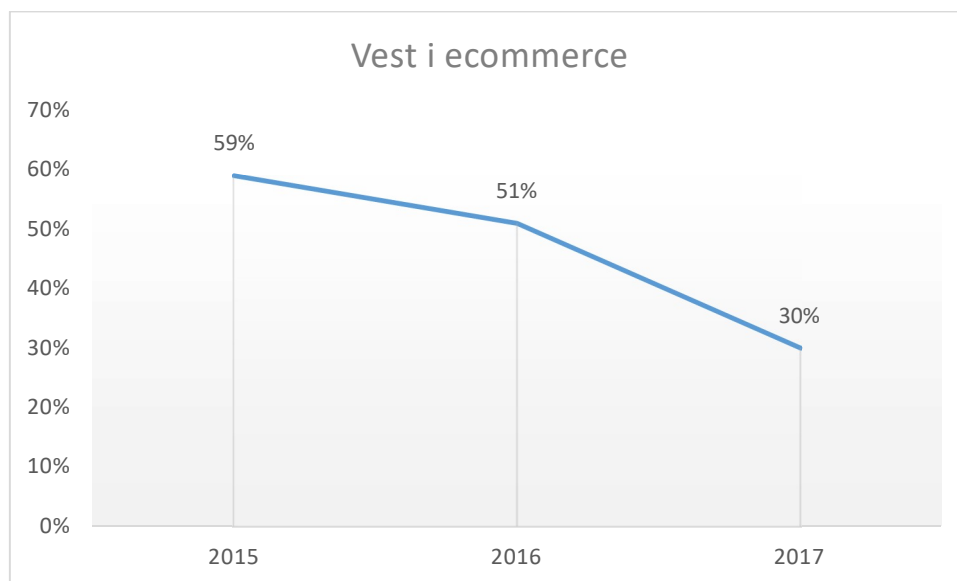
I 2015 lanserte Adidas sin "3D printet performance footwear". Målet med produktet er at en kunde skal kunne gå inn på en Adidas butikk, løpe på en tredemølle for å så få laget en spesialdesignet joggesko som passer perfekt til foten (2015, adidas-group.com). Skoen designes ved bruk av CAD teknologi. Undertegnede var i 2013 inne på Footlocker butikk i USA hvor en gikk gjennom en lignende prosess, men fokuset var da først og fremst på å lage en joggesko som passet formen til foten. Adidas utviklet et nytt materiale av flytende veske

og karbon som gir nye muligheten til å tilpasse skoen i ytterlige grad når det kommer til belastning og ulike trykkpunkter. Ideen om 3D printede sko har senere blitt plukket opp av blant annet Under Armour, New Balance og Nike.

Netthandel

Det blir mer og mer vanlig at kunder kjøper produkter gjennom nettet. Forbrukerne bruker også i større grad nettbrett og mobiler til å bestille varer. Det er derfor viktig at selskapene i bransjen utvikler brukervennlige apper, og nettsider som er enkle å bruke, og som til enhver tid er oppe og går. Selskapene i bransjen rapporterer at de i større grad vil fokusere på aktive på sosiale medier og ta i bruk ulike kanaler til å markedsføre sine produkter. Per dags dato eksisterer det mobilapper som kan måle størrelsen til en person (Scarano, 2017, sourcingjournal.com), og med risikeres det ikke å kjøpe feil størrelse ved kjøp av klær i nettbutikker. Det vil ikke ta lang tid før de store aktørene også vil ta i bruk denne type teknologi.

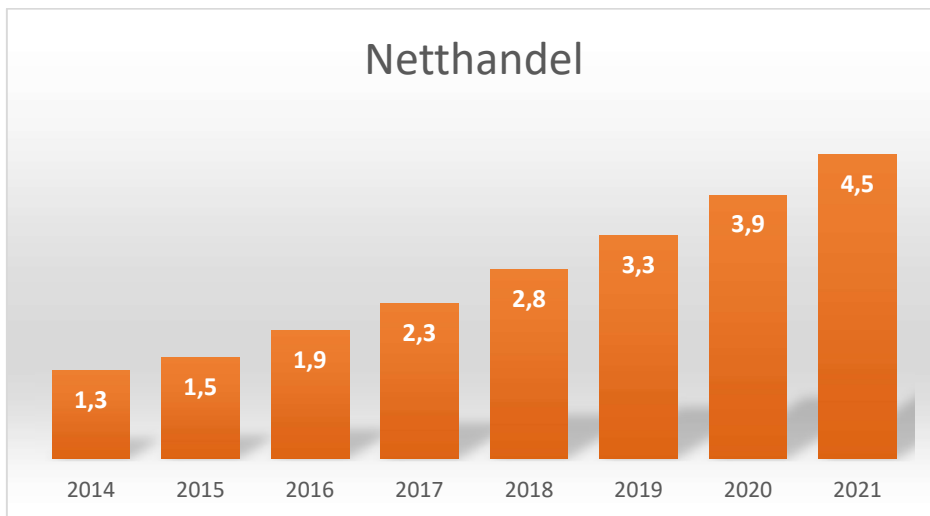
Figur 6.12 – Vekst i netthandel for Nike



Kilde: Egenkomponert

Nike som er den største aktøren i bransjen rapporterer høy vekst i deres netthandel. I 2016 oppleve Nike en vekst på 51% i salgsinntekter fra netthandel.

Figur 6.13 – Fremtidig budsjettert salg netthandel (I trillions)

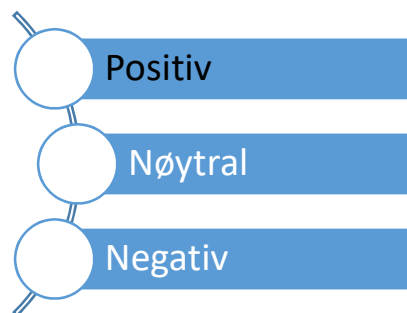


Kilde: (Orendorff, 2017, shopify.com)

Figur 6.13 viser at forventet salg over internett i hele verden er ventet å øke betraktelig i perioden 2016-2021. Salg gjennom nettbutikker vil doble seg i denne perioden.

Effekt på fremtidig budsjettering:

Sportsklær- og tilbehørsbransjen er stadig i utvikling og nye innovasjoner i teknologi blir gjort som skaper marginfordeler i bransjen. Bransjen er godt tilrettelagt for å kunne utnytte netthandel som blir stadig mer og mer populært. Det er ikke rapportert store utfordringer når det kommer til å

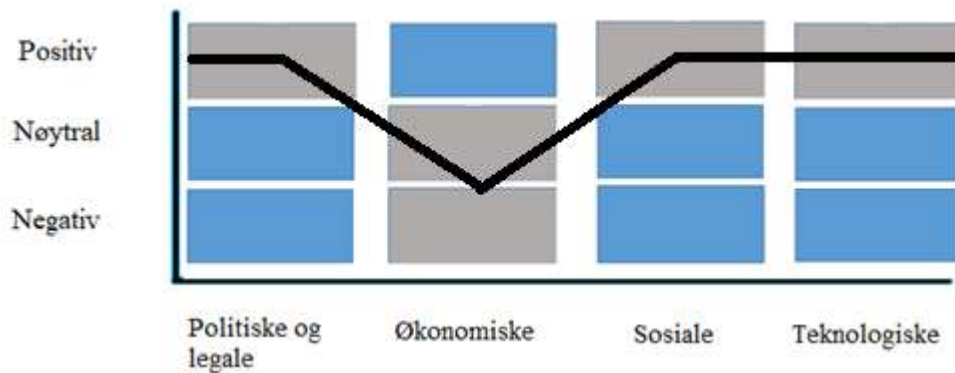


levere klær fra et land til et annet. Selskapene rapporterer også at de er opptatt av brukeropplevelsene til sine kunder på nettet og jobber stadig med å forbedre nettbutikkene sine og servicene de gir over nett. Det er forventet at utviklingen i teknolog vil ha en positiv effekt på framtidsregnskapet til Gymshark.

6.1.5 Oppsummering PEST

Pest analysen som er blitt utført viser at effekten av makroøkonomiske faktorer vil ha en positiv effekt på sportsklær og tilbehørs bransjen i den budsjetterte prognose perioden.

Figur 6.14 – Oppsummering Pest



Kilde: Egenkomponert

Politiske, legale, sosiale og teknologiske faktorer vil ha en positiv effekt på det budsjetterte fremtidsregnskapet. Økonomiske faktorer vil ha en nøytral til negativ effekt i form av at mindre vekst i økonomien vil gi lavere vekst i salgsinntekter.

6.2 Porter's five forces

For å gjøre greie for konkurranseintensiteten i bransjen utføres det en porter-analyse. Det blir undersøkt hvordan leverandører, potensielle etablerere, trussel fra inntrengere, kjøpernes forhandlingsstyrke og intern rivalisering i bransjen påvirker konkurranseforholdene i bransjen.

6.2.1 Leverandører

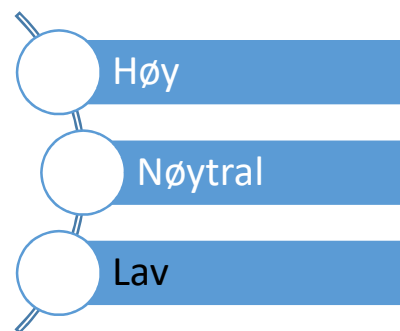
Leverandørens forhandlingsstyrke bestemmes av flere faktorer. Når det kommer til sportsklær, og tilbehørsbransjen er det slik at selskapene i bransjen for de meste plasserer produksjonsfabrikkene sine i land hvor råmaterialene de trenger for å produsere produktene sine er lett tilgjengelige. Det er ingen hemmelighet at flere av selskapene i bransjen outsourcer og har store deler av sin produksjon i Asia. Det er dermed naturlig at leverandørene til selskapene også er lokalisert i Asia. Adidas rapporterer for eksempel at 80% av deres leverandører er lokalisert i denne regionen. Asia som region har lavere kostnader enn andre regioner, og leverandører i bransjen har derfor lite forhandlingsmakt i bransjen med mindre de er lokalisert i Asia, og eller leverer materiale som ikke kan skaffes i andre land.

Leverandørens forhandlingsmakt avhenger som sagt om produktet de leverer er sjeldent. Noe av materiale som brukes i produksjonen av klærne og tilbehøret i bransjen kan anses som sjeldent, men kan ikke på generelt grunnlag påstå at tekstilråmateriale er sjeldent. Da er det i

så fall snakk om råmateriale med spesifikke egenskaper som ikke er vanlige. Videre vil leverandørenes forhandlingsmakt avhengige av hvor mange leverandører det er av råmateriale i markedet. Puma rapporterer å ha totalt 426 leverandører, og Nike rapporterer å ha 142 leverandører bare i deres skoproduksjon. Det er et betydelig antall leverandører i markedet noe som indikerer at konkurransen om å lande avtaler med selskapene i sportsklær- og tilbehørsbransjen er stor. Dette er en indikasjon på at leverandørenes forhandlingsmakt er lave. Videre rapporterer selskapene i bransjen at dersom en eller flere leverandører ikke skulle levere etter kontrakten vil dette bare få kortsiktige konsekvenser for selskapene i form av noe lavere salg. Dette indikerer at selskapene nokså enkelt kan skaffet råmateriale de trenger dersom det skulle oppstå uforventede hendelser med leverandørene de bruker til vanlig.

Leverandørenes forhandlingsmakt

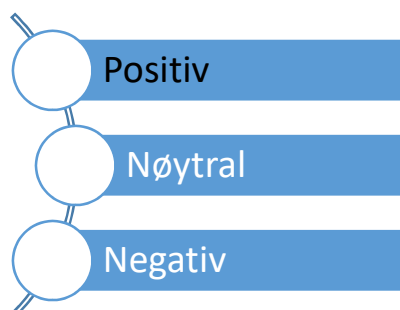
Selskapene i bransjen har høy forhandlingsmakt når det kommer til å forhandle og lande avtaler med leverandører. Ikke bare er det mange leverandører som leverer råmateriale i bransjen, men det er ingen lover og regler som stopper selskapene i å kjøpe råmateriale fra land hvor prisene er lavere.



Dette skaper et ytterlige press på leverandørene i bransjen og gir dem lavere forhandlingsmakt. Konklusjonen er dermed at leverandørenes forhandlingsmakt er lav.

Effekt på fremtidig budsjettetert regnskap

Gymshark har som de andre aktørene i bransjen muligheten til å skaffe sine råmaterialer fra lavkostnadsland. Det at selskapet har muligheten til dette, og dermed har høy forhandlingsmakt når det kommer til å gjøre avtaler med sine leverandører vil ha en positiv effekt på fremtids prognosen i form av lavere kostnader og dermed bedre marginer.



6.2.2 Inntrengere

På generelt grunnlag kan man ikke si at det er vanskelig å etablere et selskap som lager, og selger sportsklær. Problemet er heller at det er vanskelig å ta betydelige markedsandeler pga av måten bransjen fungerer på. Dersom det ønskes å drive direkte salg gjennom andre selskaper sine butikker vil det oppstå problemer når det kommer til å pushe produktene et nytt selskap lager ut i butikkene som selger sportsklær og tilbehør. Hvorfor skal butikker som selger sportsklær lage plass til, og eller eventuelt dytte ut eksisterende merkevarer i butikkhyllene sine for å ta inn et ukjent merke? Det vanlige i bransjen for nyetablerte selskaper er å først og fremst å selge klær gjennom nettet slik som Gymshark gjør. Det er ikke spesielt vanskelig å få opp en fungerende nettside, men problemet er heller hvordan man får generert trafikk til nettsiden. Selskaper som Gymshark og Alphaeltie har gjort dette gjennom influensere. Nye selskaper i dag vil ha større vanskeligheter med å konkurrere med etablerte selskaper i bransjen om influensere på sosiale medier. For influensere i fitnesssegmentet er det stort å bli plukket opp av de største merkevarerne i bransjen. For nye selskaper som ikke har et merkenavn blir det vanskelig å signere influensere dersom disse selskapene ikke har eksisterende kontaktnettverk som gjør det lett å få tilgang på influensere. I fitnesssegmentet er det derfor ikke uvanlig at eiere av gymselskaper selge egne sportsklær. Ikke bare har disse eierne kontakt med ulike atleter som kan være potensielle influensere, men de har også en potensiell kundemasse i kundene som allerede trener på treningssentrene de eier.

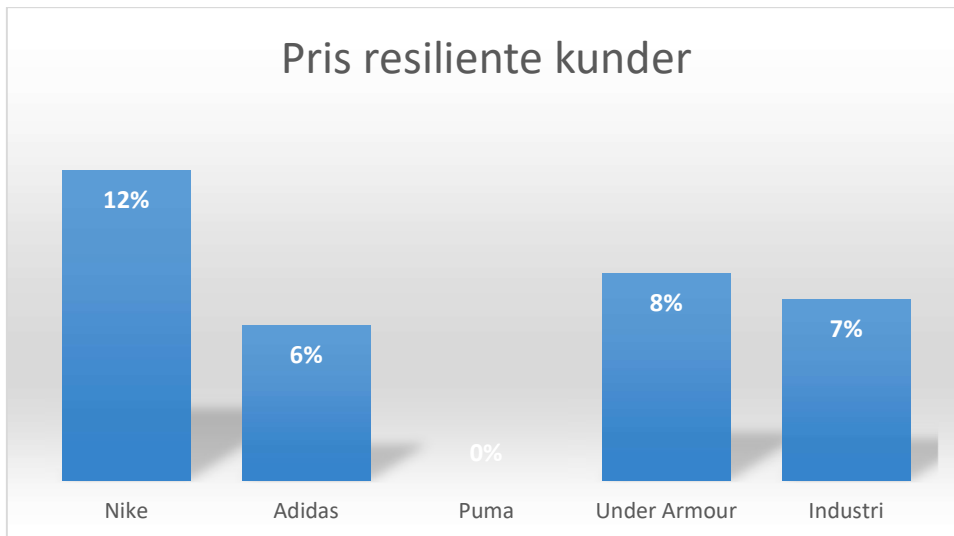
Stordriftsfordeler

Det antas også at det er klare stordriftsfordeler i bransjen noe som vil bidra til å øke inngangsbarrierene. Det er rimelig å anta at de store aktørene som har vært i bransjen over lengre tid har bedre spisskompetanse, og dermed har mer effektiviserte produksjonsprosesser. Alt fra hvordan varelagre er strukturert til hvordan logistikken ordnes vil være mer effektivisert. De store bedriftene har også i større grad muligheten til å produsere store kvantum noe som presser enhetskostnadene per produkt ned. I og med at de store selskapene kan produsere store kvantum vil de også være mer lukrative for butikkeiere å inngå avtaler med. Det er ikke uvanlig å gi rabatter i bransjen når innkjøpsvolumet fra butikkene er høye.

Kundelojalitet

Kundelojaliteten i bransjen virker å være lav. Kundelojalitet er en viktig faktor fordi det viser hvor villig kundene er til å potensielt prøve andre og nye produkter.

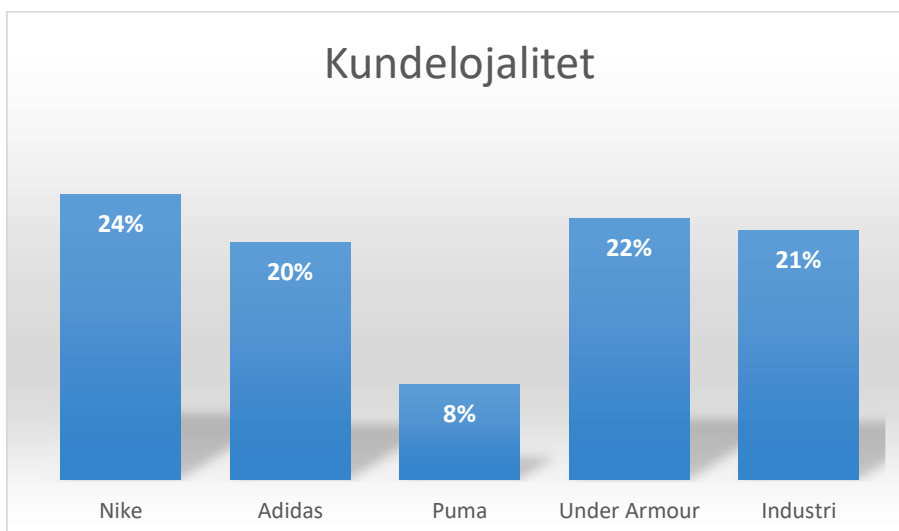
Figur 6.15 – Prissensitivitet i bransjen



Kilde: Egenkomponert, (2018, mblm.com)

Figur 6.15 viser at dersom prisen på et produkt i bransjen øker med mer enn 7% vil kundene generelt ikke være villig til å betale mer. Nike sine kunder er mest prisresiliente og tåler i gjennomsnitt en prisøkning på 12% før de bytter produkt.

Figur 6.16 – Kunder som ikke kan leve uten produktet



Kilde: Egenkomponert, (2018, mblm.com)

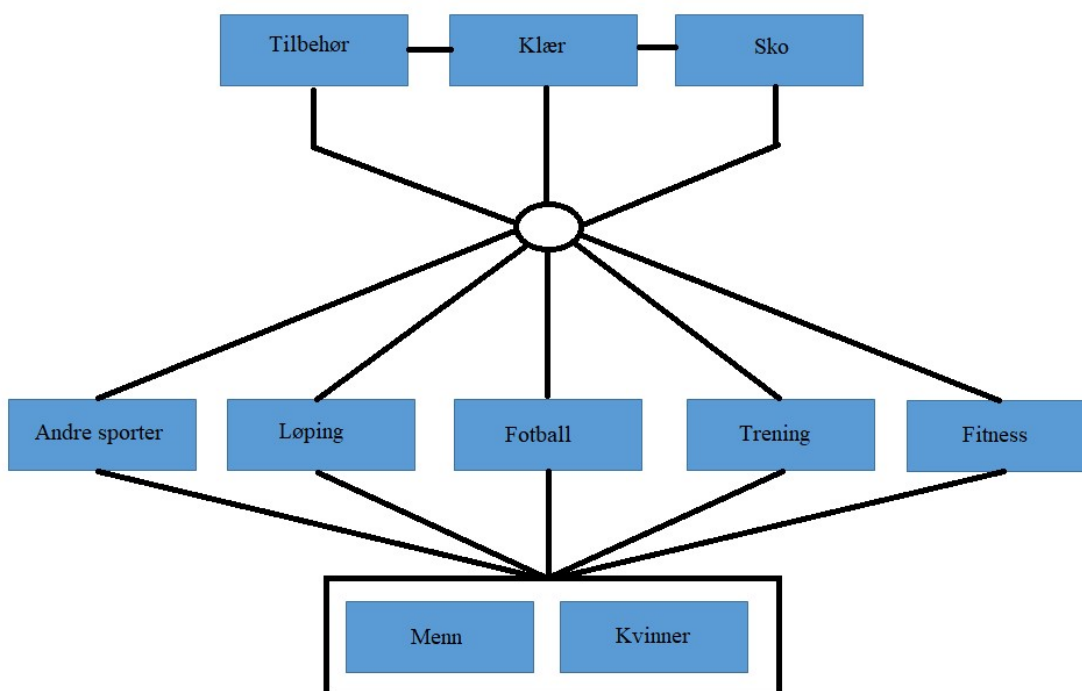
Bransjen rapporterer å ha et gjennomsnitt på 21% når det kommer til kunder som ikke kan leve uten produktet fra merkevaren de har valgt. Dette er en indikasjon på at kundelojaliteten er lav i bransjen. Nike har igjen høyest kundelojalitet hvor 24% av kundene rapporterer at de ikke kunne leve uten produktene til Nike.

Bransjen virker å være preget av prissensitive kunder som rapporterer at de vil skifte merkevare dersom prisene blir for høye. At kundene i bransjen er opptatt av pris, og ikke rapporterer at de er fast bestemt på å bruke merkevaren de allerede bruker er positivt for nye selskaper som ønsker å etablere seg i bransjen.

Produktdifferensiering

Når det kommer til produktene de ulike selskapene i bransjen selger er det rimelig å påstå at det er vanskelig å skille seg ut. Fordelen av å ha et differensiert eller sjeldent produkt er som regel kortvarig fordi andre selskaper i bransjen er raskt ute med å kopiere produktet det er snakk. Alle de store selskapene rapporterer at de følger med på trendene i markedet, og ønsker å ta del i salgsinntektene som kommer av de ulike trendene som oppstår. Det er følgelig noe forskjellig fokus på ulike produktsegmenter innad i bransjen.

Figur 6.17 – Produktsegmenter



Kilde: Egenkomponert

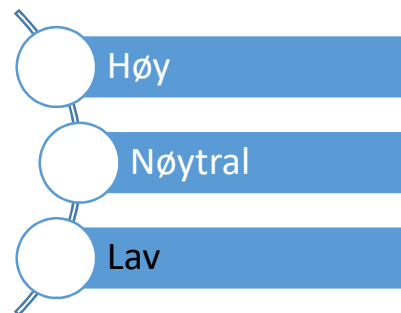
Gymshark som er et relativt nytt selskap har enda ikke laget egne sko, og fokuserer stort sett på fitnesssegmentet. De andre selskapene har i nyere tid blitt mer oppmerksom på dette segmentet, og Adidas er for eksempel eier i selskapet Reebok som selger fitnessklær. Det konkluderes med at det er liten differensiering i bransjen. Det at andre selskaper enkelt kan kopiere ideene til ny etablerte selskaper er åpenbart ikke bra for potensielle inntrengere.

Andre inngangsbarrierer

Som nevnt tidligere i oppgaven har Gymshark hatt og fremdeles har problemer med å forhindre produksjonsbegrensninger som følge av de voldsomme veksten de opplever. Selskapet har hatt for liten produksjonskapasitet. Det å kunne vokse i denne bransjen krever spisskompetanse, kunnskap og ikke minst tilgang på kapital. Dette er noe som gjør at trusselen fra potensielle inntrengere er lavere.

Trussel fra inntrengere

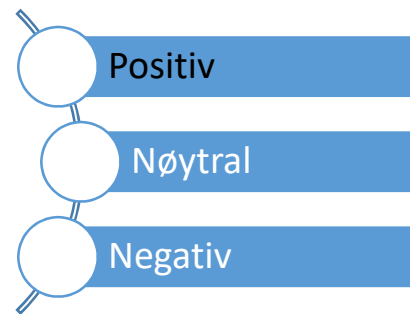
I utgangspunktet er det ikke vanskelig å starte et selskap som selger sportsklær. Etter å ha undersøkt bransjen virker det likevel som om det må være en del forutsetninger tilstede for å kunne opparbeide seg en betydelig kundemasse, og ta markedsandeler. Det gjør det og det gjør det noe vanskelig å etablere seg i



Bransjen. Gymshark hadde ikke problemer med å etablere seg når selskapet først kom i gang, men Gymshark hadde fordelen av å være det første selskapet som tok i bruk influensere på sosiale medier. På den tiden var det ikke konkurranse om influensere på sosiale medier. En konkluderer dermed med at trussel fra inntrengere er lav fordi det nå er vanskelig for inntrengere å ta betydelige markedsandeler.

Effekt på fremtidig budsjettert regnskap

At risikoen for at nye selskaper skal etablere seg, og ta betydelige markedsandeler er lav er noe som vil ha en positiv effekt på fremtidsprognosen til Gymshark. Fordelen vil komme i form av høyere salgsinntekter.



6.2.3 Kjøpernes forhandlingsstyrke

Det er flere faktorer som bestemmer kjøpernes forhandlingsstyrke i en bransje. En viktig faktor er hvor prissensitive kundene er. Som figur 6.17 viste er kundene i sportsklær bransjen ikke særlig prisresiliente. Dette øker kundenes forhandlingsstyrke. Byttekostnader knyttet til å bytte merkevare og produkt er også med på å bestemme kundenes forhandlingsmakt. Det virker ikke å være store byttekostnader i sportsklær bransjen.. Små byttekostnader øker kjøpernes forhandlingsstyrke. Det er åpenbart flere kjøpere enn selgere i bransjen. Den største aktøren i bransjen er Nike som i 2016 hadde en markedsandel på 10%. Det at det er høye konsentrasjoner av kunder og få aktører i bransjen når antall kunder og aktører sammenlignes bidrar til mindre forhandlingsmakt for kjøperne. Det kan heller ikke sies at kundene i markedet kjøper store kvantum av standardiserte produkter. At det blir solgt et stort kvantum av standardiserte produkter til kundene er det ingen tvil om, men en kunde kjøper ikke 10 par sko eller 10 treningsbukser om gangen for eksempel. Dette er noe som øker kundenes forhandlingsstyrke. I og med at det er flere inngangsbarrierer anses ikke baklengs integrasjon som en viktig faktor i denne analysen. Generelt kan det heller ikke påstås at produktene er særlige differensierte i bransjen noe som også bidrar til lavere forhandlingsmakt for kundene. Antall tilgjengelige substitutter er også med på å bestemme kundenes forhandlingsstyrke. Substituttene i denne bransjen finner man først og fremst i sportsklær segmentet, hvor sportsklær kan bli byttet ut med vanlige klær i ulike situasjoner. For eksempel er det ikke helt uvanlig at folk trener med hettegenser. I sko og tilbehørs segmentet finnes det få til ingen substitutter. Alt i alt får dette en moderat effekt på kjøpernes forhandlingsstyrke.

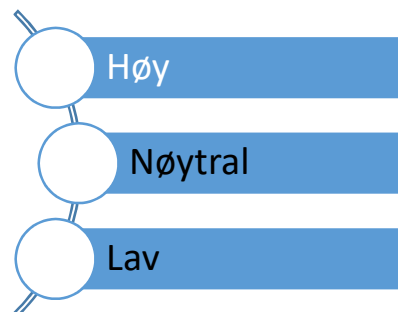
Figur 6.18 – Kjøpernes forhandlingsstyrke oppsummert



Kilde: Egenkomponert

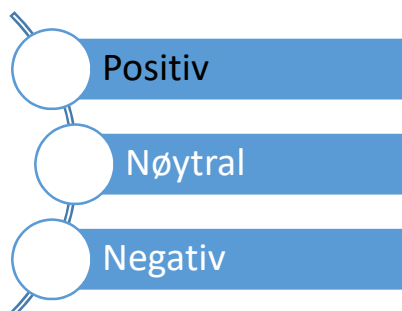
Trussel fra kundenes forhandlingsmakt

Selv om det er flere punkter som gjør det rimelig å argumentere for at kundene har bra forhandlingsstyrke, konkluderes det med at kundenes forhandlingsmakt er lav til nøytral. Selskapene i bransjen uttrykker spesifikt i sine årsrapporter at de er opptatt av å holde høy kvalitet på sine produkter, og det virker derfor usannsynlig at de vil senke prisene på produktene sine med mindre det skjer noe drastisk i økonomien. Dersom kundene ønsker premium produkter må de betale premium pris.



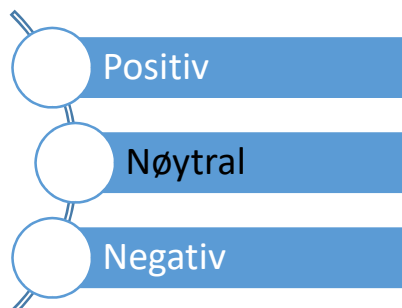
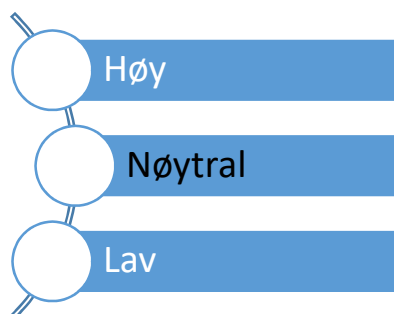
Effekt på fremtidig budsjettert regnskap

I og med at kundenes forhandlingsmakt er nøytral til svak kan Gymshark i større grad diktere prisene sine selv. Dette vil ha en positiv effekt på Gymshark sitt fremtidsregnskap i prognoseperioden. Fordelen vil gi utslag i form av høyere salgsinntekter.



6.2.4 Substitutter

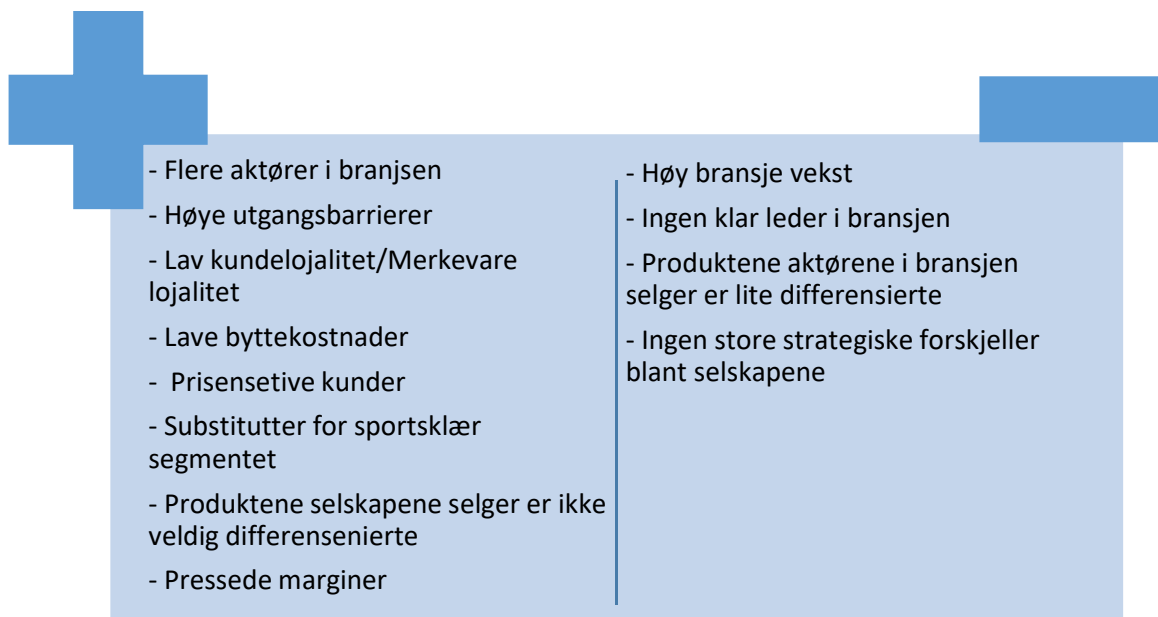
Substitutter til sportsklær og tilbehør finnes i den vanlige klesbransjen. Det er dog vanskelig å argumentere for at man kan subsidiere skoene i sportsklærbransjen med sko i skobransjen. Det funker dårlig å spille fotball eller ta en løpe tur med conversesko for eksempel. Det er heller mer naturlig å ta på seg en vanlig t-skjorte, eller en jobbebukse trening. Selv om det går noe mot trenden som er i dag er det uansett et naturlig substitutt og følgelig noe som forekommer. Det konkludere smed at trusselen fra substitutter er moderat. Det er ikke ventet at substitutter vil ha særlig effekt på framtidsregnskapet til Gymshark.



6.2.5 Rivalisering i Bransjen

Rivaliseringen i bransjen anses å være høy. Det er flere faktorer som taler for dette.

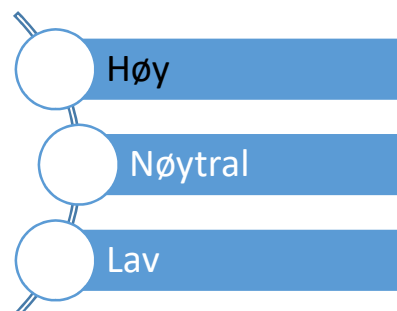
Figur 6.19 – Faktorer for og imot høy rivalisering i bransjen



Kilde: Egenkomponert

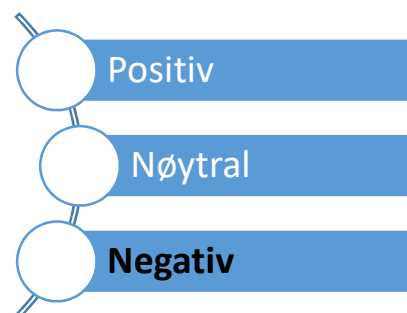
Trussel fra rivaliseringen i bransjen

Som sagt er trussel fra rivaliseringen i bransjen høy. Det er flere aktører i bransjen, og store aktører med stordriftsfordeler som Gymshark enda ikke har. Kundene har lav kundelojalitet og byttekostnadene ved å bytte produkter er lave. Marginen i bransjen er også presset noe som kommer fram i kapittel 7. Det er noen faktorer som taler for liten rivalisering i bransjen. Nike er den største aktøren i bransjen, men er ikke mye større en Adidas. Ellers har sportsklærbransjen god vekst da bransjen vokser mer enn økonomien generelt. Det er heller store forskjeller i produktene de ulike selskapene i bransjen tilbyr, og det er heller ikke store strategiske fordeler i bransjen.



Effekt på fremtidig budsjettert regnskap

Denne høye forhandlingsmakten og muligheten til å produsere i lavkostnadsland er en fordel for selskapene i bransjen, men samtidig skaper dette høy konkurranseintensitet som fører til strategiske ufordeler for Gymshark. Pga at selskapet er et relativt ungt selskap, og har sin produksjon i England er dette en ufordel for dem i årene fremover. De store etablerte selskapene i

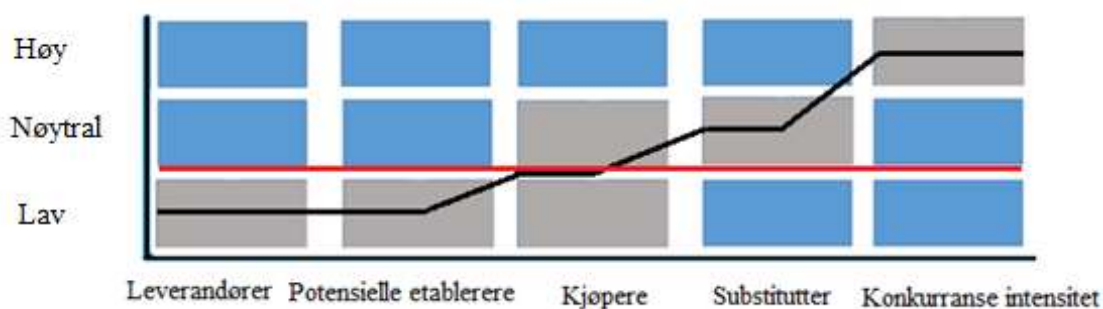


bransjen produser i lavkostnad og sikrer seg med det marginsfordeler, mens Gymshark er i en posisjon hvor de produserer klær og tilbehør i et land hvor produksjons og lønnskostnadene er høyere. Dette får derfor en negativ effekt for Gymshark i prognose perioden frem til de kommer i en posisjon hvor de kan produsere i lavkostnadsland selv. Konkurranseintensitet i bransjen er også høy noe som fører til pressede marginer i bransjen. Dette har selvfølgelig en negativ effekt på det budsjetterte fremtidsregnskapet til Gymshark.

6.2.6 Oppsummering Porter

Figur 6.20 oppsummerer porteranalysen.

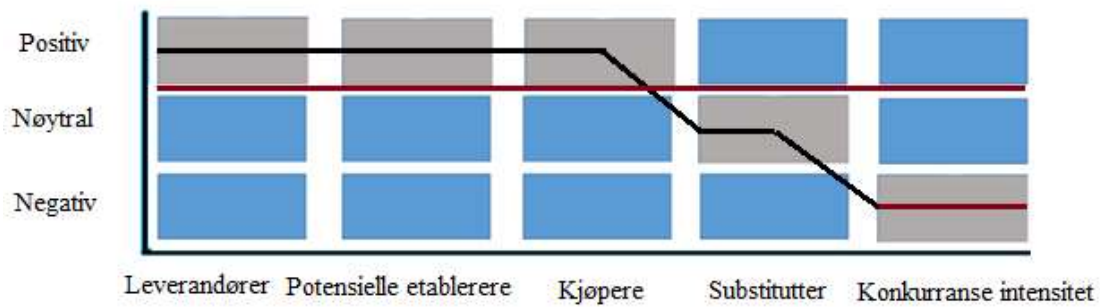
Figur 6.20 – Porters five forces



Kilde: Egenkomponert

Analysen viser at konkurranseintensiteten i bransjen er høy, ellers er de andre kreftene nøytrale eller lave.

Figur 6.21 – Effekt på fremtidig budsjettert regnskap



Kilde: Egenkomponert

Utenom konkurranse intensiteten som vil ha en negativ effekt på Gymshark sitt framtidsregnskap, gir de andre kreftene utenom substitutter et positivt utslag i framtidsregnskapet til Gymshark. Disse fordelene kommer i form av høyere salgsinntekter og lavere kostnader.

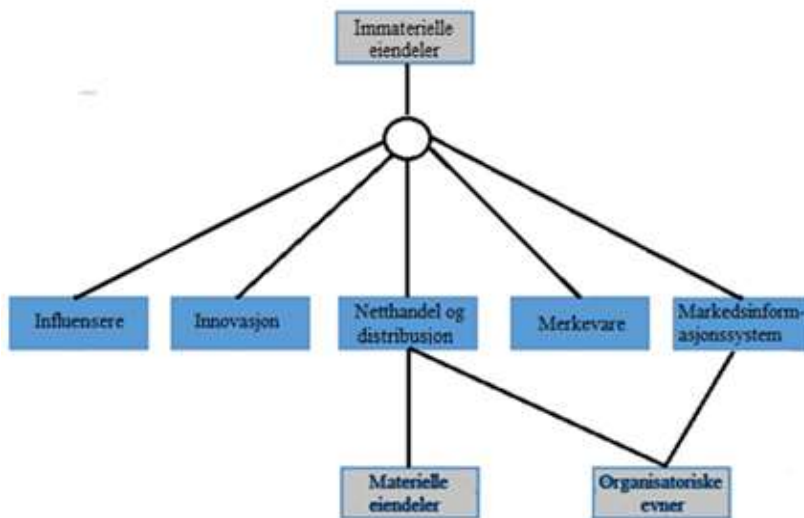
6.3 Selskapsanalyse

For å få innsikt i strategiske fordel må det også ses på fordelene og eventuelt ulempene som genereres av ressursene til Gymshark.

6.3.1 Ressursinndeling

En naturlig måte å dele inn ressursene til selskapet på kan være å gjøre et skille mellom materielle ressurser, immaterielle ressurser og organisatoriske evner.

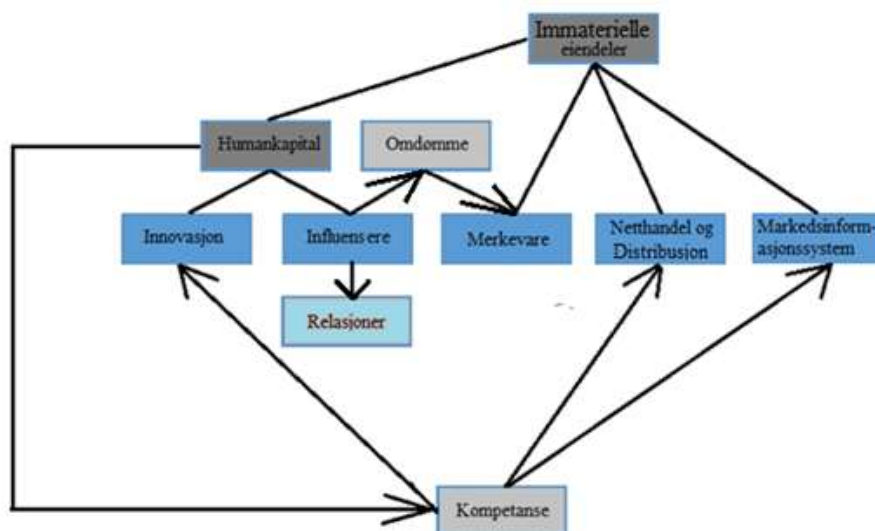
Figur 6.22 – Ressursinndeling



Kilde: Egenkomponert

Ressursene denne delen tar for seg er influensere, innovasjonsevne, netthandel og distribusjon, merkevare og markedsinformasjonssystem.

Figur 6.23 – Ressursinndeling immaterielle eiendeler



Kilde: Egenkomponert

Ressursene innovasjon og influensere springer ut av humankapital. Videre viser figur 6.23 en kompetansefaktor som inneholder kunnskaper, evner og ferdigheter. Kompetansefaktoren er

en driver for ressursene innovasjon, markedsinformasjonssystem og netthandel og distribusjon. Influenserne hjelper selskapet med å bygge relasjoner til kundene samt bygge omdømmet til selskapet. Omdømmet til selskapet bygger opp merkevaren.

6.3.2 Ressurskartlegging og ressursanalyse

For å avdekke om Gymshark har ressurser som andre selskaper i bransjen ikke har samt avgjøre om disse gir selskapet en strategisk fordel er det blitt gjennomført vrio-analyse. Vrio-analysen tar for seg ulike ressurser selskapet har, og ser på om ressursene generer fordeler eller ulemper for bedriften. Det vil også bli diskutert om ressursene utgjør store risikofaktorer for Gymshark.

Figur 6.24 – Vrio-analyse

	1) verdifulle for kundane,	2) sjeldne i marknaden eller mellom konkurrentane,	3) vanskelege å imitere for konkurrentar,	4) effektivt organiserte?	Value Rarity Imitation Organization
→ SVAR:	1)	2)	3)	4)	Superrentabilitet
Influensere	Ja	Ja	Nei	Ja	ndr > ndr_g kort sikt
Innovasjon	Ja	Ja	Nei	Ja	ndr > ndr_g lang sikt
Netthandel og distribusjon	Ja	Ja	Nei	Ja	ndr > ndr_g kort sikt
Merkevare	Ja	Ja	Ja	Ja	ndr > ndr_g lang sikt
Markedsinformasjonssystem	Ja	Nei	Nei	Nei	ndr < ndr_g kort sikt

Kilde: Egenkomponert

Figur 6.25 viser at ressursene influensere og netthandel og distribusjon gir strategiske fordeler på kort sikt i prognoseperioden, mens ressursene innovasjon og merkevare gir strategiske fordeler på lang sikt. Markedsinformasjonssystem gir en strategisk ulempe på kort sikt i prognoseperioden.

Influensere

Som nevnt i kapittel to markedsfører selskapet seg gjennom influensere på sosiale medier. Influenserne er verdifulle for kundene fordi kundene ser opp til, og ønsker gjerne å oppnå samme fysikk som influencerne har. De hjelper Gymshark med å bygge relasjoner til kundene. Dette bidrar til å styrke omdømmet til selskapet. Gymshark arrangerer til tider

arrangementer hvor de samler alle influencerne sine, og møter fansen. Influenserne er også til stede når Gymshark åpner pop-up-stores.

Fram til nå har det vært noe sjeldent å bruke influensere til å promotere sportsklær eller fitnessklær. Det kan derfor argumenteres for at denne type markedsføring er sjelden i bransjen, men selskapet Alphaelite benytter seg også av influensere. Alphaelite er laget av en tidligere influencer som en gang i tiden var sponset av Gymshark. Bortsett fra disse to selskapene er det få selskaper som benytter seg av influensere, og per dags dato er Gymshark det selskapet som har størst tilstedeværelse på sosiale medier. Selskaper som Nike og Adidas bruker først og fremst idrettsstjerner til å promotere sine produkter.

Når det kommer til å imitere strategien til Gymshark, kan det argumenteres for at det er enkelt for etablerte selskaper i bransjen å sponse ulike atleter på sosiale medier. Dette er noe Nike og de store selskapene kunne gjort om de hadde ønsket. Derfor viser vrío-analysen at det er lett å imitere strategien. Det er derimot ikke lett å imitere strategien for nyoppstartete selskaper uten kontakter og kontaktnettverk. Her velges det å legge størst vekt på de store og etablerte selskapene i bransjen, og det antas derfor at strategien er enkel å imitere.

Når det kommer til organiseringen av influencerne så har Gymshark et eget team dedikert til å håndtere disse. Oppgaven til teamet er å sørge for at influencerne oppfører seg i tråd med Gymshark sine verdier og budskap. Dersom influencerne ikke oppfører seg i tråd med verdiene og budskapet til selskapet, vil Gymshark slutte å sponse dem. Det er risiko knyttet til å bruke influensere. Negativ oppførsel fra influencerne som fører til dårlig PR skader Gymsharks omdømmet siden selskapet står bak disse utøverne. Enkelte av de mannlige atletene til Gymshark blir for tiden anklaget for å bruke steroider, og dette er noe som indirekte kan skade merkevaren til Gymshark.

Det konkluderes med at influensere vil gi en kortsiktig effekt når det kommer til ressursorientert strategisk fordel fordi det ikke er vanskelig for de etablerte selskapene i bransjen å kopiere strategien. Gymshark vil mest sannsynlig ikke dominere sosiale medier slik de gjør nå i fremtiden, og utover i prognose perioden.

Innovasjon

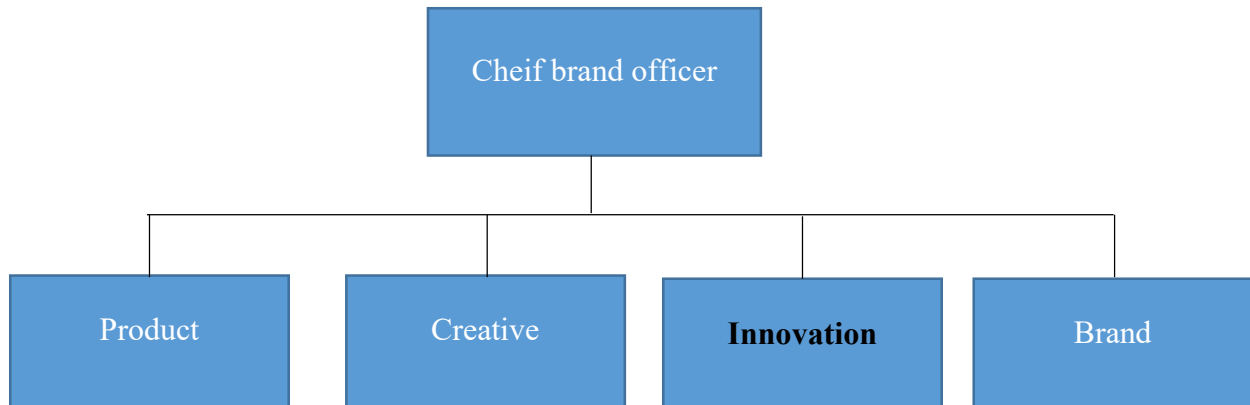
Innovasjonsevnen til hovedeieren i Gymshark Ben Morris er en av hovedgrunnene til at Gymshark er suksesshistorien den er. Som nevnt i kapittel to begynte Gymshark å lage klær som satt bedre på kroppen, var lengre og mer elastiske. Sportsklær med disse egenskapene av god kvalitet solgt til rimelig pris ble en stor hit i fitnesssegmentet. Noe som kjennetegner klær-

og sportsklærindustrien er at selskapene er noe avhengig av å skape trender for å generere høyt salg. Dette har Gymshark klart, og klærene deres er veldig trendy og blir hyppig brukt treningsentre i dag. Hva som er trendy i dag, er derimot ikke nødvendigvis trendy i morgen. Selskapene i bransjen må derfor hele tiden utvikle og fornye konseptene sine. Dette er noe Gymshark naturligvis er klar over, og selskapet jobber stadig med nye design. Noe som også må påpekes er at dersom Gymshark skal opprettholde sin store vekst i fremtiden er de avhengig av å utvide sin produktportefølje. I kapittel tre viser figur 3.7 hvor høy andelen av salginntekten som kommer fra sko er hos de ulike selskapene i bransjen. Gymshark har her et kjempepotensiale når det kommer til å selge sko som kan brukes på treningssentrene. Det er forventet at Gymshark utvider sin produktportefølje i prognoseperioden og med tar flere markedsandeler.

Innovasjonsevnen til selskapet er absolutt verdifull for kundene. De har muligheten til å kjøpe sportsklær som sitter bedre på kroppen, som er mer komfortable, og som rett og slett bare ser bedre ut. Klærne får kundene til å føle seg bedre, og gjør dermed treningsopplevelsen kjekkere.

Selve innovasjonsevnen som Gymshark har, og har hatt er kanskje vanskelig å kopiere, men produktene som har kommet som følge av innovasjonsevnen er ikke vanskelige å kopiere. Det velges her å fokusere på produktene som kommer av innovasjonsevnen. Per dags dato er klærne til Gymshark noe sjeldne. Det er flere selskaper som har kopiert konseptet til Gymshark når det kommer til egenskapene klærene har, men de store selskapene i bransjen er fremdeles litt nølende når det kommer til å gå hardt inn i fitnesssegmentet. Adidas har lagd underselskapet Under Armour som er rettet mot fitness segmentet, mens selskaper som Nike og Puma ligger fremdeles litt etter når det kommer til å gå inn i dette segmentet. Det er forventet at flere selskaper vil kopiere konseptet til Gymshark og gå inn i fitness segmentet i prognoseperioden. Gymshark er godt organiserte når det kommer til innovasjon, og har sitt eget innovasjonsteam som Ben Francis Brand officer er leder for.

Figur 6.25 - Innovasjon



Kilde: Egenkomponert

Det konkluderes med at innovasjonsevnen til Gymshark vil skape en lang varig strategisk fordel, og det forventes at Gymshark vil utvikle og forbedre sin produktportefølje noe som vil føre til ytterligere vekst i prognoseperioden. Risikoen knyttet til Gymsharks innovasjonsevne handler først og fremst om de forsetter å være trendstartere i bransjen. Dersom de ikke klarer dette vil den strategiske fordelene bli redusert.

Netthandel og distribusjon

Noe som skiller Gymshark fra de store selskapene i bransjen er at Gymshark utenom de tre pop-storsene selskapet har, kun driver netthandel. Dette byr på både fordeler og ulemper. En åpenbar ulempe med netthandel er at klærene ikke kan bli prøvd før de blir betalt for, og kundene tar dermed en risiko når de kjøper klær på nettet. Gymshark tilbyr kundene sine å kunne levere tilbake produktene dersom klærene viser seg å ha feil størrelse, men dette er tidskrevende for kundene. Det er i utgangspunktet lettere å bare å gå på butikken. I framtiden forventes det at teknologien som allerede eksisterer i dag vil bli tatt i bruk av selskapene i bransjen. Størrelser kan da måles hjemme ved bruk av mobiltelefonen. Fordelen med netthandel er åpenbart lavere kostnader som følge av en ikke trenger og kjøpe, og leie lokaler for sine butikker. En sparer også kostnader ved at man trenger mindre ansatte som driver butikkene.

Netthandel er verdifullt for kundene fordi de enkelt kjøper klær hjemmefra. Denne form for handel er ikke sjeldent i bransjen og så å si alle aktørene har inkorporert netthandel i sin virksomhet. Konseptet er ikke vanskelig å imitere. Netthandelen og distribusjonen hos

Gymshark er også godt organisert. Gymshark har som nevnt i kapittel to flere varelagre, hvor hovedlageret er i Birmingham. Varelageret er utstyrt med et datasystem som gjør det lett å finne produktene kundene bestiller. Produktene blir så sendt i posten, men kundene må betales shipping kostnader. I fremtiden kan Gymshark bedre og effektivisere sin distribusjon ved å opprette flere varelagre i land de har salg i.

Siden Gymshark er spesialister på netthandel, og har drevet med dette i flere år, er det rimelig å anta at de er noe bedre på dette enn de andre selskapene i bransjen. Nike, Adidas og de andre selskapene rapporterer i sine årsrapporter at det legges ned mer tid, energi og fokus på netthandel. Det forventes dermed at den strategiske fordelene Gymshark har per dags dato som følge av netthandel og distribusjon vil bli redusert. I prognoseperioden forventes det også at Gymshark vil åpne egne butikker, og kanskje etter hvert få dyttet ut sine produkter til ulike sportskjeder som selger sportsklær. Den strategiske fordelene som kommer av netthandel og distribusjon forventes derfor å være kortvarig. Risikoen knyttet til netthandel og distribusjon handler først og fremst om nettsidene og distribusjonssystemet fungerer slik de skal. Dersom de ikke gjør det kan det føre til tapte inntekter samt svekket merkevare. Dette vil føre til redusert strategisk fordel.

Merkevare

Gymshark er det største selskapet i fitnesssegmentet i sportsklærbransjen. Influenserne Gymshark benytter seg av har en stor del av æren for dette. Å være den største merkevaren i dette segmentet gir en rekke fordeler.

Figur 6.26 – Fordeler med merkevare



Kilde: (2018, estudie.no)

Figur 6.26 viser at en merkevare er verdifull for kundene av flere grunner. Det er ikke mange merkevarer i sportsklærbransjen hvor selskapene er av stor størrelse, og som påpekt er Gymshark først og fremst en merkevare i fitnesssegmentet. Nike, Adidas og Puma er de mest kjente merkevarene i bransjen. Det er vanskelig å bygge opp en merkevare i bransjen i dag fordi det krever at nyetablerte selskaper selger innovative produkter gjerne i markedssegmenter som de andre aktørene ikke retter fokus mot. Gymshark klarte å bygge merkevaren sin gjennom å fokusere på fitnesssegmentet, og skille seg ut fra de andre selskapene i bransjen med å lage produkter som var bedre egnet for nettopp dette segmentet. Gymshark har et eget team som jobber for å styrke merkevaren, og virker godt organiserte på det området. Det er ventet at den strategiske fordelene Gymshark har som følge av å være den beste merkevaren i fitnesssegmentet vil være langvarig. Dette vil gi en positiv effekt i prognoseperioden. Samtidig er det risiko knyttet til merkevaren, og det faktum at den kan bli svekket.

Markedsinformasjonssystem

Det er viktig å ha et godt markedsinformasjonssystem spesielt med tanke på å estimere forventet etterspørsel etter produktene som lages. Gymshark har ved flere anledninger gått tom for produktene de har laget etter de har blitt lansert. Fordi selskapet ikke bestiller og lager nok produkter har de derfor salgsinntekter gått tapt. Det andre selskaper i bransjen gjør som selger klær gjennom andre kjeder er at de kan gå med en skisse av et plag til butikken de ønsker å selge klærne til, for eksempel XXL, og høre om de er interessert i å kjøpe plaget. Derom XXL sier ja, kan selskapet be om salgsstatistikken til XXL slik at de kan se hvor mye av produktet de bør lage. Nesten alt salg hos Gymshark skjer over nettet. Fordi Gymshark fremdeles vokser, og ikke er i "steady state" er det veldig vanskelig for selskapet å estimere mengden av et produkt de trenger å lage når produktet skal lanseres. Siden Gymshark er et relativt ungt selskapet, sitter selskapet med lite data når de skal estimere hvor mye av et produkt de skal lage. Hovedproblemet er at det tar noe tid fra når selskapet bestemmer seg for å lage et nytt produkt, til produktet lanseres, og i mellomtiden har selskapet og kundemassen vokst. Dette er en utfordring for selskapet, og gjør at Gymshark sin strategiske fordel ikke er så høy som den kunne ha vært. Dette er bare et av flere problemer Gymshark har som i all hovedsak oppstår fordi selskapet er i stor vekst, og som er med på å sette kapasitetsbegrensninger som gjør at selskapet ikke har maksimalt salg i forhold til hva de kunne ha hatt.

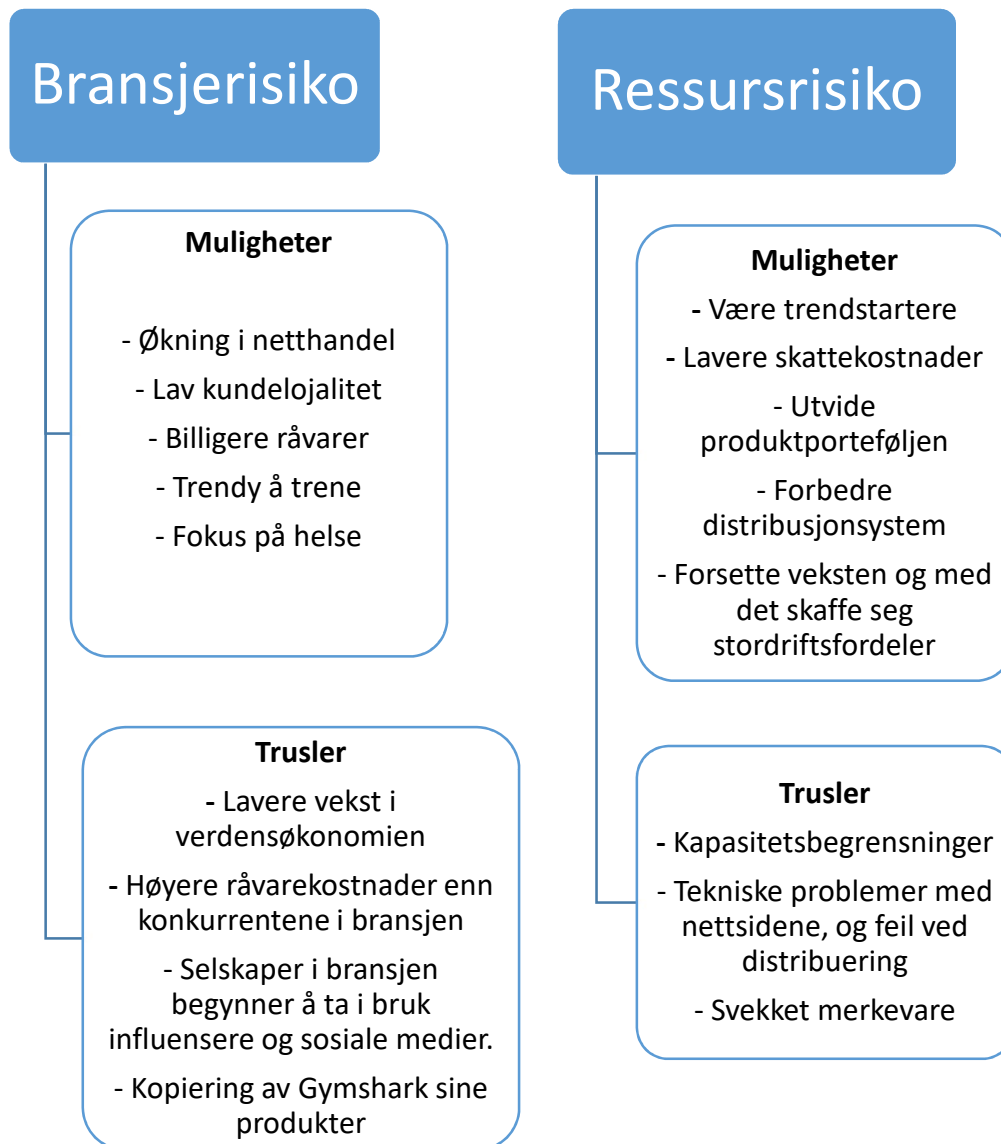
Et bra markedsinformasjonssystem er åpenbart verdifullt for kundene fordi det betyr at selskapet ikke selger ut av varene kundene ønsker å kjøpe. Å ha et system for å håndtere og estimere etterspørselen i markedet er ikke uvanlig, og det er ikke vanskelig å kopiere.

Gymshark har for tiden et dårlig organisert markedsinformasjonssystem som ikke helt virker, men det er forventet at dette blir ordnet i fremtiden spesielt når den høye veksten i selskapet avtar. Det er forventet at problemet med markedsinformasjonssystemet vil ha en negativ effekt på den strategiske fordelene i prognoseperioden ettersom den strategiske fordelene hadde vært høyere dersom markedsinformasjonssystemet hadde vært i orden.

6.4 Oppsummering Swot-analyse

Det er som nevnt tidligere ulike risikofaktorer knyttet til ressursene Gymshark har, men Gymshark er også utsatt for risikofaktorer som kommer av å operere og drive virksomhet i sportsklærbransjen. Swot-analysen oppsummeres de viktigste risikofaktorene Gymshark er utsatt for. Disse vil være med på å skape svingninger i den strategiske fordelene og eller ulempen til Gymshark.

Figur 6.27 - Oppsummering Swot-analyse



Kilde: Egenkomponert

For Gymshark er det viktig at selskapet klarer å fortsette å være innovative, og lage produkter som er populære hos kundemassen i markedet. Selskapet har en ypperlig mulighet til å bruke merkevaren de har bygget opp til å lansere og selge egne sko. Først må Gymshark selvfølgelig få driftseiendelene som er nødvendig for å kunne produsere sko. Med den merkevaren Gymshark har bygget opp har selskapet virkelig et stort potensiale når det kommer til å ta markedsandeler fra andre aktører i bransjen. Samtidig burde selskapet være bekymret over at strategien de har brukt med å markedsføre seg gjennom influensere er enkel å kopiere for de større selskapene i bransjen. Det er influensere som skaper den initiale trafikken på nettsidene til Gymshark, og dersom det blir sterk kamp om influenserne i fitnesssegmentet vil det bli

vanskeligere for Gymshark å øke trafikken på nettsidene i årene fremover. Gymshark burde også ha i tankene at businesskonseptet deres kan kopieres, og adapteres av selskaper i bransjen slik at konkurranseintensiteten i fitnesssegmentet tilspisser seg ytterligere. Dette vil i så fall føre til ytterligere press på marginene i bransjen som allerede er lave. Dette vil bli mer klart i kapittel 7.

Tabell 6.1 - Oppsummering strategisk fordel drift basert på strategisk analyse

Strategisk fordel	Historisk	Fremover
Bransjefordel	Stor	Stor
Ressursulempe	Moderat	
Ressursfordel		Svært stor
Strategisk fordel drift	Moderat	Svært stor

Kilde: Egenkomponert

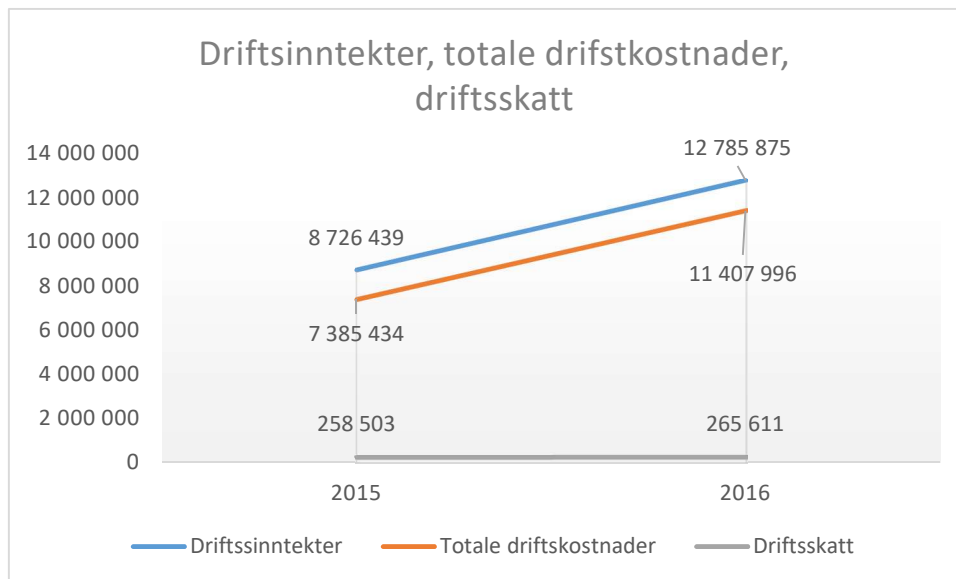
I kapittel 3 ble det avdekket at sportsklærbransjen hadde større vekst enn den generelle klesbransjen. I analysen kommer det fram at det er trendy å trene, og at folk i dag har et større fokus på sin generelle helse. Dette kombinert med en positiv økonomisk utvikling de siste årene forklarer hvorfor sportsklær bransjen har vært i sterk vekst, og med det opplevd en høy bransjefordel. Selv om det forventes en reduksjon i den økonomiske veksten vil det ikke bli mindre populært å trene. Dette kombinert med at det ikke virker som at sportsklærbransjen er en syklisk bransje vil sørge for en bransjefordel i årene fremover.

Til tross for at Gymshark har noen strategiske ressursorienterte fordeler, observeres det likevel ulike kapasitetsbegrensninger som følge av at selskapet har opplevd stor vekst. Det er forventet at dette i kombinasjon med at eierne til Gymshark ikke er veldiversifiserte eiere vil selskapet en ressursulempe når den historiske lønnsomheten analyseres. I fremtiden forventes det kapasitetsbegrensningene vil minke da Gymshark har investert i et nytt stort varelager i tillegg til et nytt hovedkontor. Problemer som å estimere etterspørselen etter produktene i markedet forventes å forsvinne samtidig som fordelene av influenser markedsføring og netthandel virksomhet for alvor vil slå inn i 2017. Det konkluderes dermed med at Gymshark vil ha en moderat strategisk fordel i den historiske analysen og en svært stor fordel strategisk fordel i begynnelsen av framtidsregnskapet. Denne strategiske fordelen vil bli betydelig mindre etter hvert som Gymshark beveger seg mot "steady state".

7. Investoranalyse

Årsregnskapet til Gymshark, og årsregnskapene til Nike, Puma, Adidas og Under Armour har blitt justert slik at de kan brukes for analyseformål. I finansrapportene til Gymshark er det bare rapportert årsresultat for 2015 og 2016. Regnskapsåret til Gymshark slutter 31. july, og begynner 1. august. Analysen begynner med å ta for seg driftsinntektene, driftskostnadene og driftskatten til Gymshark.

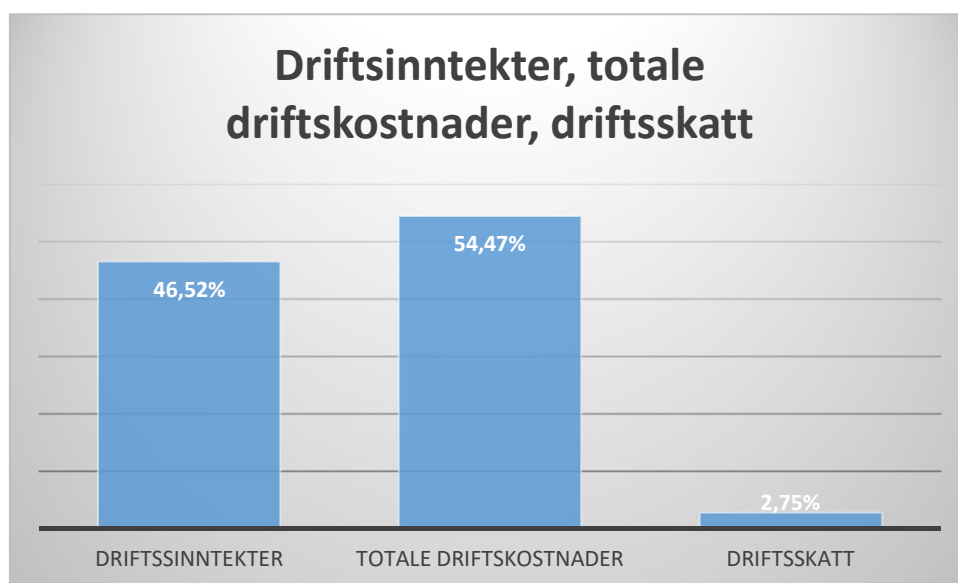
Figur 7.1 – Driftsinntekter, totale kostnader og driftsskatt



Kilde: Egenkomponert

Gymshark rapporterte driftsinntekter på 8.726.439 og 12.785.875 pund i regnskapsårene 2015 og 2016. Figur 7.1 viser at Gymshark opplevde god vekst i driftsinntekter samt vekst i de totale driftskostnadene. Driftskatten økte også noe i denne perioden.

Figur 7.2 – Vekst i Driftsinntekter, totale driftskostnader kostnader og driftsskatt



Kilde: Egenkomponert

Gymshark opplevde vekst i driftsinntekter på 46,52% i 2016, og en vekst i totale driftskostnader på 54,47%. Gymshark opplevde vekst i driftsinntekter fordi selskapet foresetter å investere i nye driftseiendeler. Selskapet fikk også mer kortsiktig operasjonell gjeld, som er en naturlig konsekvens av at selskapet vokser. Økningen i kortsiktig operasjonell gjeld kom først og fremst pga av økning i leverandørgjelden, Med det kan det vises til at det ble kjøpt inn flere råmaterialer.

Gymshark betalte heller ikke ut store dividende summer, og utbetalingsraten i % av netto årsresultat var 14% og 16% i 2015 og 2016. Dersom den opprinnelige kontantstrømmen til selskapet undersøkes, se vedlegg 9, viser kontantstrømmen at bankkontoen til selskapet økte med 702.214. Poenget er at Gymshark ikke reinvesterte all sin kapital i kjernevirksomheten, og kunne i utgangspunktet hatt større vekst i driftsinntekter dersom de hadde valgt å gjøre dette.

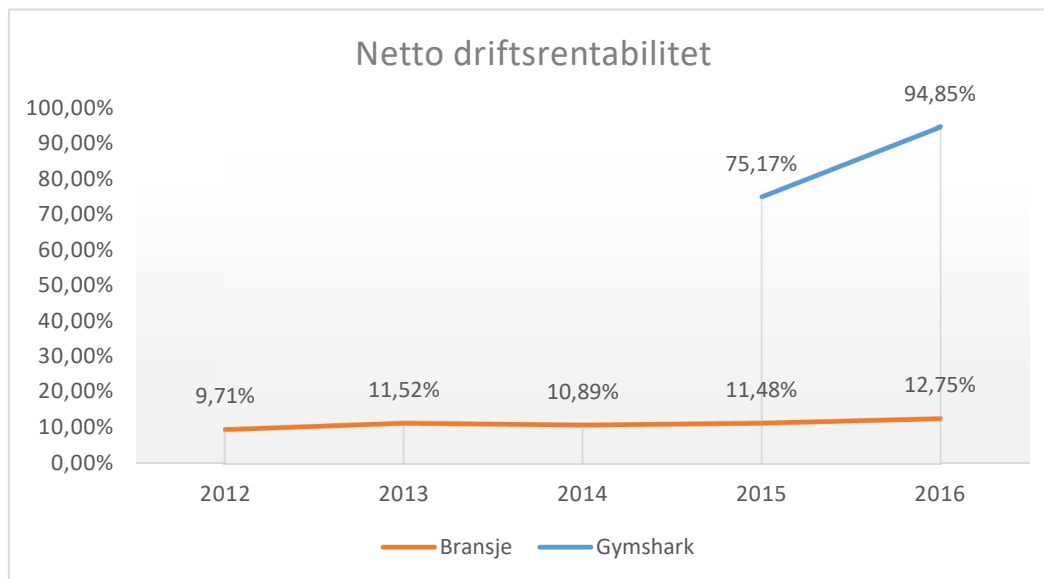
7.1 Lønnsomhetsanalyse

I dette kapittel vil det utføres en tradisjonell lønnsomhetsanalyse samt en strategisk lønnsomhetsanalyse. Den strategiske lønnsomhetsanalysen tar for seg hvordan meravkastningen eller superprofitten til selskapet blir generert. Som nevnt i kapittel 5 er det viktig at kjernevirksomheten er lønnsom.

7.1.1 Netto driftsrentabilitet

I årsregnskapet til Gymshark ble ikke operative leiekostnader, R&D utgifter og markedsføringskostnader oppgitt. Den første rentabilitetsanalysen gjøres dermed uten at disse kostnadene har blitt kapitalisert i balansen. Netto driftsrentabiliteten til Gymshark er dermed meget høy sammenlignet med bransjen hvor disse kostnadene og utgiftene har blitt kapitalisert.

Figur 7.3 – Netto driftsrentabilitet



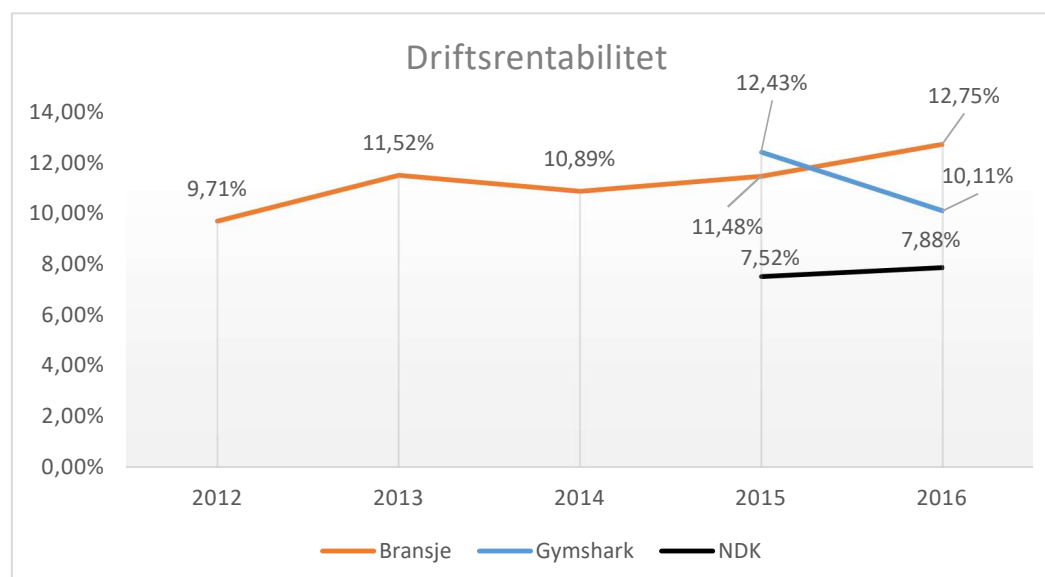
Kilde: Egenkomponert

Figuren viser at Gymshark hadde en netto driftsrentabilitet i 2015 og 2016 på 75,17% og 94,85%. Bransjen hadde i disse årene en netto driftsrentabilitet på 11,48% og 12,75%. Det er tydelig at dette ikke er en fornuftig sammenligning da rentabiliteten til Gymshark er kraftig blåst opp pga av manglende balanseføring. Noe må gjøres med kostnadene og utgiftene som ikke er oppgitt slik at disse kan balanseføres.

Det som er blitt gitt av informasjon er at Gymshark leier bygningene for kontorene og varelagrene sine. Siden Gymshark kun driver med netthandel, og med det ikke driver sine egne butikker er det rimelig å anta at selskapet har lavere leiekostnader sammenlignet med hva som er normalt å ha i bransjen. Når det kommer til markedsføringskostnadene er det slik at Gymshark som nevnt i kapittel 6 ikke inngår kontrakter med store idrettsstjerner osv. Det antas derfor at Gymshark bruker betydelig mindre penger på markedsføring enn selskapene som inngår i bransjeregnskapet.

For å komme fram til kostnadene og utgiftene som ikke ble oppgitt ble de totale driftskostnadene for bransjeregnskapet regnet ut uten avskrivninger og nedskrivninger. Det ble så regnet ut hvor mye markedsføringskostnadene, leiekostnadene og F&U utgiftene utgjorde av disse i %. Procentsatsene ble så justert ut i fra informasjonen som er tilgjengelig i oppgaven for å bedre passe Gymshark. Satsene ble til slutt ganget med de totale driftskostnadene til Gymshark. På denne måten ble det regnet ut et anslag på markedsføringskostnadene, de operasjonelle leiekostnadene og F&U utgiftene. Det påstås ikke at anslagene som ble regnet ut er helt korrekte, men når disse kostnadene og utgiftene kapitaliseres får Gymshark en mer fornuftig netto driftsrentabilitet. Pga av det ikke ble oppgitt et årsresultat i årsrapporten til Gymshark for regnskapsåret 2014, var det ikke mulig å ta inn luftige verdier i balansen i dette året. Siden Gymshark ikke er i "steady state" antas det at de luftige verdiene som er tatt inn i balansen vil vokse. Dermed var det heller ikke mulig å ta de luftige verdiene i 2015, og legge de inn i balansen i 2014. Netto driftseiendelene i 2014 er dermed undervurdert, og det gir derfor lite mening å regne rentabilitetstall på inngående kapital i 2015. Det blir også vanskelig å bruke gjennomsnittlig kapital for å regne rentabilitet i 2015 av samme grunn. I den historiske lønnsomhetsanalysen vil derfor rentabilitetstallene bli regnet på utgående kapital. For å være konsistent er rentabilitetstallene for bransjeregnskapet og de historiske avkastningskravene også regnet på utgående kapital.

Figur 7.4 – Netto driftsrentabilitet



Kilde: Egenkomponert

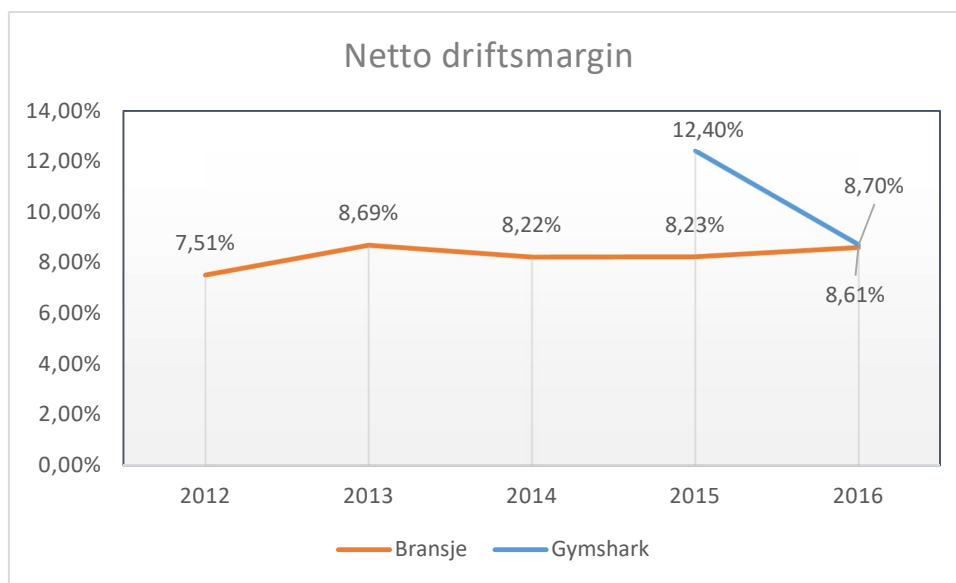
Med kapitaliserte markedsføringskostnader, leiekostnader og F&U utgifter hadde Gymshark en netto driftsrentabilitet på 12,43% og 10,11% i 2015, og i 2016. I denne perioden ble netto

driftsrentabiliteten redusert med 2,32%. Netto driftsrentabiliteten lå likevel over avkastningskravet. Dette betyr at Gymshark var lønnsom i perioden og generte superprofitt. Driftsrentabiliteten til Gymshark lå over bransjegjennomsnittet i 2015, men under bransjegjennomsnittet i 2016.

7.1.2 Netto driftsmargin

Driftsrentabiliteten kan deles opp inn i netto driftsmargin og omløpshastigheten til netto driftseiendeler.

Figur 7.5 – Netto driftsmargin



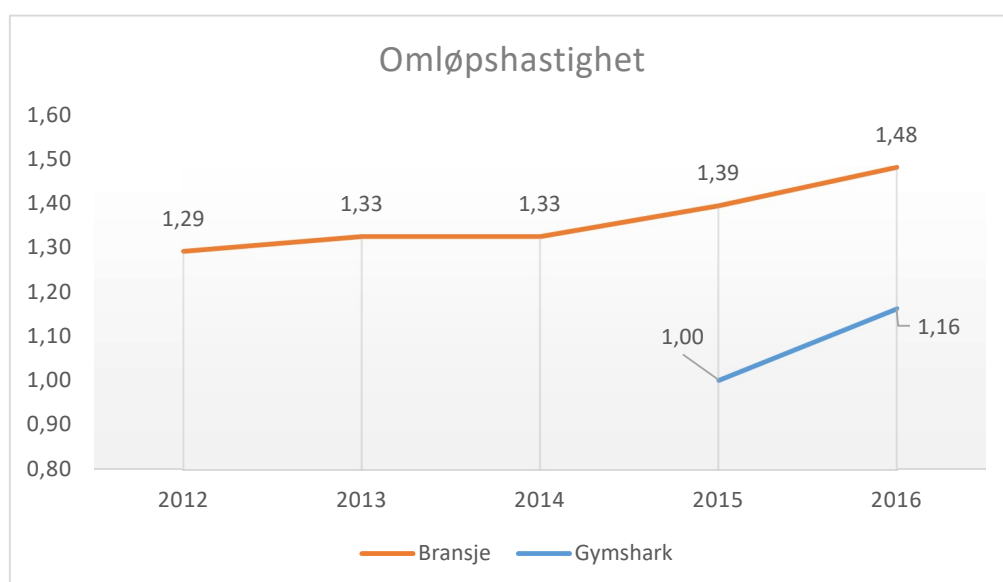
Kilde: Egenkomponert

Figur 7.5 viser at netto driftsmargin til Gymshark var høyere enn netto driftsmarginen til bransjen. Gymshark hadde en netto driftsmargin på 12,4% og 8,7% i 2015 og 2016. I denne perioden ble driftsmarginen til Gymshark redusert med 3,7%. Bransjen hadde en driftsmargin på 8,23% og 8,61% i 2015, og 2016.

7.1.3 Omløpshastighet

Ved å undersøke omløpshastigheten ses det på om selskapet er effektivt med sin investerte kapital i netto driftseiendeler, og om selskapet priser produktene sine riktig.

Figur 7.6 – Omløpshastigheten til netto driftseiendeler



Kilde: Egenkomponert

Gymshark hadde lavere omløpshastighet enn bransjeregnskapet. Gymshark hadde en omløpshastighet på 1 og 1,16 i 2015 og 2016. I første omgang virker dette noe rart i og med at selskapet kun driver netthandel. Det alene burde kanskje sørge for at Gymshark har mindre verdier i balansen i forhold til salgsinntektene selskapet generer. Lavere leiekostnader og markedsføringskostnader burde også gi utsalg i form av lavere netto driftseiendeler som igjen vil drive omløpshastigheten til kapital investert opp. Det er mulig det ble tatt for hardt i når leie, markedsføringskostnadene og F&U utgiftene ble kapitalisert. Siden Gymshark ikke har store verdier i balansen i utgangspunktet får de luftige verdiene som er tatt inn i balansen stor betydning når omløpshastigheten til Gymshark regnes ut.

Til tross for at omløpshastigheten til Gymshark økte i perioden 2015-2016 gikk netto driftsrentabiliteten til Gymshark ned i denne perioden pga av fallende netto driftsmargin. Gymshark ble med andre ord mer effektive med sin investerte kapital med tanke på å generere salgsinntekter, men økte kostnader drev netto driftsmarginen ned.

7.2 Strategisk lønnsomhetsanalyse

En strategisk fordel kommer av at et selskap har visse ressurser som konkurrentene i bransjen ikke har samt at spesifikke forhold i bransjen skaper fordeler for selskapene som er en del av bransjen.

Tabell 7.1 – Strategisk fordel Gymshark

Gymshark	2015	2016
Ndr	12,43 %	10,11 %
Ndk	7,52 %	7,88 %
Strategisk fordel	4,91 %	2,24 %

Kilde: Egenkomponert

Tabellen viser at Gymshark hadde en strategisk fordel på 4,91% i 2015 og 2,24% i 2016. Den strategiske fordelingen kan deles inn i en bransjeorientert- og ressursorientert fordel.

Tabell 7.2 – Strategisk fordel Gymshark

Forholdstall	Symbol	2015	2016
(Ndr_B)		11,48 %	12,75 %
(Ndk_B)		3,52 %	3,58 %
Bransjeorientert fordel	$(Ndr_B - Ndk_B)$	7,97 %	9,18 %
Ndr		12,43 %	10,11 %
(Ndr_B)		11,48 %	12,75 %
(Ndk_B)		3,52 %	3,58 %
Ndk		7,52 %	7,88 %
Ressursorientert ulempe	$((Ndr - Ndr_B) + (Ndk_B - Ndk))$	-3,06 %	-6,94 %
Strategisk fordel	Bransjefordel + Ressursfordel	4,91 %	2,24 %

Kilde: Egenkomponert

7.2.1 Bransjefordel

Tabellen viser at Gymshark hadde en ekstern bransjeorientert fordel på 7,97% og 9,18% i 2015 og 2016. Denne fordelingen var et resultat av flere faktorer. Folk var blitt mer opptatt av trening og helse, og som et resultat av dette kjøpte flere treningsklær og sko. De siste årene har det vært vekst i flere økonomiske nøkkeltall som kapittel 3 viste, og folk har dermed hatt, og tatt seg råd til å kjøpe flere produkter. Netthandel og utvikling i teknologi har også ført til at bransjen har nådd ut til flere kunder. Porter-analysen viste blant annet at leverandørene

hadde lite forhandlingsmakt, at kundene var illojale og at det ikke var en stor trussel fra inntrengere som tar store markedsandeler. Tabell 7.2 viser også at netto driftskravene i år 2015 og 2016 var lave i bransjen. En faktor som bidro til dette var det lave rentenivået som har vært i USA, og Europa de siste årene. Alle disse faktorene var med på gjøre bransjen mer lønnsom i perioden. I kapittel 10 vil det bli forklart hvorfor $Ndk_B - Ndk \neq 0$.

7.2.2 Ressursulempe

Gymshark hadde en negativ ressursorientert ulempe på -3,06% og -6,94% i 2015 og 2016.

Ressursulempen kan deles inn i en marginfordel, omløpsulempe og en investerulempe.

Tabell 7.3 - ressursorientert fordel

Vekt	Symbol	2015	2016	Tidsvektet
Marginfordel	$(Ndm - Ndm_B) * onde$	4,18 %	0,11 %	2,14 %
Omløpsulempe	$(Onde - Onde_B) * ndm_B$	-3,23 %	-2,75 %	-2,99 %
Ressurs fordel/Ulempe	$(Ndr - Ndr_B)$	0,94 %	-2,64 %	-0,85 %
Investorulempe	$(Ndk_B - Ndk)$	-4,00 %	-4,30 %	-4,15 %
Ressursorientert ulempe	$(Ndr - Ndr_B) + (Ndk_B - Ndk)$	-3,06 %	-6,94 %	-5,00 %

Kilde: Egenkomponert

Tabell 7.3, figur 7,5 og 7,6 viser at Gymshark hadde en positiv marginfordel, men en omløpsulempe. Den positive marginfordelen var 4,18% og 0,11% i 2015, og 2016. For å undersøke marginfordelen blir det brukt en common-size-analyse.

Tabell 7.5 – Common-size-analyse

År	2015			2016		
	Gymshark	Bransje	(B - G)	Gymshark	Bransje	(B - G)
Sum inntekter	100 %	100 %	0 %	100 %	100 %	0 %
Varekostnader	23 %	53 %	30 %	31 %	53 %	22 %
Marketsføring	5 %	11 %	6 %	5 %	11 %	6 %
Leie kostnader	7 %	1 %	-6 %	7 %	1 %	-6 %
F&U	0,96 %	0,37 %	-1 %	1 %	0,39 %	-1 %
Andre kostnader	47 %	15 %	-32 %	45 %	16 %	-29 %
Avs og nedskrivning	1 %	7 %	6 %	1 %	6 %	5 %
Driftsskatt	3 %	4 %	1 %	2 %	4 %	2 %
Skatt tilknyttede selskap	0 %	0,001 %	0 %	0 %	0,001 %	0 %
Netto driftsmargin	12,40 %	8,23 %	4,17 %	8,70 %	8,60 %	0,09 %

Kilde: Egenkomponert

Marginsfordel

Common-size-analysen viser at Gymshark hadde en lavere varekostnad enn bransjeregnskapet i % av summen av alle salgsinntekter fra driften. Gymshark hadde en fordel på 30% og 22% i 2015 og 2016 når det gjaldt varekostnadene. Gymshark hadde også lavere markedsføringskostnader hvor selskapet har en fordel på 6% i 2015, og 2016. Gymshark hadde en høyere andel når det kommer til leie kostnadene i % av summen av driftsinntektene. Gymshark har en negativ fordel på -6% i 2015, og 2016. Som nevnt tidligere det mulig at anslaget på leiekostnadene er for høye, men samtidig gir det mening at leiekostnadene utgjør en stor andel av driftskostnadene for et selskap som er relativt ungt. Gymshark leier tross alt flere store bygg både i England og i flere andre land. Når det kommer til forskning og utvikling hadde Gymshark en negativ fordel på -1% i, 2015 og 2016. "Andre kostnader " er restposten som tar for seg alle de andre kostnadene Gymshark og bransjen har. I denne posten ligger logistikk og distribusjonskostnader, lønnskostnader og administrative kostnader. Det hadde vært fordelaktig å dele denne posten opp i flere deler, men pga av hvordan de ulike selskaper grupperte sine driftskostnader i regnskapene var det ikke mulig å lage en fornuftig inndeling av disse postene. Når det kommer til "Andre kostnader " hadde Gymshark en ulempe på -32% og -29% i 2015 og 2016. Gymshark hadde en fordel i avskrivnings og nedskrivnings posten på 6% og 5% i 2015, og 2016. Dette gir mening siden Gymshark har mindre betydelig lavere verdier i balansen sammenlignet med bransjeregnskapet. Gymshark hadde også en liten fordel når det kommer til skattekostnadene hvor Gymshark hadde en fordel på 1% og 2% i 2015 og 2016. I kapittel 3 kom det fram at England hadde lavere skattesats enn andre land.

Common-size-analysen viser at Gymshark hadde fordeler når det kommer til varekostnadene, markedsføringen, avskrivninger og skatten. Analysen så langt viser at Gymshark har tatt markedsandeler i fitnesssegmentet, og har klart dette ved å selge produkter som har skilt seg ut. Bruken av influenser markedsføring forklarer fordelene i markedsføringskostnader. Videre har selskapet opplevd reduserte kostnader som følge av at salget hovedsakelig skjer gjennom nettet. Gymshark hadde en netto driftsmarginsfordel på 4,17% og 0,09% i 2015, og 2016. Selskapet opplevde en nedgang i marginen på 4,08% i denne perioden. Nedgangen skyldtes først og fremst en økning i varekostnadene. Det er tydelig at Gymshark kjøper inn flere råvarer med den ide om å lage og selge flere produkter. Kapittel 6 avdekket at Gymshark hadde en ufordel sammenlignet med de andre store selskapene i bransjen når det kom til underleverandørene. Siden de store selskapene i bransjen har flyttet produksjonen sin til

lavkostnadsland hvor de enkelt kan få tilgang på billige råvarematerialer generer dette en fordel. Dette kommer nå til syne når Gymshark vokser. Driftskostnaden i % av salgsinntektene økte med 7% i perioden 2015-2016. Samtidig har ikke selskapet generert nok salgsinntekter til å utlikne effekten av de økte varekostnadene i 2016.

Omløpsulempen

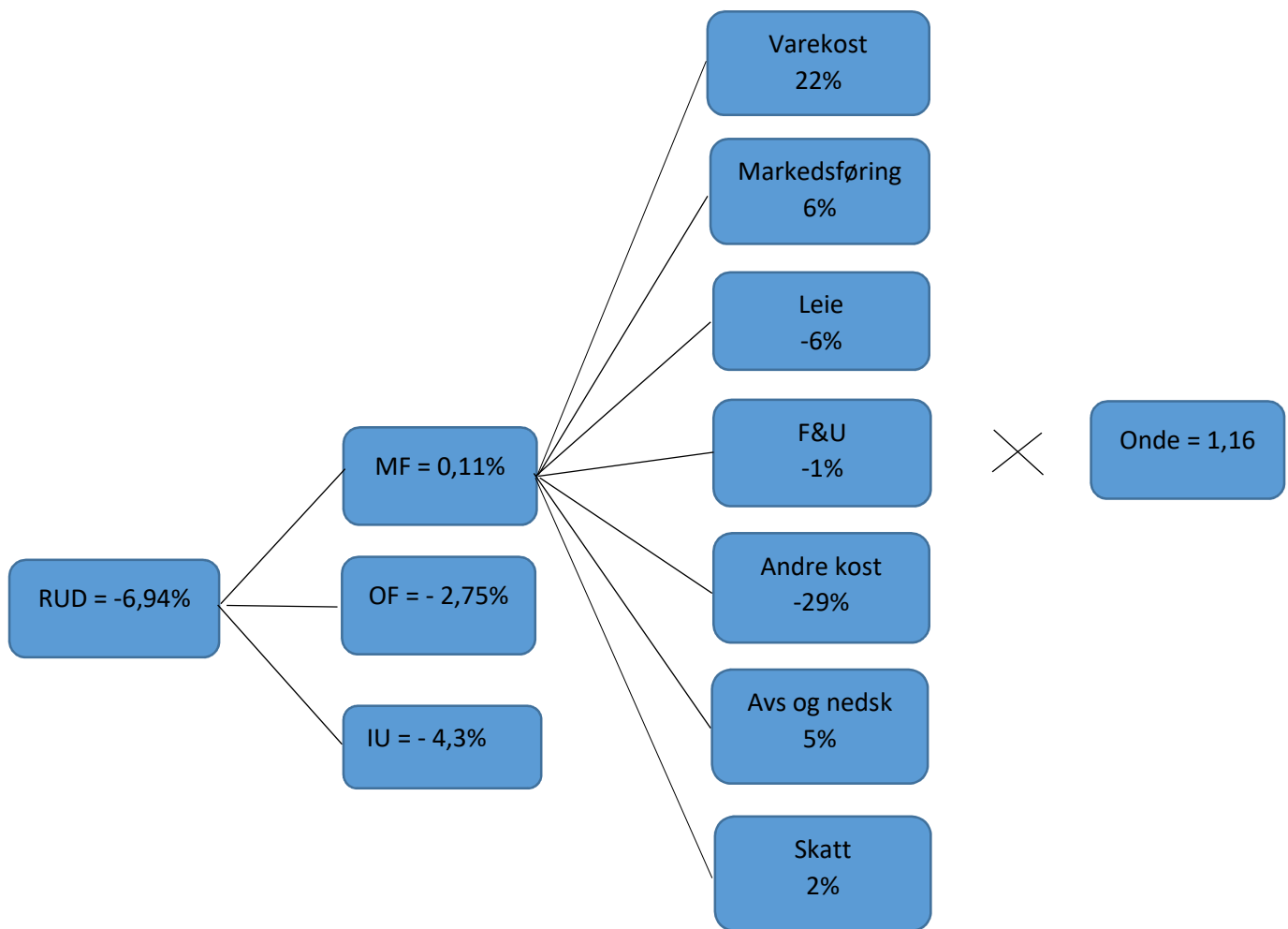
Omløpsulempen til Gymshark var -3,23%, og -2,75% i 2015 og 2016. Netto driftseiendelene til Gymshark er bundet opp i 360 og 310 dager i gjennomsnitt i 2015, og 2016.

Omløpshastigheten til Gymshark bedret seg noe i perioden. Økningen i omløpshastigheten skjedde fordi salgsinntektene til Gymshark øker. Økt popularitet rundt merkevaren i tillegg til at Gymshark bedret sin kapasitet som følge av en rekke tiltak. I 2017 ble det leid nye kontorer, og nye varelagre. Gymshark posisjonerer seg med til å kunne selge mer av produktene sine og generere høyere salgsinntekter i framtiden. Det forventes ikke at omløpsulempen Gymshark opplevde i 2015 og 2016 vil være varig.

Investorulempe ($Ndk_B - Ndk$)

Det er viktig å påpeke er at netto driftskravet til bransjen, var lavere enn netto driftskravet til Gymshark. Kravet var lavere for bransjen først og fremst fordi det antas at investorene i bransjen var veldiversifiserte investorer, noe eierne av Gymshark ikke er. Eierne til Gymshark krever kompensasjon for å ta på seg usystematisk risiko, noe som driver netto driftskravet til Gymshark kraftig opp. Dette blir nærmere gått inn på i kapittel 10. Finansieringen til Gymshark etter at operasjonelle leiekostnader, F&U utgifter og markedsføring er kapitalisert er også med på å drive netto driftskravet til selskapet opp. Den balanseførte leiekostnaden driver forholdstallet $\frac{\text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Egenkapital}}$ kraftig opp slik at totalbeta til Gymshark blir meget høy etter at netto totalbeta blir vektet med gjeldsandelen til selskapet. Gymshark hadde en ulempe som følge av høyere avkastningskrav enn bransjen på -4,00% og -4,30% i 2015, og 2016. Det viser seg at det å ikke være en veldiversifisert investor reduserer ressursfordelen til selskapet. Det gir en investorulempe.

Figur 7.7 – Oppsummering ressursfordel drift - Dupont analyse

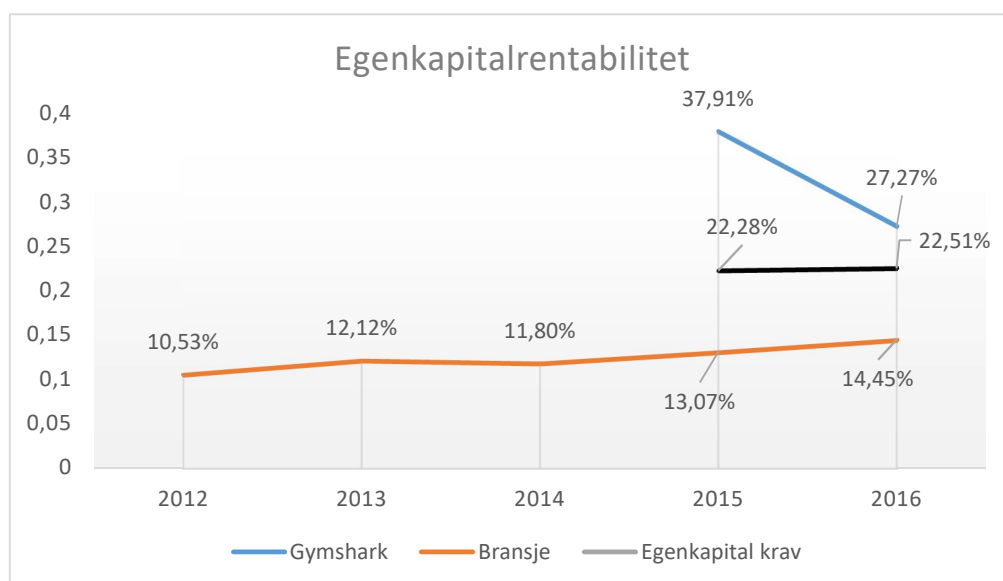


Kilde: Egenkomponert

7.3 Strategisk rentabilitetsanalyse

Eierne til Gymshark er opptatt av hvor høy avkastning de får på egenkapital de har investert. Egenkapitalrentabiliteten er regnet ut basert på det normaliserte resultatet slik at unormale inntekter og kostnader er holdt utenfor analysen.

Figur 7.8 - Egenkapitalrentabilitet



Kilde: Egenkomponert

Figur 7.8 viser at Gymshark genererte høy avkastning for eierne sine, og hadde en egenkapitalrentabilitet på 37,91% og 27,27% i 2015, og 2016. Rentabiliteten gikk ned med 10,64% i denne perioden, men egenkapitalrentabiliteten til Gymshark var fremdeles høyere enn avkastningskravet. Selskapet generte dermed superprofitt i perioden. Den store reduksjon kom som følge av lavere strategisk fordel i 2016. Egenkapitalrentabiliteten til Gymshark var også langt høyere en egenkapitalrentabiliteten i bransjen. Den høye egenrentabiliteten til Gymshark kom som følge av at driften var lønnsom i perioden samt at en gearingsfordel. Gearingsfordelen skyldes gjeldsandelen til Gymshark som generer en sterk gearingsfordel i 2015, og en noe mindre gearingsfordel i 2016. Det er den kapitaliserte operasjonelle leien som gir en høy gjeldsandel, og som dermed generer gearingsfordelen.

Tabell 7.6 – Strategisk eierfordel

	Symbol	2015	2016
Strategisk fordel	$(Ndr - Ndk)$	4,91 %	2,24 %
Gearingsfordel	$(Ndr - Ndk) * Nfgg$	11,16 %	5,06 %
Finansieringsfordel	$(Nfgk - Nfgr) * Nfgg$	-0,43 %	-2,54 %
Strategisk eier fordel	$(Ekr - Ek)$	15,63 %	4,76 %

Kilde: Egenkomponert

Tabell 7.6 viser at den strategiske eierfordelene i stor grad kom av en gearingsfordel. Gearingsfordelen var 4,91% og 2,24% i 2015 og 2016. Gearingsfordelen ble redusert i 2016 fordi den strategiske fordelene til Gymshark ble redusert. Tabellen viser også at Gymshark

hadde en finansieringsulempe i 2015 og 2016. I teorien betyr dette at den netto finansielle gjeldsrenten er høyere enn det netto finansielle gjeldskravet.

For at Gymshark skal skape mer verdi til sine eiere er det viktig å ta tak i omløpshastigheten til netto driftshastigheten hvor Gymshark hadde en ulempe. Her er det nok først og fremst effektiviteten til Gymshark som er problemet og ikke prisingen av produktene. Analysen så langt har vist at selskapet har hatt kapasitetsbegrensninger, og dette har naturligvis påvirket effektiviteten til selskapet med tanke på omløpshastigheten. Som nevnt flere ganger er det blitt gjort flere tiltaket for å fjerne kapasitetsbegrensningene. Samtidig kan eierne til Gymshark vurdere å diversifisere porteføljen sin slik at de ikke får en ufordel av å ha høyere avkastningskrav. Dette vil bidra til høyere lønnsomhet og en høyere strategisk fordel. Med den veksten selskapet har opplevd er det først og fremst lønnsomheten eierne til Gymshark burde fokusere på fremover for å maksimere verdiskapningen til selskapet.

8. Analyse av kredittrisiko

Potensielle kreditorer er interessert i å analysere og anslå sannsynligheten for at selskapet går konkurs samt verdien til eiendelene selskapene har i en konkurssituasjon. Kreditorerne er opp tatt av selskapets evne til nedbetale ned gjelden sin, og hvor sterk kapitalstrukturen til selskapet er. Ved en analyse av risikoen for kreditorerne ser man på den kortsiktige risikoen til selskapet ved å gjøre en likviditetsanalyse, og man analyserer den langsiktige risikoen til selskapet ved å se gjøre en soliditetsanalyse.

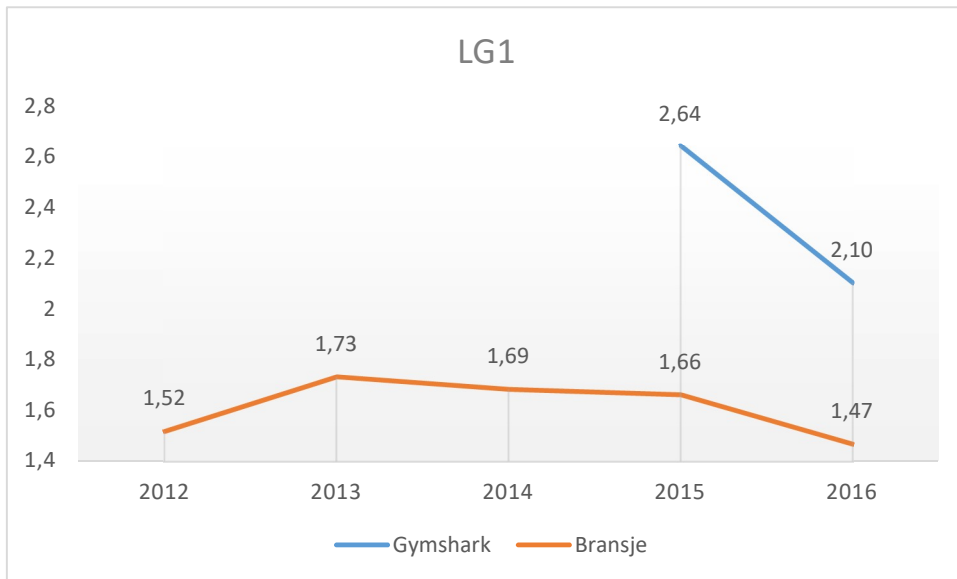
8.1 Likviditetsanalyse

I likviditetsanalysen vil det bli sett på likviditetsgrad 1, finansielle eiendeler over kortsiktig gjeld og rentedekningsgraden. Luftige verdier er som nevnt i kapittel 5 tatt ut av balansen.

8.1.1 Likviditetsgrad 1

Analysen begynner med likviditetsgrad 1.

Figur 8.1 – Likviditetsgrad 1



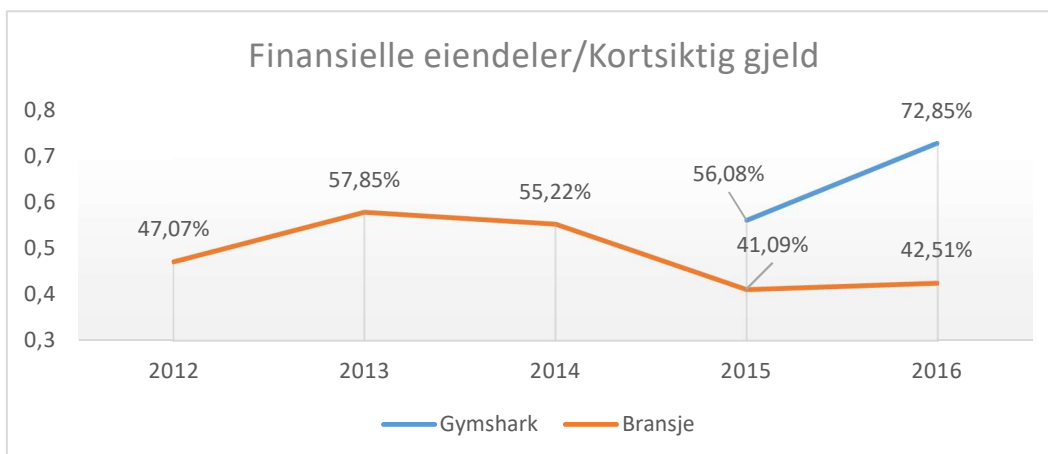
Kilde: Egenkomponert

Den gamle tommelfinger regelen sier at LG1 skal være over to. Figur 8.1 viser at LG1 var over to både i år 2015 og 2016. LG1 falt fra 2,64 til 2,10 i årene i perioden, men nøkkeltallet var fremdeles godt over bransjegjennomsnittet. Fallet i LG1 kommer av at Gymshark tok opp mer kortsiktig gjeld i 2016.

8.1.2 Finansielle likviditetsreserver

Som nevnt i kapittel 5.4.1 består omløpsmidler av finansielle omløpsmidler og driftsrelaterte omløpsmidler. I en likviditetsanalyse ønsker man også å undersøke om et selskap kan selge unna finansielle eiendeler som på ingen måte vil skade kjernevirksomheten.

Figur 8.3 – Finansielle eiendeler over kortsiktig gjeld



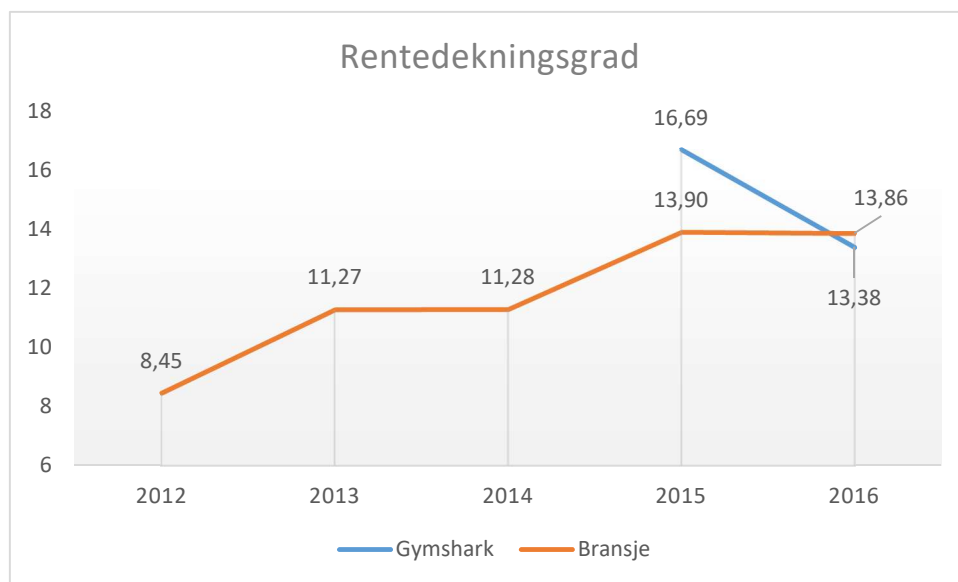
Kilde: Egenkomponert

De finansielle eiendelene til Gymshark dekket den kortsiktige gjelden til selskapet med 56,08% og 72,85% i 2015 og 2016. I første omgang betyr dette at dersom Gymshark hadde kommet i en situasjon hvor de ikke klarte å generere overskudd kunne selskapet solgt unna finansielle eiendeler som ville dekket store deler av den kortsiktige gjelden. Det er viktig å påpeke at stor andel av de finansielle eiendelene i perioden besto av "andre fordringer" som er antatt å være lån Gymshark har gitt ut til andre. Det kan stille spørsmålsteget ved hvor likvide disse fordringene var og er samt hvor fort Gymshark potensielt kunne ha hentet inn disse lånene. Figur 8.3 viser at nøkkeltallet er høyere for Gymshark enn for bransjen noe som er et godt tegn. Som nevnt i kapitel 5 besto den kortsiktige gjelden til Gymshark av driftsrelatert gjeld i perioden som i stor grad refinansiere seg selv. Gjelden til bransjeregnskapet besto og består av kortsiktig driftsrelatert gjeld og kortsiktig finansiell gjeld. Når da Gymshark har et bedre nøkkeltall, og ikke hadde noe kortsiktig finansiell, betyr dette at Gymshark var i en bedre posisjon enn selskapene som inngår i bransjeregnskapet i perioden.

8.1.3 Rentedeckningsgrad

I en likviditetsanalyse er det viktig å undersøke om resultatet de sysselsatte eiendelene genererer dekker de finansielle kostnadene.

Figur 8.4 – Rentedeckningsgrad



Kilde: Egenkomponert

Gymshark hadde en rentedeckningsgrad på 16,69 og 13,86 i 2015 og 2016. Figuren viser at rentedeckningsgraden for Gymshark var noe mindre i 2016 enn bransjeregnskapet. Gymshark betalte kun renter i forbindelse med de operasjonelle leiekostnadene.

Siden det er flere "non cash" poster i resultatet er det fornuftig undersøke om kontantstrømmen fra drift dekker netto finanskostnadene.

Tabell 8.1 – Kontantstrøm fra drift over netto finanskostnader

År	2015	2016
KFD	1 045 084	1 511 399
NFK	65 396	90 795
KFD/NFK	16	17

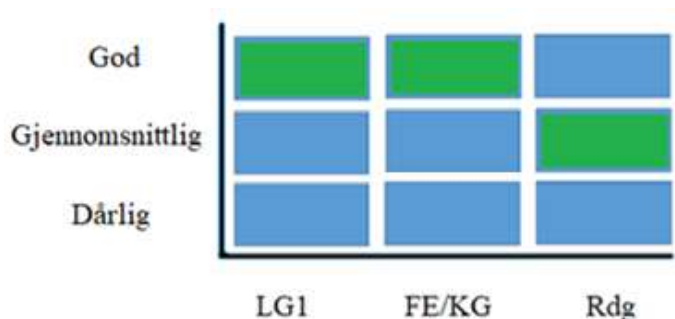
Kilde: Egenkomponert

Kontantstrømmen fra drift dekket de netto finansielle kostnadene meget godt i 2015 og 2016. I motsetning til rentedekningsgraden gjennom resultatet som falt i perioden 2015-2016 økte rentedekningsgraden fra kontantstrømmen.

8.1.4 Oppsummering likviditetsanalyse 2016

Figur 8.5 oppsummerer likviditetsanalysen.

Figur 8.5 – Oppsummering likviditet



Kilde: Egenkomponert

Gymshark opplevde en synkende LG1 og synkende Rdg i perioden 2015-2016. LG1 var fremdeles over bransjeregnskapet, mens Rdg var rett under bransjeregnskapet i 2016. LG1 var god, mens Rdg var gjennomsnittlig og blir derfor ikke sett på som en stor risiko faktor. FE/KG økte i perioden 2015-2016 og er over bransjegjennomsnittet. FE/KG var god, men det stilles spørsmålsteget ved hvor likvide de finansielle eiendelene til Gymshark var i perioden siden de i all hovedsak besto av lån Gymshark hadde gitt ut. I og med at den kortsiktige gjelden til Gymshark bare besto av driftsrelatert gjeld som refinansierer seg selv blir FE/KG vurdert til å være god, og ses derfor ikke på som en stor risikofaktor for Gymshark. Fremover

i tid er det ventet at Gymshark vil oppleve stor vekst i salgsinntekter, og likviditetsreservene vil etter alt å dømme vokse. Det konkluderes med at Gymshark har nok likvide midler til å dekke krav etter hvert som de forfaller til betaling, og likviditeten til Gymshark vurderes som god.

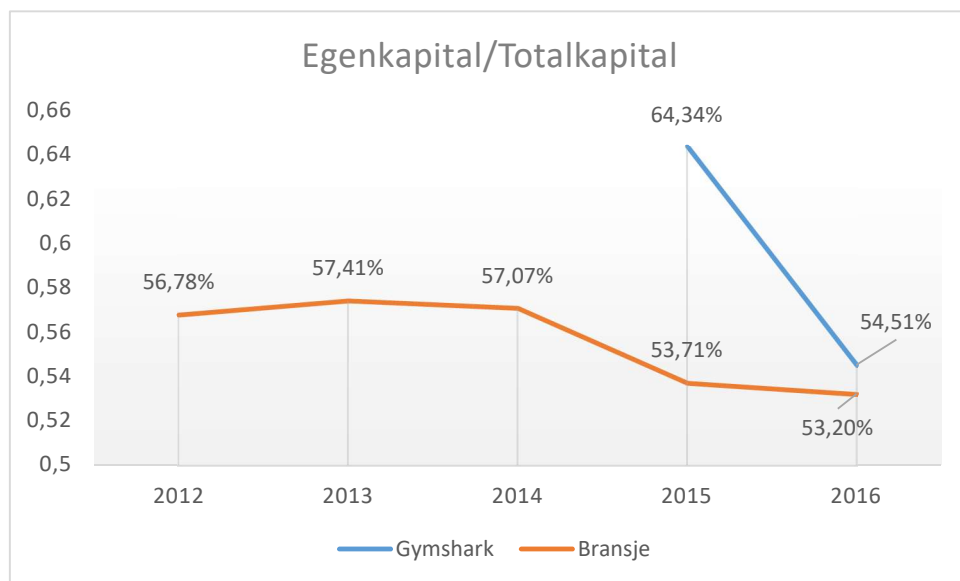
8.2 Soliditetsanalyse

Ved en soliditetsanalyse ses det på selskapets langsiktige risiko gjennom å undersøke finansieringen til selskapet, og se om selskapet har økonomiske ressurser til å stå mot framtidige tap. Som nevnt tidligere i oppgaven har ikke Gymshark langsiktig gjeld annet enn de operasjonelle leiekostnadene som har blitt kapitalisert.

8.2.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen blir undersøkt fordi egenkapitalen virker som en buffer som kan absorbere eventuelle tap.

Figur 8.6 – Egenkapitalandel



Kilde: Egenkomponert

Gymshark hadde en egenkapital i % av totalkapitalen på 63,34% og 54,51% i 2015 og 2016. Egenkapitalandelen gikk ned i denne perioden som følge av at det ble tatt opp mer kortsiktig gjeld i 2016. På tross av nedgangen var Gymshark sin egenkapitalandel større enn egenkapitalandelen bransjeregnskapet hadde i perioden. Dersom den operasjonelle leien hadde blitt tatt med som finansiell gjeld i likviditetsanalysen hadde Gymshark hatt en

egenkapitalandel på 27% og 29% i 2015 og 2016. I en solididetsanalyse er det også viktig å undersøke hvordan eiendelene til selskaper er finansiert. Kreditorer er spesielt opptatt av om det er "harde" eiendeler bak egenkapitalen. Dersom et selskap har store verdier i immaterielle eiendeler vil egenkapitalen til eierne raskt forsvinne i en konkurssituasjon. Dette fordi de immaterielle eiendeler etter alt å dømme vil bli skrevet ned dersom selskapet går konkurs. Kreditorerne løper i slik situasjon høyere større risiko for å måtte ta tap. Gymshark hadde ingen immaterielle eiendeler i balansen i 2016. Som nevnt tidligere i oppgaven ble Gymshark kjøpt opp av Clade Group Limited, men det er ikke ført noe Goodwill i balansen noe som er bra med tanke på at egenkapitalen i 2016 da er finansiert av harde aktiva.

8.2.2 Kapitalstruktur

Tabell 8.2 viser hvordan Gymshark sine eiendeler er finansiert.

Tabell 8.2 – Kapitalstruktur 2016

Tall	EK	LGD	KDG	SUM
DAM	354 097			354 097
DOM	2 261 127	70 819	573 341	2 905 287
FOM			1 538 414	1 538 414
Prosent	EK	LGD	KDG	SUM
DAM	100,00 %			7 %
DOM	77,83 %	2,44 %	19,73 %	61 %
FOM			100,00 %	32 %

Kilde: Egenkomponert

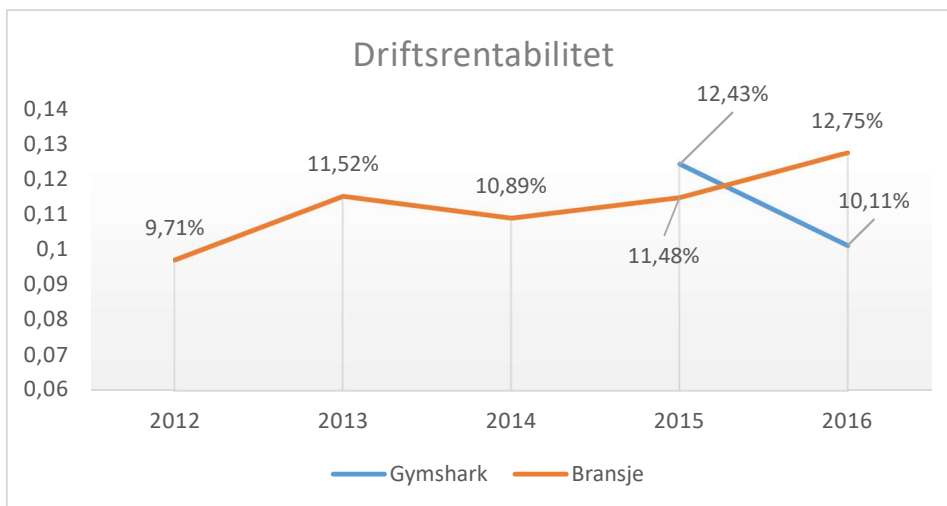
Des mer av de driftsrelaterte omløpsmidlene og anleggsmidlene som er dekket av egenkapital og langsiktig gjeld jo bedre er den finansielle strukturen til selskapet. Tabell 8.2 viser at 100% av de driftsrelaterte anleggsmidlene til Gymshark var finansiert av egenkapitalen i 2016 noe som er veldig bra. Av de driftsrelaterte omløpsmidlene var 77,83% av dem finansiert med egenkapital, mens 22,17% av dem var finansiert med langsiktig og kortsiktig operasjonell gjeld. 19,73% av de driftsrelaterte omløpsmidlene er finansiert av kortsiktig operasjonell gjeld noe som ikke er noe problem ettersom det ikke er renter knyttet til den operasjonelle gjelden i

tillegg til at denne refinansierer seg selv. 100% av de finansielle omløpsmidlene til Gymshark var finansiert av kortsiktig operasjonell gjeld. Det var ingen informasjon i årsrapporten eller balansen som tilsa at Gymshark hadde finansielle anleggsmidler. Alt i alt kan det konkluderes med at Gymshark har en svært god finansieringsstruktur gitt at de operasjonelle leiekostnadene er holdt ute av balansen.

8.2.3 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabiliteten er viktig å analysere for fordi et selskap som ikke har en lønnsom kjernevirksomhet vil oftere oppleve tæring på egenkapital.

Figur 8.7 – Netto driftsrentabilitet



Kilde: Egenkomponert

Driftsrentabiliteten ble nøye gjennomgått i kapittel 7. Figur 8.7 viser at Gymshark hadde høyere driftsrentabilitet enn bransjen i 2015, men lavere rentabilitet i 2016. Nedgang i netto driftsrentabiliteten i 2016 kom som følge av økte varekostnader.

8.2.4 Endring i egenkapital

Med en lønnsom kjernevirksomhet er det forventet at Gymshark vil øke sin egenkapital.

Tabell 8.3 – Endring i egenkapital

År	2015	2016
Fulstendig netto resultat	850 352	879 071
Netto betalt utbytte	122 000	169 789
ΔEgenkapital	728 352	709 282

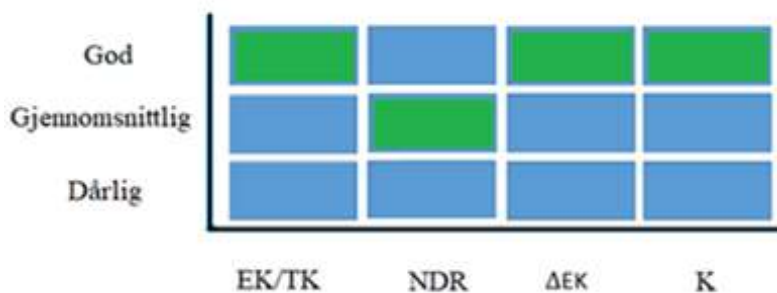
Kilde: Egenkomponert

Tabellen viser at egenkapitalen økte med 728.352 og 709.282 i 2015 og 2016 som følge av et positivt fullstendig netto resultat. Selv om Gymshark hadde en rentabilitet lavere enn bransjen i 2016 er rentabiliteten over netto driftskravet som eierne til Gymshark har. Dermed var selskapet lønnsomt i perioden og hadde et positivt netto totalt resultat.

8.2.4 Oppsummering solididetsanalyse 2016

Figur 8.8 oppsummerer solididetsanalysen.

Figur 8.8 – Oppsummering soliditet



Kilde: Egenkomponert

Selv om egenkapitalen i % av totalkapitalen gikk ned i 2016 var den fremdeles over bransjegjennomsnittet og utgjorde dermed ikke en stor risikofaktor. Selskapet hadde ikke balanseført noen immaterielle eiendeler slik at i en potensiell konkurssituasjon ville ikke egenkapitalen ha blitt redusert som følge av store nedskrivninger av immaterielle eiendeler. Netto driftsrentabiliteten var under bransjegjennomsnittet i 2016. Selv om netto driftsrentabiliteten var under bransjegjennomsnittet var rentabiliteten over netto driftskravet. Selskapet var lønnsomt, og har gode utsikter for høy vekst i salgsinntekter i årene fremover. Netto driftsrentabiliteten ble derfor ikke sett på som en stor risikofaktor for Gymshark i perioden 2015-2016. Endringen i egenkapitalen var positiv 2015, og 2016. Kapitalstrukturen til Gymshark var veldig sterk i 2016, og den endelige konklusjonen er at Gymshark hadde god soliditet.

9. Syntetisk rating

Analysen av kortsiktig likviditetsrisiko, og langsiktig soliditetsrisiko kan oppsummeres gjennom en karakter på risikoen. Med utgangspunkt i regnskapsanalysen er det blitt utført en syntetisk rating av Gymshark. Nøkkeltallene i analysen er blitt vurdert opp mot statistikk fra

S&P sin database om industriselskap (Kinserdal, Petersen og Plenborg, 2017, s.388). Formålet med analysen er å identifisere hvilken risikoklasse Gymshark hører hjemme i. For den syntetiske ratingen er forholdstallene $\frac{LG}{TK}$, $\frac{FKO}{TG}$, og $\frac{EBIDTA}{Omsetning}$ også benyttet som nevnt i kapitel 5. Dette for å ha et bredere grunnlag for å bedømme den endelige karakteren til Gymshark.

9.1 Karakter

Tabell 9.1 – Syntetisk rating Gymshark

Forholdstall	2015	2016
Egenkapital/Totalkapital	64,34 %	54,51 %
Lansiktig gjeld/Totalkapital	2,39 %	1,48 %
LG 1	3,27	2,91
FKO/Total gjeld	0,87	0,57
Rentedekningsgrad	16,69	13,86
Driftsrentabilitet	12,43 %	10,11 %
EBIDTA/Omsetning	16,22 %	11,76 %
Forholdsall	2015	2016
Egenkapital/Totalkapital	AA	BBB
Lansiktig gjeld/Totalkapital	AAA	AAA
LG 1	A	A
FKO/Total gjeld	-BB	-BB
Rentedekningsgrad	AAA	AAA
Driftsrentabilitet	BBB	-BBB
EBIDTA/Omsetning	BBB	BB
Syntetisk Rating	A	A

Kilde: Egenkomponert

Fra informasjon selskapet har gått ut med er kjent at selskapet opplevde høy vekst i salgsinntekter i perioden 2016-2017. Det er derfor forventet at netto driftsrentabilitet vil øke i 2017 og ligge på et høyere nivå i årene fremover. Den økte rentabiliteten kan forklares gjennom at Gymshark har gjort tiltak for å redusere kapasitetsbegrensningene selskapet har opplevd. Samtidig er det rimelig å anta at selskapet kommer til å ta opp mer kortsiktig gjeld for å kunne opprettholde veksten. Det er også rimelig å anta at Gymshark på et tidspunkt vil til å ta opp langsiktig rentebærende gjeld. Med høyere kortsiktig og langsiktig gjeld er det naturlig at $\frac{EK}{TK}$, $\frac{LG}{TK}$ og LG 1 går noe ned. Den økende lønnsomheten det er forventet at

selskapet vil oppleve vil muligens utlikne effekten av at det blir tatt opp langsiktig finansiell gjeld. Hvorvidt Rdg blir påvirket kommer an på hvor mye høyere nettoresultatet blir samt rentekostnadene fra finansiell gjeld. Selv om det er noe risiko knyttet til enkelte av ressursene til Gymshark for eksempel markedsføringen, velges det å ikke sette karakteren særlig ned pga av dette.

Med tanke på framtidsutsiktene, risikoen knyttet til ressursene Gymshark har samt nøkkeltallene som er analysert ble Gymshark gitt en karakter på A, og A i 2015, og 2016. Ved denne ratingen blir Gymshark plassert i gruppen "investment grade". En A rating indikerer at selskapet har god kapasitet til å møte gjeld som kommer til forfall, men er noe utsatt for risiko knyttet til enkelte hendelser samt endring i verdensøkonomien.

9.2 Kreditrisikopremie

Når den syntetiske ratingen er utført er det mulig å prise gjelden til Gymshark.

Tabell 9.2 – Credit spread

Credit Spread							
Rating	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
Spread	0,54 %	0,77 %	1 %	1,30 %	2,60 %	4,00 %	8,64 %

Kilde: Egenkomponert, (Kinserdal, Petersen og Plenborg, 2017, s.409).

Basert på "credit spreaden" og den syntetiske ratingen som er foretatt velges det å gi Gymshark en risikopremie på 1,00 % og 1,00% i 2015 og 2016 før skatt. Sannsynligheten for at Gymshark skulle gå konkurs i disse årene var svært liten, og med en rating på A i begge årene ble sannsynligheten for konkurs anslått til å være 0,1%.

10. Historiske avkastningskrav

For å kunne ha et sammenligningsgrunnlag for rentabilitetstallene er det regnet et historisk avkastningskrav. Ved utregning av historisk avkastningskrav, og ikke fremtidskrav kan balanseførte verdier brukes som vekter ved utregning av avkastningskravet.

Tabell 10.1 – Historisk avkastningskrav Gymshark

Estimering av avkastningskrav	Symbol	2015	2016
Selskapskattesats		20 %	20 %
$(\frac{\sigma_i}{\sigma_m})_N$		1,49	1,49
Beta Nfg		0,19	0,19
$(\frac{\sigma_i}{\sigma_m})_T$		4,45	4,44
Ek		2 660 202	3 369 484
Nfg		6 050 461	7 629 338
3 måneder libor		0,61 %	0,99 %
Kort kreditrisikopremie		0,60 %	0,60 %
Markedsrisikopremie		5 %	5 %
Ek	$R_f * (1 - s) + (\frac{\sigma_i}{\sigma_m})_T * Mrp$	22,28 %	22,51 %
Nfgk		1,03 %	1,41 %
Ndk	$Ek * \frac{Ek}{Ndk} + Nfgk * \frac{Nfg}{Ndk}$	7,52 %	7,88 %

Kilde: Egenkomponert

10.1 Netto driftskrav og egenkapitalkrav

Netto driftskravet til Gymshark var 7,52% og 7,88% i 2015 og 2016. Tabell 10.1 viser en meget høy $(\frac{\sigma_i}{\sigma_m})_T$ som representerer totalbetaen for Gymshark. $(\frac{\sigma_i}{\sigma_m})_N$ er netto totalbeta som da er totalbetaen før det har blitt tatt høyde for gjeldsandelen til selskapet. Siden eierne til Gymshark kompenseres for å ta på seg usystematisk risiko ved bruk av totalbetametoden blir det ikke blitt lagt på en illikviditetspremie ved utregning av egenkapitalkravet til eierne. Tabell 10.1 viser at egenkapitalkravet til eierne var meget høyt i perioden. Det høye egenkapitalkravet kom av at netto totalbeta var høy. Egenkapitalkravet var 22,28% i 2015 og 22,51% i 2016. Ved første øyekast virker egenkapitalkravet meget høyt, men dersom kravet til Gymshark sammenlignet med egenkapitalkravet til andre selskaper hvor totalbetametoden er benyttet virker egenkapitalkravet til Gymshark rimelig.

Tabell 10.2 – Egenkapitalkrav ved bruk av egenkapital beta og totalbeta i kvm

INDUSTRY	KE FROM CAPM (BETA)	TCOE (TOTAL BETA)
	IN %	IN %
Apparel	11.2	29.3
Auto & truck	9.3	17.4
Biotechnology	11.0	36.0
Building materials	9.7	20.8
Computer software/svcs	10.8	28.6
E-commerce	11.6	28.2
Food processing	8.7	18.1
Heavy construction	13.8	26.6
Internet	11.0	37.3
Office equipment/supplies	9.6	20.5
Publishing	9.9	23.5
Restaurant	11.2	27.0
Retail store	11.2	25.8
Semiconductor	14.1	35.8
Wireless networking	12.2	30.0

Kilde: (2011, valtrend.com)

Egenkapitalkravene i tabellen ble riktig nok estimert i 2011, men poenget er å illustrere at egenkapitalkrav på 22,28% og 22,51% slettes ikke virker å være for høyt. Kravene til "Apparel", "E-commerce" og "retail store" var 29,3%, 28,2% og 25,8%. Egenkapitalkravet til Gymshark virker å være noe lavt når kravet sammenlignes med egenkapitalkravet til disse bransjene. Gymshark er riktig nok i sportsklær bransjen og dette kan forklare hvorfor egenkapitalkravet er noe lavere. Tabellen viser at det er stor forskjell i kravene ved bruk den vanlige egenkapitalbetaen, og totalbeta ved innsettelse i kapitalverdimodellen.

10.2 Risikofri rente

Den risikofrie renten før skatt er regnet basert på 3 måneders libor samt en kortsiktig risikopremie banken som gir ut lånet blir gitt. 3 måneders libor var 0,61% og 0,99% i 2015, og 2016. Det forutsettes at bankene i USA, Storbritannia og sentralbanken i Europa har en AA rating, og den kortsiktige risikopremien bankene er blitt gitt er estimert til å være 0,6%. Det har så blitt trukket fra selskapsskattesatsen i England som var i både 2015 og 2016 for å komme fram til en risikofri rente før skatt.

10.3 Netto finansielt gjeldskrav

For å komme fram til det finansielle gjeldskravet ble kreditrisikopremien som ble regnet ut i kapittel 8 lagt sammen med den risikofrie renten etter skatt:

$$Fgk = R_f * (1 - s) + K_{rp}$$

Netto finansielt gjeldskrav ble regnet ved å trekke fra avkastningskravet til de finansielle eiendelene fra det finansielle gjeldskravet

$$Nfgk = Fgk - Fek$$

For å forenkle problemstillingen er Fek satt lik Fgr. Fek har blitt regnet ut ved bruk av formelen som ble vist i kapittel 5.

10.4 Beta

Som diskutert i kapittel 5 antas det at Gymshark sine eiere ikke er veldiversifiserte investorer. Fordi Gymshark ikke er børsnotert, ble børskopieringsmetoden benyttet for å komme fram til en totalbeta. Utregningen av totalbetaen til Gymshark ble videre komplisert av at det var vanskelig å finne selskaper med lik nok kjernevirksomhet som Gymshark. Kravene som ble satt til for at et selskap skulle ha lik kjernevirksomhet som Gymshark var: *Hoved salget skjer gjennom internett, selskapet selger ikke sko, og selskapet selger sportsklær til både menn og kvinner*. Selv om Nike, Adidas, Puma og Under Armour selger sportsklær kommer er det slik at kjernevirksomheten deres dreier seg om salg av sko. Gymshark har per dags dato enda ikke sko i sin produktportefølje. Selskapet selger også for det meste sportsklær gjennom nettet, mens selskapene som inngår i bransjeregnskapet driver salg gjennom egne butikker i tillegg til at de selger klær og tilbehør til ulike butikkforhandlere. Gymshark sin virksomhet er dermed fundamentalt forskjellig fra disse selskapene, og det virker derfor lite fornuftig å bare bruke selskaper fra den generelle sportsklær bransjen til å regne totalbetaen til Gymshark. I og med at børskopieringsmetoden blir benyttet må også gjeldsandelen til selskapene tas med i utregningen av netto totalbeta. Netto totalbetaen fra sportsklærbransjen vil i oppgaven bli vektet med netto totalbetaen til klesbransjen, samt netto totalbetaen til netthandelsbransjen. Ved å vekte netto totalbetaen fra sportsklærbransjen med netto driftsbetaen til klesbransjen tas det høyde for at sko ikke inngår i produktporteføljen. Det vektet med netto totalbetaen til netthandelsbransjen for å ta høyde for at salget til Gymshark hovedsakelig skjer over nettet.

Tabell 10.2 viser utregningene som er gjort for å komme fram til de gjennomsnittlige netto totalbetaene for sportsklærbransjen, klesbransjen og netthandelsbransjen.

Tabell 10.3 – Netto totalbeta og netto bransjebeta

	$(\frac{\sigma_i}{\sigma_m})_N$		$(\frac{\sigma_i}{\sigma_m})_N$		$(\frac{\sigma_i}{\sigma_m})_N$
Nike	1,92	Amazon	0,68	Ralph Lauren	1,88
Puma	1,81	Ebay	1,09	Hugo Boss	0,96
Adidas	1,27			Pvh	1,58
Gjennomsnitt	1,67	Gjennomsnitt	0,88	Gjennomsnitt	1,47

	Vektet	$(\frac{\sigma_i}{\sigma_m})_{Nd}$		$(B)_{Nd}$
Sportsklær bransjen	0,7	1,67	Nike	0,87
Netthandels bransjen	0,2	0,88	Puma	0,52
Klesbransjen	0,1	1,47	Adidas	0,66
Vektet gjennomsnitt		1,49	Gjennomsnitt	0,68

Kilde: Egenkomponert, Datastream

Tabell 10.2 viser at netto totalbetaen til Gymshark er 1,49. Teorien til Modigliani og Miller én om at finansieringen ikke påvirker B_{Nd} , eller B_U og det antas at finansieringen til selskapene påvirker $(\frac{\sigma_i}{\sigma_m})_N$. $(\frac{\sigma_i}{\sigma_m})_N$ holdes derfor konstant i alle år. For å regne ut netto totalbeta til Gymshark ble først egenkapitalbetaene til selskapene i tabell 10.2 regnet ut. Dee ble så dividert med korrelasjonen selskapene hadde med markedet representert av markedsindekser fra Tyskland og Usa. På denne måten ble det regnet ut en totalbeta for hvert selskap. Alle selskapene i tabellen er enten notert på en amerikansk børs, eller en tysk børs. For å forenkle prosessen ble det valgt å sette $B_g = 0$ for alle selskapene unntatt Gymshark. Dette er en vanlig forutsetning som brukes i praksis, og det antas da at det ikke er noe risiko knyttet til gjelden til selskapene. Videre ble totalbeta ganget med $\frac{Ek}{Nd}$ til hvert enkelt selskap for å komme fram til de ulike netto totalbetaene:

$$\left(\frac{\sigma_i}{\sigma_m}\right)_N = \left(\frac{\sigma_i}{\sigma_m}\right)_T * \frac{Ek}{Nd}$$

Det er disse som er vist i tabell 10.1. Se vedlegg 14, og 15 for utregningene av $(\frac{\sigma_i}{\sigma_m})_N$ til hvert selskap, og utregningen av B_{Nd} til Nike, Adidas og Puma. Det ble så laget en

gjennomsnittlig $(\frac{\sigma_i}{\sigma_m})_N$ for sportsklærbransjen, klesbransjen og netthandelsbransjen ved å regne et gjennomsnitt av netto totalbetaene til selskapene i tabell 10.1.

Tabell 10.4 – Totalbeta Gymshark

	Symbol	2015	2016
$(\frac{\sigma_i}{\sigma_m})_N$		1,49	1,49
B_{Nfg}	$(B_{Fg} - B_{Fe})$	0,19	0,19
$\frac{NFG}{EK}$		2,27	2,26
$(\frac{\sigma_i}{\sigma_m})_T$	$(\frac{\sigma_i}{\sigma_m})_N + ((\frac{\sigma_i}{\sigma_m})_N - B_{Nfg}) * \frac{NFG}{EK}$	4,45	4,44

Kilde: Egenkomponert, Datastream

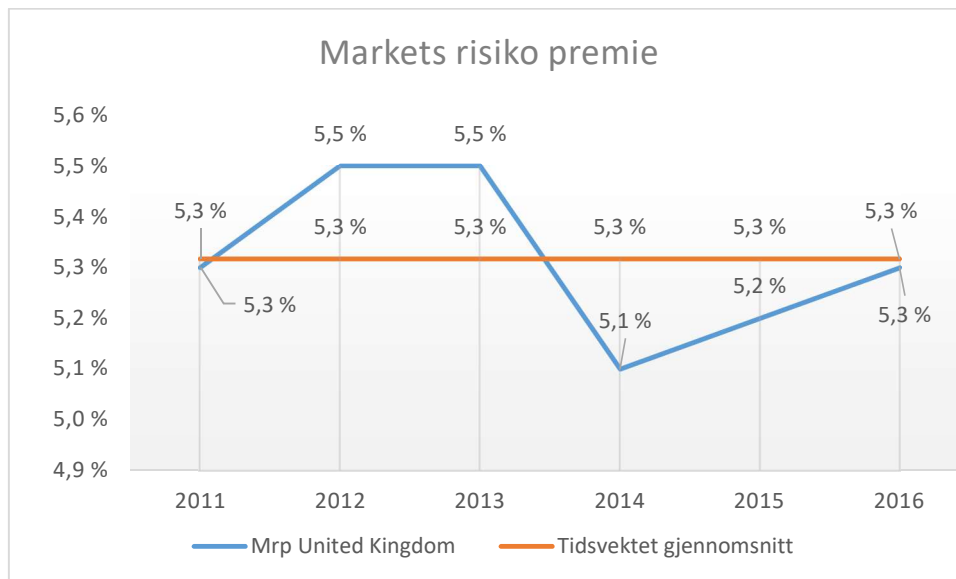
Tabell 10.4 viser at $(\frac{\sigma_i}{\sigma_m})_T$ var 4,45 og 4,44 i 2015 og 2016. Totalbetaen er svært sensitiv ovenfor endring i markedsavkastningen og totalbetaen til Gymshark driver naturligvis egenkapitalkravet kraftig opp. B_{Fg} og B_{Fe} ble regnet ut ved formlene som ble vist i kapittel 5. Her kan det nevnes at Gymshark ikke hadde investert i hverken derivater, aksjer eller rentepapirer. B_{Fg} og B_{Fe} ble brukt til å regne ut B_{Nfg} som representerer risikoen knyttet til gjelden Gymshark har.

To av grunnene til at $Ndk_B \neq Ndk$ kommer fram i dette avsnittet om totalbetaen. Den ene grunnen er Gymshark ikke har, og ikke hadde lik kjervirksomhet i regnskapsperioden som ble analysert som de andre selskapene i bransjen. Den andre grunnen til at netto driftskravene ble satt som forskjellig fra hverandre kommer av at eierne til Gymshark ikke er, og var veldiversifiserte investorer

10.5 Markedsrisikopremie

Det er kjent at markedsrisikopremien svinger, og at den er vanskelig å forutsi. I praksis er det normalt å velge en markedsrisikopremie mellom 4-6% for Engelske selskaper. I 2018 foreslo Damadoran en premie på 5,65% for selskaper som operer i Storbritannia (2018, pages.stern.nyu).

Figur 10.1 – Utvikling i markedsrisikopremie England



Kilde: (2018, market-risk-premia.com)

Figur 10.1 viser den gjennomsnittlige markedsrisikopremien for hvert år i perioden 2011-2016. Gjennomsnittlig markedspremie var 5,3 i perioden%. De finansielle miljøene i Norge har snakket om at det er forventet at aksjemarkedet vil gjøre det noe dårligere i årene fremover. I oppgaven velges det å være noe konservativ og markedsrisikopremien er satt til 5% etter skatt.

10.6 Nettodriftskrav til bransjen

Netto driftskrav til bransjen ble også regnet ut, og ble estimert til å være 3,34% og 3,48% i 2015 og 2016. Se vedlegg 13 for utregningene. Utregningen av kravet er blitt gjort på tilsvarende måte som ved utretningen av kravet til Gymshark, men totalbetametoden er naturligvis ikke benyttet. I forbindelse med utregningen av egenkapitalkravet til bransjen ble det regnet ut en egenkapitalbeta samt at det ble lagt på en liten illikviditetspremie på 0,05% for å kompensere for ulike friksjoner i kapitalmarkedet. Egenkapitalbetaen til bransjen ble estimert til å være 0,76 og 0,77 i 2015 og 2016.

Den risikofrie renten ble basert på et vektet gjennomsnitt av 3 måneders Euribor og 3 måneders statsobligasjonsrente fra Usa. Bankene ble også gitt en kortsiktig kredittrisikopremie som ble trukket fra. Grunnen til at Euribor og renten fra statsobligasjoner fra Usa ble benyttet er fordi Nike, Adidas, Puma og Under Armour som inngår i bransjeregnskapet enten er tyske eller amerikanske selskaper.

For å komme fram til egenkapitalbetaen, ble netto driftsbeta vist i tabell 10.3 vektet med den gjennomsnittlige $\frac{Ndk}{Ek}$ til selskapene som inngår i bransjeregnskapet.

Det reageres i utgangspunktet på at netto driftskravet til bransjen virker meget lavt. Det lave netto driftskravet skyldes blant annet at den risikofrie renten er lavere for selskapene som inngår i bransjegjennomsnittet fordi 3 måneders Euribor og 3 måneders rente fra statsobligasjoner i Usa er lavere enn 3 måneders libor som er brukt ved estimeringen av Gymshark sitt netto driftskrav. Bransjen har også en lavere egenkapitalbeta som følge av kapitalstrukturen til selskapene i bransjegjennomsnittet. Siden gjeldsandelen er lav er det liten sannsynlighet for at selskapene går konkurs som følge av mislighold av gjeld, og da krever investorene mindre avkastning på egenkapitalen de skyter inn i selskapene. Det at det antas at investorene i bransjen er veldiversifiserte investorer er også en av årsakene til at netto driftskravet til bransjen er lavere enn netto driftskravet til Gymshark.

11. Framtidsregnskap

Som forklart i kapittel fem er fremtidsregnskapet utarbeidet basert på en modell med lavt detaljeringsnivå. I tilfeller hvor prognoser perioden er lang kan dette være en bedre måte å utarbeide fremtidsregnskapet. Figur 7.2 viser at Gymshark hadde en vekst i salgsinntekter på 46,52% i regnskapsåret 2016. Figur 2.1 viser at Gymshark opplevde en vekst i salgsinntekter på 213% i året 2017. Ved en så høy vekst i 2017 forventes det at selskapet vil bruke lang tid før selskapet når "steady state". Siden Gymshark ikke er børsnotert, og det ikke finnes andre verdierestimater og konsensus å sammenligne med vil det bli gjort en enkel rentabilitetsanalyse for å forklare de strategiske fordelene som er bygd inn i fremtidsregnskapet.

11.1 Salgsinntekter

Siden Gymshark har gått ut med informasjon om at selskapet opplevde en vekst i salgsinntekter på 213% i året 2017, virker det rimelig å legge inn denne veksten i fremtidsregnskapet i 2017. Videre har Gymshark også uttalt at de estimerer en vekst i salgsinntekter på 92% i året 2018 som også er lagt inn i fremtidsregnskapet. Usikkerheten når det kommer til salgsinntektene til Gymshark handler først og fremst om hvor lang tid det vil ta før veksten er redusert så mye at den er lik den generelle veksten i økonomien. For å forklare veksttendensene til Gymshark tas det først og fremst utgangspunkt i ressursanalysen gjort i kapittel 6. Siden Gymshark opplever høy vekst, og er i en noe unik posisjon får

bransjeveksten en mindre betydning. Dette fordi veksten Gymshark nå opplever i større grad handler om å kapre markedsandeler, og etter hvert penetrere nye markeder enn utviklingen i verdensøkonomien.

Det har vært vanskelig å lage en prognose med driverene til salgsinntektene til Gymshark. Dette fordi årsregnskapene til Gymshark er så mangelfulle at en ikke har noe utgangspunkt, eller tall å starte prognosen fra. Det har likevel blitt bygd inn visse forutsetninger i framtidsregnskapet når det kommer til verdidriverne for salgsinntekter. En prognose med ulike kombinasjoner av verdidrivere kunne vært konstruert på flere måter, men det er valgt å fokusere på nettrafikk, varelagre, produktportefølje og penetrering av nye markeder.

11.1.1 Nettrafikk

Siden salget av produkter hovedsakelig skjer gjennom netthandel er antall personer som klikker seg inn på Gymshark sine nettsider en naturlig driver for salgsinntektene til selskapet. I kapittel 2 kom det fram at trafikken Gymshark opplever på sine nettsider genereres i hovedsak av influensere og gjennom "word of mouth". Fram til selskapet Alphaelite ble stiftet i slutten av 2017 har Gymshark mer eller mindre hatt monopol på influensere i fitnesssegmentet. Det er derimot usikkerhet hvor lenge Gymshark klarer å opprettholde denne fordelene. I ressursanalysen ble det konkludert med at denne fordelene ville være kortsiktig fordi nye selskaper som dannes i årene fremover kommer til å kopiere strategien samt at det alltid er en trussel at de større selskapene i bransjen også vil benytte seg av denne form for markedsføring.

Det antas ikke at Gymshark vil miste sin tilstedeværelse på sosiale medier i prognoseperioden, men det er lite sannsynlig at selskapet vil dominere fitnesssegmentet slik de har gjort de siste årene. Derfor antas det at fordelene med influenser markedsføring vil forsvinne etter hvert.

11.1.2 Varelagre

Siden Gymshark sender klær etter bestillinger fra nett, er de avhengige av store varelagre med logistikksystemer på plass som enkelt sorterer hvilke klær som skal fraktes. Gymshark har jobbet kontinuerlig med å utvide sine varelagre. I regnskapsanalysen som ble utført hadde Gymshark fire varelagre rett ved siden av hverandre i Birmingham som utgjorde hovedlageret. I august 2017 byttet Gymshark ut disse varelagrene med et nytt stort varelager på 9290,3 kvadratmeter slik at det forventes at kapasitetsbegrensningene som følge av for små

varelagre reduseres i prognoseperioden. Det forventes også at det vil komme flere varelagre i andre viktige land hvor Gymshark har store kundemasser. Dette vil gi positivt utslag i prognoseperioden.

11.1.3 Produktportefølje, og penetrering av nye markeder

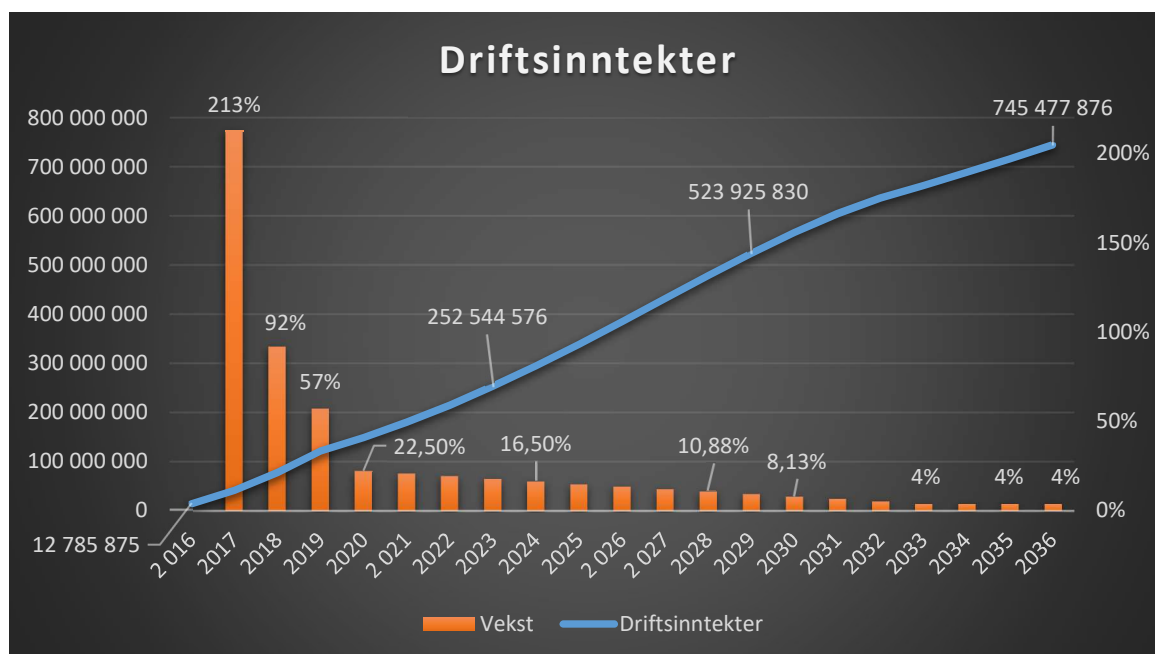
Gymshark var det første selskapet som lagde produkter som virkelig traff det kundene i fitnesssegmentet etterspurte. Alle produkter har en livssyklus, og Gymshark er i en virkelig god posisjon til å høste vinningene av fitnessproduktene de selv var med på å innovere. Andre aktører i bransjen som Nike og Adidas har hevet seg på trenden med tettsittende sportsklær, og prøver å med det å hindre at Gymshark tar flere markedsandeler i fitnesssegmentet. Det at produktet Gymshark har innovert er inne i en høyvekstfase forklarer hvorfor selskapet opplever høy vekst i sine salgsinntekter. Denne fasen vil ikke vare evig, og for å opprettholde en høy vekst i salgsinntekter er Gymshark avhengig av å utvide sin produktportefølje samt penetrere nye markeder. Gymshark er i dag først og fremst store i fitnesssegmentet, men det er forventet at konkurransen i dette segmentet vil tilspisse seg ytterligere i prognoseperioden. Veksten Gymshark opplever som følge av å være tilstede i dette segmentet vil derfor bli redusert. Selskapet har uansett posisjonert seg, og opparbeidet seg en merkevare som gjør det mulig for dem og enkelt penetrere nye markeder. Fra analysen i kapittel 3 kom det fram at sko sto for 60% av salgsinntektene til selskapene som representerer bransjeregnskapet. Gymshark kan for eksempel begynne med å lage sko som er rettet mot fitnesssegmentet. Fordi Gymshark nå er en merkevare, vil det være lettere for selskapet å penetrere nye markeder og segmenter dersom de bestemmer seg for å lage sko som er ment for løping og andre aktiviteter utenfor treningssentre. Her har Gymshark et veldig stort potensiale, og det er forventet at de vil utvide sin produktportefølje i prognosen.

11.1.4 Bransjevekst

I kapittel 6 kom det fram at Gymshark s

in vekst vil bli noe påvirket av at det forventes reduksjon i veksten til verdensøkonomien. Samtidig er det bygd inn i prognosen at det forventes at flere og flere vil begynne å trene i årene fremover. Det er også forventet økt vekst i netthandel noe som bidrar til økt vekst for Gymshark. Etter at alle faktorene er hensyntatt er det kommet fram til en endelig utvikling i salgsinntektene eller driftsinntektene til Gymshark.

Figur 11.1 – Budsjetterte driftsinntekter



Kilde: Egenkomponert

2016 er tatt med i figuren for å få fram veksten i salgsinntekter i 2017. Figur 11.1 viser at det er lagt inn en vekst på 213%, 92%, 57% og 22,5% i årene 2017, 2018, 2019 og 2020. Det drastiske fallet i veksten forklares først og fremst matematisk med at det etterhvert som selskapet blir større blir det vanskelig å opprettholde samme vekst. Etter år 2020 er det forventet at veksten i driftsinntekter sakte vil bevege seg mot den generelle veksten i økonomien. Den historiske industrimediane til tekstil-, kles- og luksusvarer de siste 30 årene ligger mellom 3%-5% justert for inflasjon.

Tabell – 11.1

Industri	1987-1997	1997-2007	2007-2013
Tekstil, kles, luksus varer	4 %	3 %	5 %

Kilde: (Goedhart, Koller og Wessels, 2015, s.131)

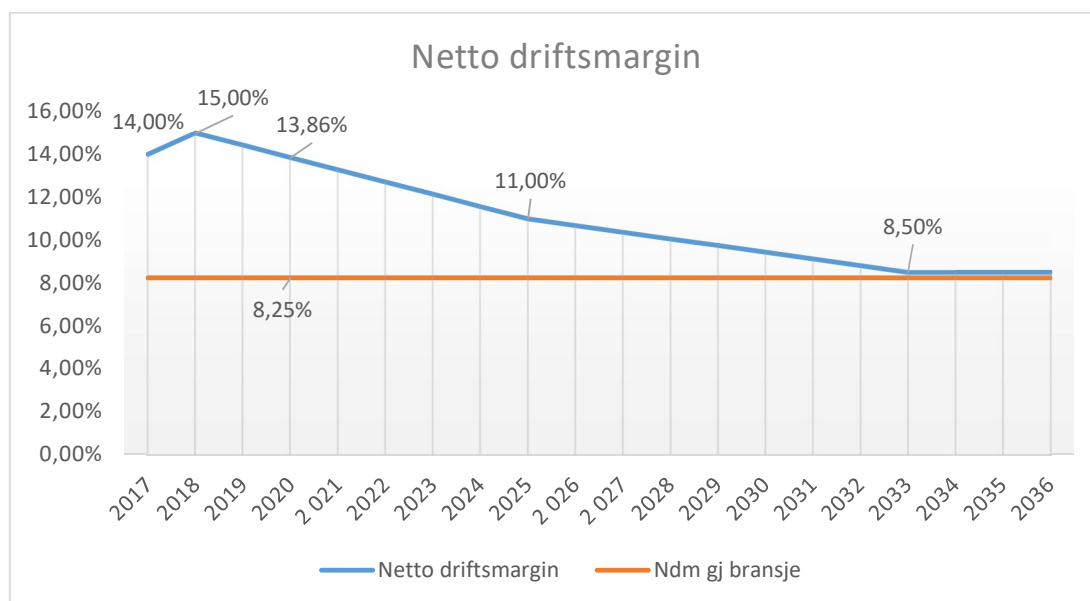
Den historiske analysen gjort i kapittel 3 viste høy vekst for selskapene i sportsklærbransjen, og veksten i salgsinntekter lå mellom 6,32% og 8,74% i perioden 2014-2016. Denne veksten var ikke justert for inflasjon. Knivsflå (2018, course.nhh.no) skriver at veksten kan på lang sikt ikke være større enn ventet realvekst i verdensøkonomien pluss forventet global inflasjon i dag, dvs ikke større enn: $3,3\% + 2,1\% = 5\%$. Det er forventet nedgang i økonomien i årene

fremover slik at selv om bransjen har opplevd høy vekst de siste årene, er det forventet at de veksten vil avta i framtidsregnskapet. Det virker ikke rimelig å sette veksten på lang sikt til 5% som er det høyeste veksten kan settes til. Det finnes argumenter for å sette veksten til 3% blant annet forventet reduksjon i veksten til verdensøkonomien, men siden veksten for sportsklærbransjen har vært høyere enn veksten i klesbransjen de siste årene velges ikke det laveste alternativet. Veksten i "steady state" og veksten på lang sikt settes dermed til 4%. Se vedlegg 16 for tabell av framskrivningen av salgsinntekter og salgsvekst til framtidsregnskapet. Veksten i salgsinntekter settes lik veksten på langt sikt i kontantstrømmen til egenkapitalen. En liten ulempe med veksten som er valgt er at den risikofrie renten etter skatt er satt til 1,47% slik at $G_T > R_f * (1-s)$, hvor $G_T = Vekst$ i terminalperioden. Det er en kjent tommelfinger regel i verdsettelsesfag som sier at veksten i terminalperioden ikke burde være høyere enn den risikofrie renten som er benyttet i avkastningskravet. Spørsmålet er om denne inkonsistensen kan leves med. Det argumenteres her for at egenkapitalkravet kan være større enn veksten i egenkapital, og at netto driftskravet kan være større enn netto driftsvekst på tross av at den risikofrie-renten er lavere enn veksten i terminalperioden. Samtidig kan egenkapitalkravet være større enn veksten i terminalperioden selv om den risikofrie renten er lavere enn veksten i terminalperioden. Dermed er det blitt redegjort for hvorfor den gamle tommelfingerregelen kan brytes, og hvorfor inkonsistensen kan laves med.

11.2 Netto driftsmargin

Netto driftsmarginen til selskapet vil i oppgaven blir brukt til å regne ut netto driftsresultatet i framtidsregnskapet. Kort oppsummert er det forventet en økning i netto driftsmarginen til Gymshark i en veldig kort periode før marginen vil begynne å bevege seg mot bransjegjennomsnittet.

Figur 11.2 – Netto driftsmargin



Kilde: Egenkomponert

I og med at selskapet opplever en meget høy vekst i årene 2017 og 2018, er det vanskelig å argumentere mot at netto driftsmarginen også vil øke som følge av dette. I 2016 var netto driftsmarginen til Gymshark i 2017. Grunnen til at marginen ikke øker ytterligere er fordi det forventes at varekostnadene økes når salgsinntektene øker. Marginen kommer av at markedsføringskostnadene og leiekostnadene ikke øker i samme takt som varekostnadene.. Netto driftsmarginen er 14,00%, 15,00% og 13,86% i 2017, 2018 og 2020. Det forventes ikke at Gymshark vil opprettholde denne marginfordelen, og netto driftsmarginen vil begynne å bevege seg mot den gjennomsnittlige netto driftsmarginen til selskapene i bransjeregnskapet etter 2018. Her kan det absolutt diskuteres om marginen beveger seg for sakte, og eventuelt for fort mot bransjegjennomsnittet. På kort sikt er det forventet at Gymshark vil ha fordeler av en lavere skattesats i eget hjemland. Ellers forklares den høye marginen til Gymshark gjennom at selskapet sparer driftskostnader pga av mindre leiekostnader, og personalkostnader som følge av at selskapet ikke driver egne butikker. I prognosen er det også blitt tatt hensyn til at markedsføringskostnadene til Gymshark er lavere siden de ikke inngår dyre avtaler med kjente idrettsutøvere og idrettslag. Det har også blitt tatt høyde for at Gymshark sine varekostnader en høyere sammenlignet med selskapene som representerer bransjen i oppgaven. I kapittel 6 ble det vist at disse selskapene hadde outsourcet produksjonen sin til lavkostnadsland, og at råvarematerialene ble kjøpt i disse landene. Dette er en av grunnene til at netto driftsmarginen til Gymshark synker. Ellers er marginene i

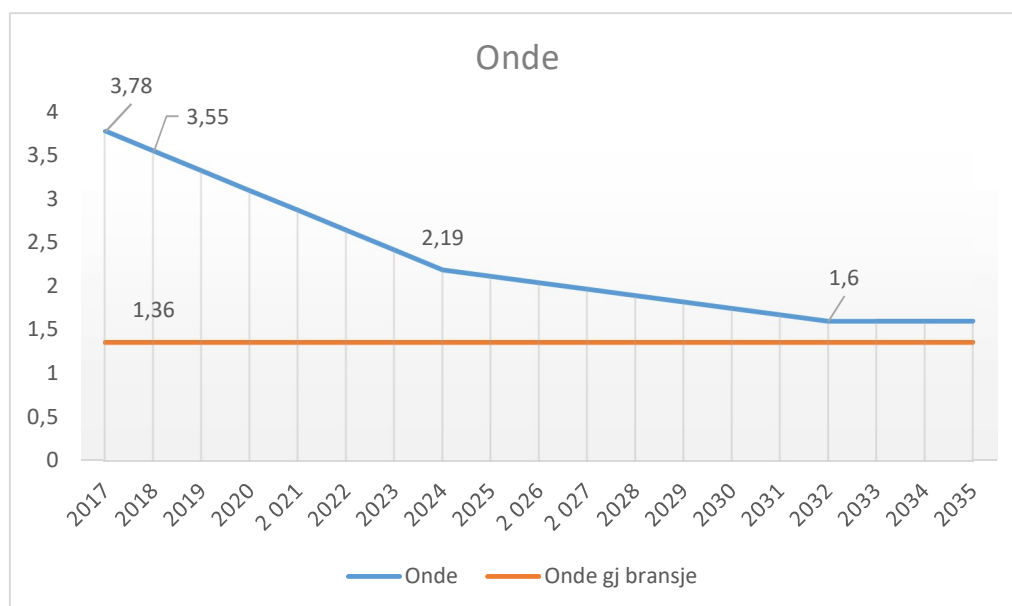
bransjen lave generelt, og det er forventet at konkurranseintensiteten også vil presse netto driftsmarginen ned. På lang sikt er det forventet at Gymshark vil miste sin dominans på sosiale medier i fitnesssegmentet. Dette vil føre til at veksten i trafikk på nettsidene til selskapet reduseres, og vil med det føre til en reduksjon i salgsinntektsveksten.

I 2033 vil netto driftsmarginen til Gymshark være 8,5%, og marginen forventes å være konstant i årene etter. Netto driftsmarginen til Gymshark er noe høyere enn netto driftsmarginen til bransjegjennomsnittet som er 8,25% i samme år. Grunnen til at det settes en høyere netto driftsmargin for Gymshark er fordi det forutsettes selskapet har etablert seg som et ledende selskapet i fitnesssegmentet i tillegg til at det forventes at Gymshark på et eller annet tidspunkt også vil outsource produksjonen sin. Dette vil redusere varekostnadene. Lave markedsføringskostnader, leiekostnader, personalkostnader samt varekostnader lik varekostnadene til konkurrentene i bransjen burde kunne gi Gymshark høyere netto driftsmargin.

13.3 Omløpshastighet netto driftseiendeler

Omløpshastigheten til Gymshark vil i oppgaven bli brukt til å budsjettere netto driftseiendelene i framtidsregnskapet. Kort oppsummert er det forventet en høy økning i omløpshastigheten til selskapet de første årene i framtidsregnskapet før den vil reversere, og begynne å bevege seg mot den gjennomsnittlige omløpshastigheten i bransjen.

Figur 11.3 – Omløpshastighet



Kilde: Egenkomponert

I perioden 2016-2017 økte omløpshastigheten til Gymshark sine eiendeler fra 1,16 til 3,78. Det forventes at denne vil begynne å bevege seg mot bransjegjennomsnittet allerede etter 2017. I første omgang kan den høye omløpshastigheten i 2017 virke meget høy, men det er liten usikkerhet knyttet til denne omløpshastigheten siden den er regnet på inngående kapital. Salgsinntektsveksten som er lagt inn 2017 har Gymshark gått ut offentlig med, slik at det er ingen usikkerhet knyttet til tallene som er brukt for å regne omløpshastigheten. Det ble muligens tatt for hardt i angående kapitaliseringen når de luftige verdiene ble tatt inn i balansen. Hvis dette er tilfelle burde egentlig omløpshastigheten vært høyere. Den høye omløpshastigheten kan også forsvares fra et strategisk standpunkt. Gymshark vil oppleve å ha lavere netto driftseiendeler som følge av at de ikke har egne butikker, og fordi alt salg skjer gjennom netthandel. Selskapet vil også ha lavere kapitaliserte verdier i sin balanse som følge av lave markedsføringskostnader, og lavere leiekostnader. Gymshark vil dermed ha færre eiendeler, men likevel skape høye salgsinntekter. Det forventes også at Gymshark vil løse problemene de har med å estimere etterspørselen etter produktene deres i markedet. Utvidelse av produktporteføljen hvor en begynner å selge sko i tillegg til at en åpner for salg i nye land bidrar også til at omløpshastigheten til Gymshark ligger over bransjegjennomsnittet. Diverse tiltaket er blitt gjort for å redusere kapasitetsbegrensningenes selskapet har opplevd, slik at alle forholdene er til rette for at selskapet skal kunne oppleve en høy omløpshastighet. Det antas at økningen i omløpshastigheten kommer av bedre effektivitet og ikke bedre prising av produktene.

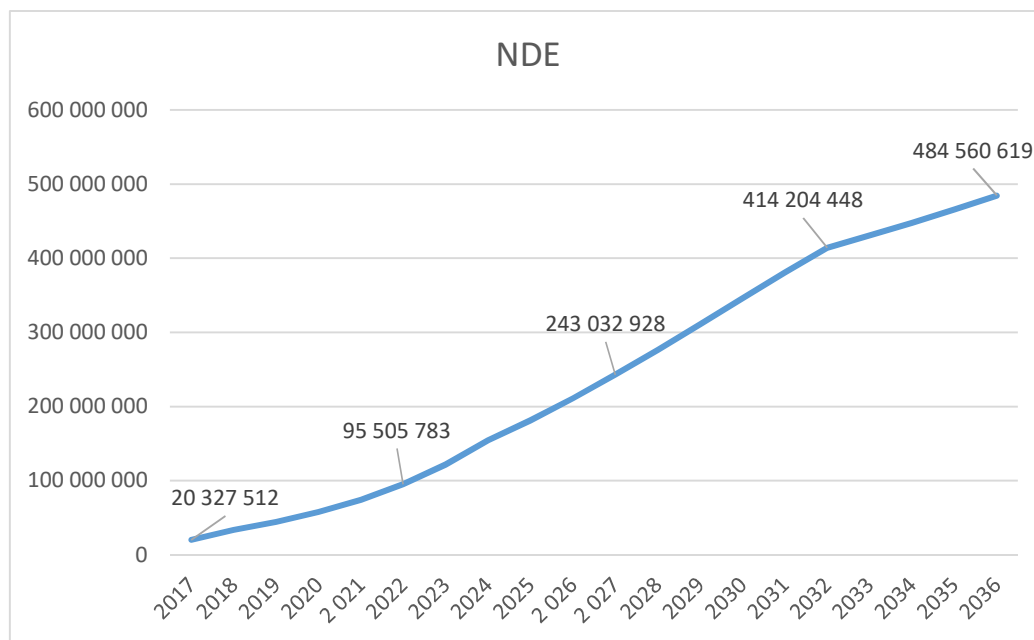
Det forventes ikke at Gymshark vil holde på den høye omløpsfordelen i all fremtid. I 2017 har Gymshark fordel av at de er et selskap med lavere kostnader som følge av at de bare driver med netthandel samt at de i dette året mer eller mindre har monopol på influensere i fitnesssegmentet. Det forventes at denne fordelingen vil bli redusert som følge av at andre selskaper lager avtaler med influensere. Dette vil føre til reduksjon i salgsinntektsveksten til Gymshark. Videre er det tatt hensyn til at nye selskaper vil etablere seg i bransjen i tillegg at allerede eksisterende selskaper vil kopiere konseptet til Gymshark. Dette vil føre til økt konkurranseintensitet og vil drive omløpshastigheten til selskapet ned i prognoseperioden pga tapte markedsandeler. På tross av dette vil omløpshastigheten ligge litt over bransjegjennomsnittet på lang sikt. Det er lagt inn at Gymshark vil ha en høyere omløpshastighet enn bransjegjennomsnittet i evigheten pga av hvor sterkt selskapet har etablert seg i fitnesssegmentet samt fordelingen business modellen deres generer med tanke på å

ha mindre eiendeler i balansen. Omløpshastigheten til netto driftseiendelene vil nå 1,6 i år 2032 og det forutsettes at den er konstant i all tid etter dette.

11.4 Netto driftseiendeler

Ved hjelp av de budsjetterte salgssinntektene og budsjettert onde er netto driftseiendelene til Gymshark regnet ut.

Figur 13.4 – Netto driftseiendeler



Kilde: Egenkomponert

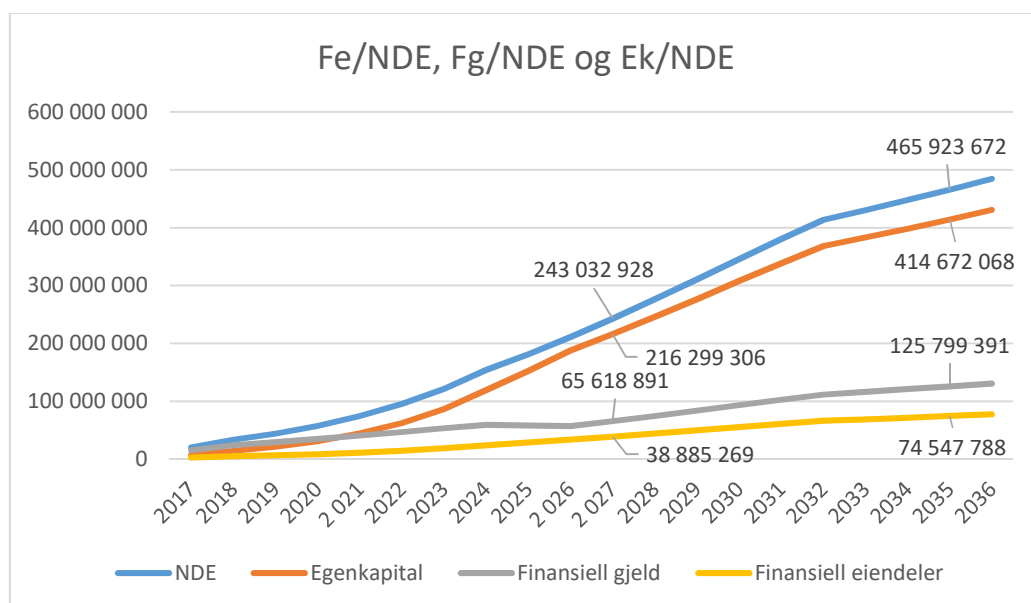
Figur 13.4 viser at netto driftseiendelene til Gymshark vokser relativt raskt, og på få år har de vokst fra 20.327.512 i 2017 til 95.505.783 i 2022. Videre vokser netto driftseiendelene jevnt fram til 2036 hvor de når en verdi på 484.450.619. Netto driftseiendelene til Nike i 2016 var 15.190.000.000 slik at Gymshark vil fremdeles være en liten aktør sammenlignet med de store aktørene i bransjen.

11.5 Finansielle eiendeler, netto finansiell gjeld og egenkapital

For å komme fram til Gymshark sine finansielle eiendeler, finansiell gjeld og egenkapital er det tatt en forutsetning om at $\frac{Fe}{NDE}, \frac{Fg}{NDE}$, og

$\frac{Ek}{NDE}$ vil bevege seg mot bransjegjennomsnittet representert av selskapene i bransjeregnskapet. Utviklingen er illustrert i figur 11.5.

Figur 11.5 – Finansielle eiendeler, netto finansiell gjeld og egenkapital



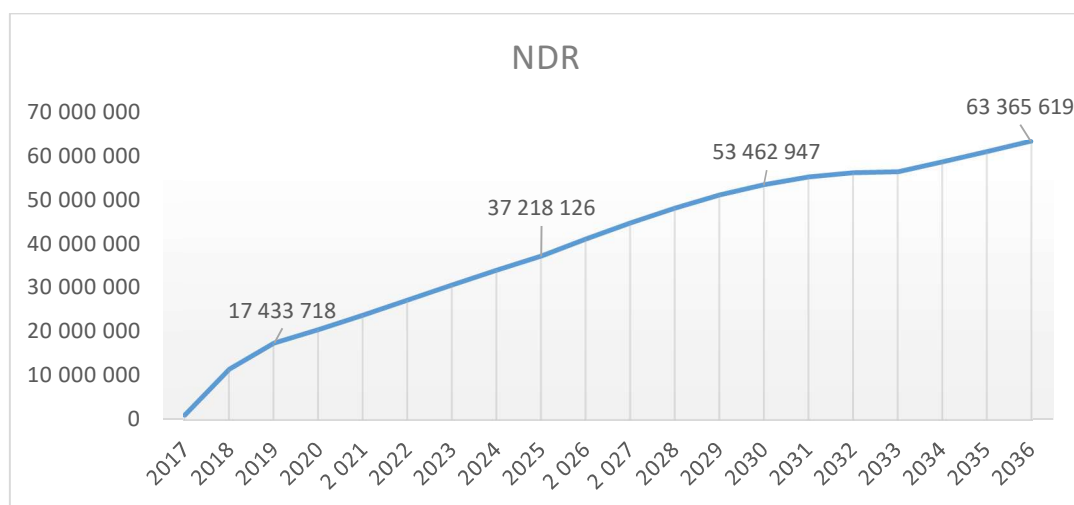
Kilde: Egenkomponert

Figuren viser at egenkapitalandelen etter hvert vil bli meget høy. Dette fordi egenkapitalandelen til bransjen når luftige verdier er kapitalisert er veldig høy. Det antas også at Gymshark vil investere i derivater og den slags slik at de finansielle eiendelene også vil vokse.

11.6 Netto driftsresultat

Ettersom salgsinntektene og netto driftseiendelene er budsjettet er det mulig å framskrive det budsjettere netto driftsresultatet.

Figur 11.6 – Netto driftsresultatet

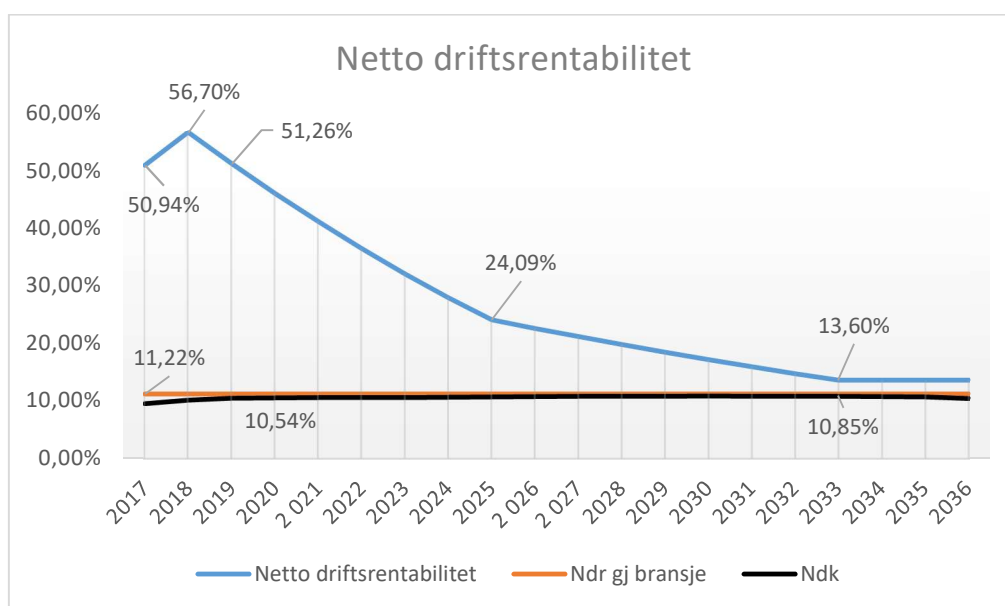


Kilde: Egenkomponert

Netto driftsresultatet stiger jevnt noe som henger sammen med inntektsveksten og netto driftsmarginen som er budsjettert i framtidsregnskapet. Se vedlegg 18, og 19 for å se det justerte resultatet samt den justerte kontantstrømmen.

Netto driftsrentabiliteten viser lønnsomheten til Gymshark i framtidsregnskapet, og oppsummerer de strategiske fordelene som kommer av netto driftsmarginen og omløpshastigheten til netto driftseiendelene.

Figur 11.7 – Netto driftsrentabilitet



Kilde: Egenkomponert

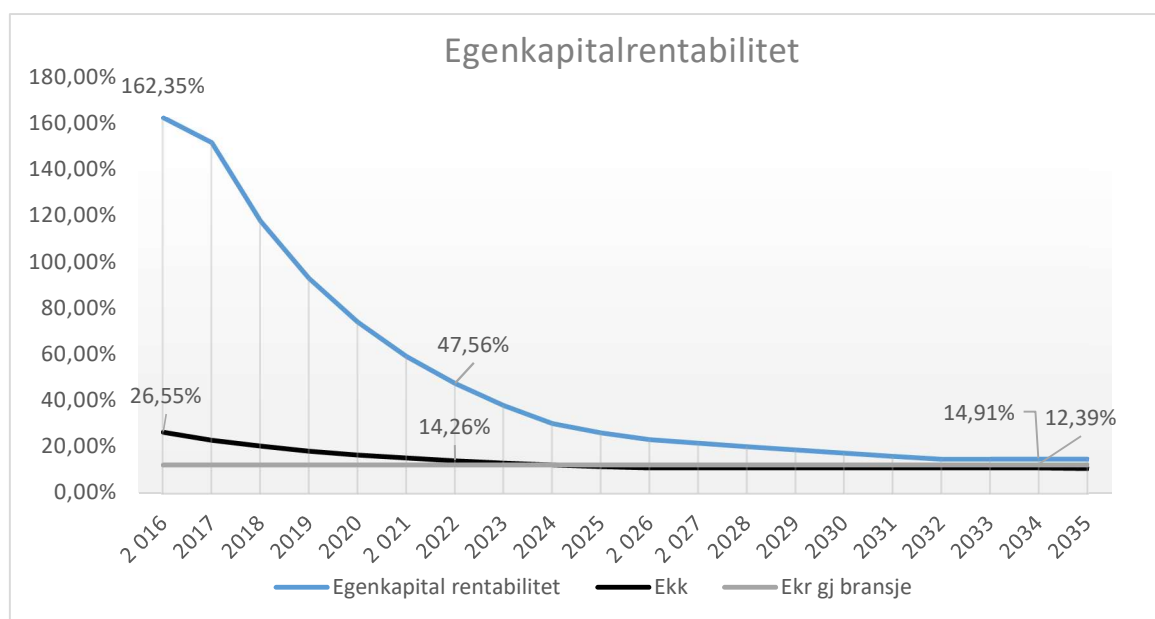
Figuren viser at netto driftsrentabiliteten når sin topp i 2018 før den så den begynner å bevege seg mot bransjegenomsnittet som er 11,22%. Netto driftsrentabiliteten er 50,94%, 56,70% og 51,26% i 2017, 2018 og 2019. I forhold til den veksten Gymshark opplever vil denne økte netto driftsrentabiliteten bidra sterkt til økt verdiskapning for eierne til Gymshark. I 2033 vil netto driftsrentabiliteten være 13,6%, og rentabiliteten holder seg kontant på dette nivået i alle år etter. En ser at netto driftsrentabiliteten er over netto driftskravet i alle år noe som betyr at Gymshark i denne prognosen har en strategisk fordel, og generer superprofitt til sine eiere. Det er også lagt inn at Gymshark vil ha en liten strategisk fordel i terminalperioden. I utgangspunktet går dette imot klassisk teori som sier at konkurransen i markedet vil drive, og presse marginene ned slik at investorene i bransjen over tid vil oppleve normalavkastning. Det vil dermed være svært vanskelig å høste meravkastning i all evighet. Den høye netto driftsrentabiliteten i de første årene forklares gjennom de ulike fordelene Gymshark har opparbeidet seg. Fordelene og utvikling i strategisk fordel er blitt diskutert tidligere i

oppgaven og blir ikke gjentatt her. Det gar blitt lagt inn en liten superprofitt i all evighet. Dette forklares gjennom at Gymshark har etablert seg som et ledende merkevare i fitnesssegmentet.

11.7 Egenkapitalrentabilitet

Figur 11.8 viser avkastningen eierne til Gymshark vil få på egenkapitalen de har investert i selskapet.

Figur 11.8 – Egenkapitalrentabilitet



Kilde: Egenkomponert

Egenkapitalrentabiliteten er svært høy de første årene. Denne høye rentabiliteten kommer av en høy strategisk fordel samt en høy gearingsfordel som følge av at selskapet har en høy gjeldandel i begynnelsen av prognoseperioden. Etter hvert synker den strategiske fordelten til Gymshark i tillegg til at gearingsfordelen også synker pga av at gjeldsgraden i selskapet beveger seg mot gjeldsandelens som er normal i bransjen. Dette driver egenkapitalrentabiliteten ned. I 2034 har Gymshark en egenkapitalrentabilitet på 14,91%, mens avkastningskravet er gått ned til 12,39%. Eierne har dermed en liten strategisk eierfordel, og det generes dermed superprofitt til eierne også i terminalperioden. Den høye strategiske eierfordelen kommer også fram ved multippelanalyse. Se vedlegg 12 for P/B multippelen som er regnet ut til å være 17,47 i 2017. $17,47 > 1$. Det forventes dermed at Gymshark samlet sett vil ha en meget høy strategisk eierfordel. P/E multippelen er 11,53. Dersom $P/B > 1$ og $P/E > 1/Ekk$, er det vanligvis en økende strategisk fordel. $1/Ekk = 3,91$

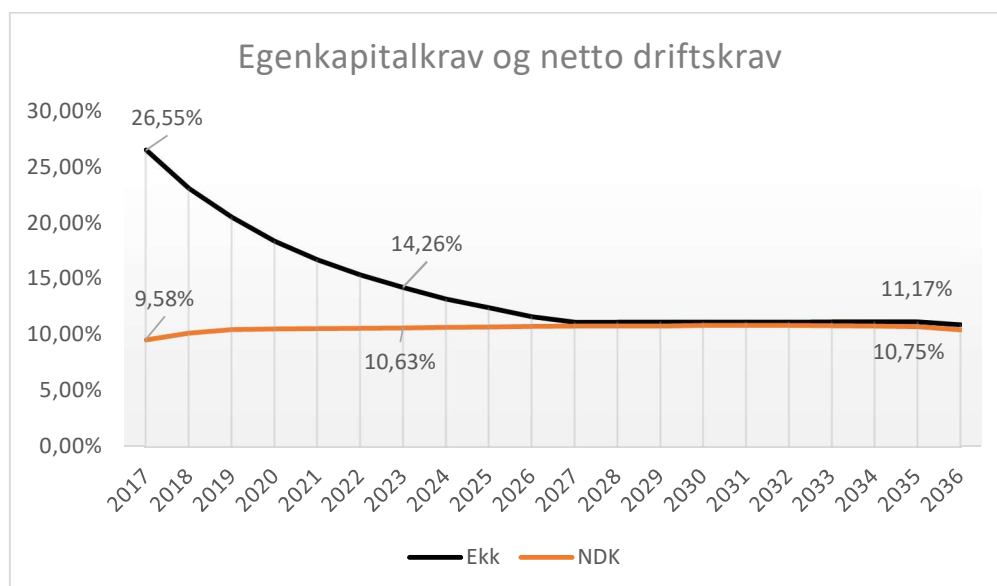
slik at $11,53 > 3,91$. I framtidsregnskapet vil derimot den strategiske eierfordelen synke, og unntaket fra den generelle regelen kan forklares med at Gymshark i 2017 allerede er i en posisjon hvor den strategiske eierfordelen er meget høy slik at det er naturlig at den vil synke.

12. Framtidskrav

For å kunne undersøke om Gymshark har en strategisk fordel i prognoseperioden samt regne verdien til selskapet må egenkapitalkravet og netto driftskravet estimeres.

12.1 Netto driftskravet og egenkapitalkravet

Figur 12.1 – Ndk og Ekk



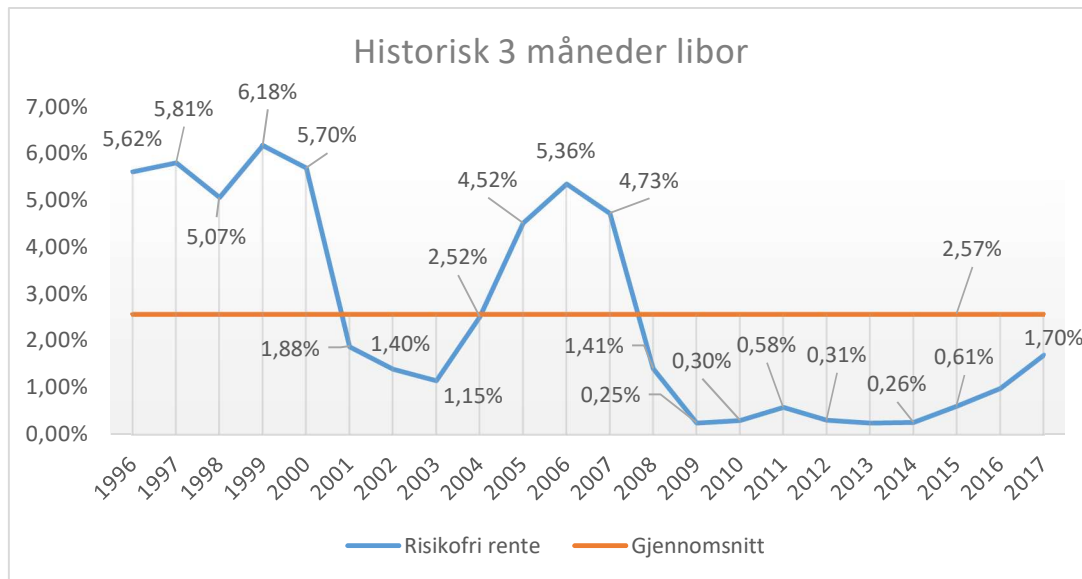
Kilde: Egenkomponert

Figur 12.1 viser at egenkapitalkravet synker i prognoseperioden. Dette skjer først og fremst fordi det forutsettes at gjeldsgraden til Gymshark vil bli lavere. Siden risikoen knyttet til egenkapitalen blir mindre pga av lavere gjeldsgrad krever eierne et lavere avkastningskrav til egenkapital. Netto driftskravet øker noe i prognoseperioden. Rent matematisk skjer dette fordi egenkapital andelen i selskapet øker etter hvert som årene går, og ettersom egenkapitalkravet er høyere enn netto finansiellgjelds kravet vil blir netto driftskravet høyere som følge av at egenkapitalkravet blir vektet høyere. Se vedlegg 24 for å se tabell med fremtidig avkastningskrav.

12.2 Risikofri rente etter skatt

For å regne den risikofrie renten har det blitt tatt utgangspunkt i 3 måneders libor. Denne var satt til 1,7% i 2017. Videre forventes det at libor vil returnere til den gjennomsnittlige libor som har vært de siste 20 årene. Dette virker også fornuftig med tanke på at det er forventet at rentenivået vil gå opp i årene fremover, og er det som er lagt inn i fremtidsregnskapet.

Figur 12.2 - 3 måneder libor



Kilde: (2018, macrotrends.net)

For å komme fram til den risikofrie renten etter skatt er det blitt trukket fra selskapsskattesatsen som baserer seg for prognoser for bedriftsskattesatsen i England (2018, tradingeconomics.com). Den risikofrie renten for terminal verdien er regnet basert på et vektet gjennomsnitt mellom 3 måneders libor, og renten fra 30 års statsobligasjons fra England.

12.3 Netto finansielt gjeldskrav

For å komme fram til et netto finansielt gjeldskrav ble det først regnet ut finansielt gjeldskrav. Dette ble gjort ved å addere risikofri rente før skatt med kreditt risiko premie. For å komme fram til kredittisiko premien ble det gjort en enkelt syntetisk rating i prognoseperioden. Se vedlegg 20 og 21 for den syntetiske ratingen samt utregningen av finansielt gjeldskrav. Se vedlegg 22 for utregningen av netto finansielt gjeldskrav.

12.4 Beta

For å regne ut totalbetaen i framtidsregnskapet ble det tatt utgangspunkt i netto totalbeta til Gymshark $(\frac{\sigma_i}{\sigma_m})_N$ som var satt til 1,49. Denne ble holdt konstant i alle år fremover. Se vedlegg 23 for utregningen av $(\frac{\sigma_i}{\sigma_m})_T$. B_{Nfg} , og B_{Fe} er regnet ut ved hjelp av formlene som er beskrevet i kapittel 5.

12.5 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie ble som forklart i kapittel 10 satt til 5% etter skatt, og holdes konstant på dette nivået i hele prognoseperioden.

13. Verdsettelse

I oppgaven er det først og fremst valgt å fokusere på å regne ut egenkapitalen til Gymshark. I 2016 hadde Gymshark 200 aksjer i selskapet slik at når aksjeprisen regnes blir den meget høy. For å regne ut verdien til egenkapital er fri kontantstrøm til egenkapitalmetoden, og residual inntektsmetoden benyttet. Årsaken til at disse modellene ble valgt ble forklart i kapittel 5.

13.1 Egenkapitalmetodene

Tabell 13.1 – Egenkapitalverdi

Metode	Egenkapital
FKTE	129 513 286
Residual inntekt	129 513 286

Kilde: Egenkomponert

Ved utregning gir modellene samme svar og egenkapitalverdien til Gymshark er estimert til å være 129.513.296. Formlene som er brukt til å regne verdiene er vist i kapittel 5. Dersom egenkapitalen hadde blitt regnet ved bruk av fri kontantstrøm til driftsmetoden ville estimatet på egenkapitalen blitt annerledes. Dette fordi det ikke har blitt brukt virkelige verdier i vektingen av avkastningskravene.

For å regne ut aksjeprisen i dag (30.5.2018) må verdiestimatet flyttes fram i tid.

Egenkapitalverdi 30.5.2018 er estimert til å være:

$$Ekenkapital_{2017+ /12} = (1 + (ekk)^{\frac{m}{12}}) * Ekenkapital_{2017} - Nbu_{2017+ /12}$$

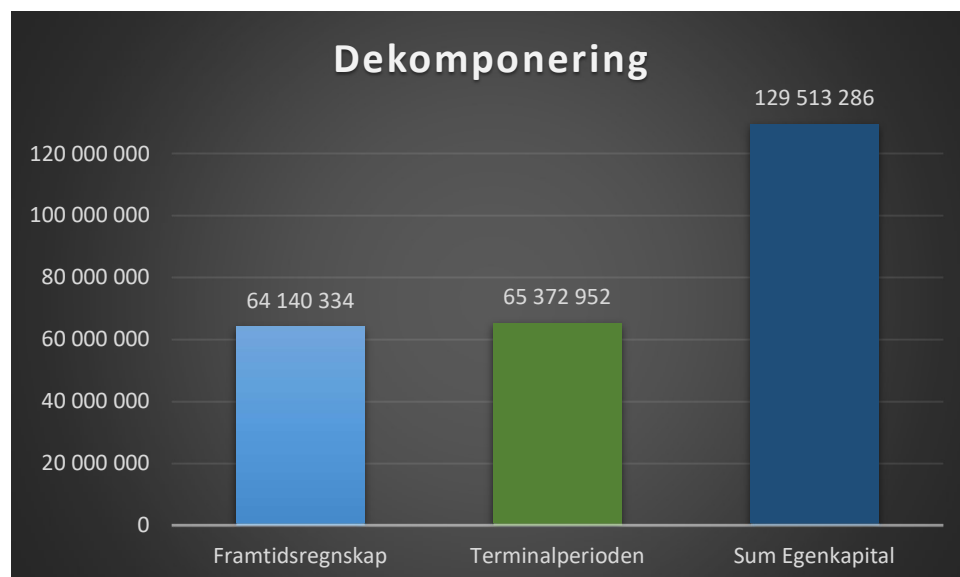
$$Ekenkapital_{2017+ /12} = (1 + 23,11\%)^{\frac{5}{12}} * 129.513.286 - 0 = 141.223.117$$

Aksjeprisen 30.5.2018 blir da 706.166. Dersom selskapet rent hypotetisk hadde hatt 600.000 utestående aksjer ville aksjeprisen vært 235 pund per aksje.

13.2 Dekomponering av verdiestimatet

Ved nærmere undersøkelse av framtdsregnskapet kan verdifordeling av verdiestimatet undersøkes.

Figur 13.1 – Dekomponering av verdiestimatet



Kilde: Egenkomponert

Figur 13.1 viser at de diskonterte egenkapital kontantstrømmene i perioden 2018-2035 utgjør en verdi på 64.140.334 som tilsvarer 49,52% av egenkapitalverdien. Verdien terminalperioden gir ligger rett over, og er på 65.372.952 som utgjør 50,48% av egenkapitalverdien. I utgangspunktet var det forventet at framtdsregnskapet ville stått for en høyere andel av verdiestimatet, men fordi egenkapitalkravet er meget høyt i de første årene i framtdsregnskapet er ikke dette tilfelle. En av fordelene ved bruk av en lang prognoseperiode er at verdien fra terminalperioden ikke vil utgjøre en betydelig andel av den totale egenkapitalen. Jo lengre ut i fremtdsregnskapet en kommer jo mer usikker blir en på de ulike variablene som brukes i verdsettingen. Ved bruk av en lang prognoseperiode vil brukeren ha

større kontroll på verdiestimatet fordi terminalperioden hvor det er knyttet størst usikkerhet til vil tilføre et mindre beløp til totalverdien.

Som nevnt tidligere i oppgaven er det ikke noe konsensus å sammenligne verdiestimatet med siden Gymshark ikke er børsnotert, men det er mulig å sammenligne egenkapital til Gymshark med egenkapitalen til de andre selskapene i bransjen.

Tabell 13.2 – Virkelig verdi egenkapital

Selskap	Egenkapital verdi
Gymshark	129 513 286
Puma	6 532 000 000
Under Armour	6 510 000 000

Kilde: Egenkomponert, (2018, finance.yahoo.com)

På tross av veksten Gymshark opplever i framtidsregnskapet er de fremdeles et veldig lite selskap sammenlignet med de store selskapene i bransjen. Gymshark sin egenkapital utgjør bare 1,97% av egenkapitalen til Puma. Det virker ikke som det er blitt lagt inn for høy vekst i framtidsregnskapet til Gymshark.

13.3 Scenarioanalyse

I forbindelse med framtidsregnskapet er det laget tre forskjellige scenarioer hvor de ulike budsjettdriverne har forskjellig utvikling. Dette er gjort fordi det er usikkerhet knyttet til hvordan disse driverne vil utvikle seg i framtiden. Det er først og fremst salgsinntektene, netto driftsmargin og omløpshastighet til netto driftseiendelene det er knyttet høy usikkerhet til. Analysen inneholder som sagt tre scenarioer. En har et scenario som er "bedre enn forventet", et scenario som er "forventet" og til slutt et scenario som er "dårligere enn forventet". Usikkerheten knyttet til salgsinntektene, netto driftsmarginen og omløpshastigheten henger sammen med hvor lenge Gymshark klarer å holde på de strategiske fordelene selskapet har opparbeidet seg. Forutsetningene og antagelsene for avkastningskravene holdes like i alle scenarioene, og det er også blitt lagt inn samme vekst i terminalperioden i de tre scenarioene. Se vedlegg 25 og 26 for budsjetteringen av salgsinntekter, netto driftsmargin, omløpshastigheten til netto driftsmarginer og netto driftsresultatet for scenarioene "bedre enn

forventet", og "dårligere enn forventet". "Forventet scenario" er framtidsregnskapet som ble framskrevet i kapittel 11.

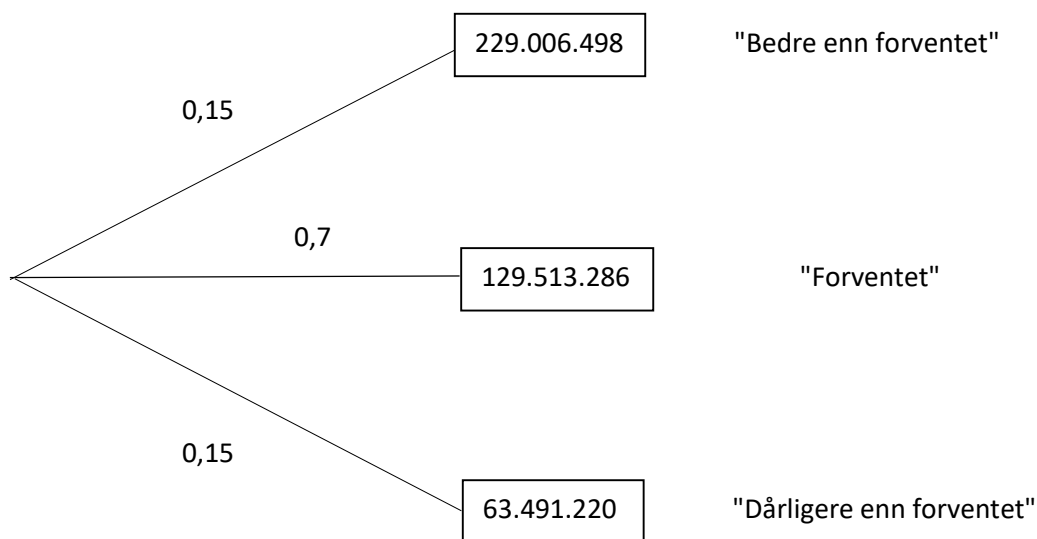
Tabell 13.3 - Scenarier

Strategiske fordeler	"Dårligere enn forventet"	"Forventet"	"Bedre enn forventet"
Influensere og sosiale medier	Andre selskaper i bransjen kopierer markedsføringsstrategien til Gymshark tidlig i prognoseperioden slik at det tidlig blir kamp om influenserne i fitness segmentet.	Selskaper i bransjen kopierer markedsføringsstrategien noe senere i prognoseperioden. Ved å ha flere influensere skapes det mer trafikk på nettsidene til selskapet.	Selskaper i bransjen kopierer markedsføringsstrategien sent i prognoseperioden.
Netthandel	Nye selskaper etablerer seg med samme netthandelskonsept tidlig i prognoseperioden samt at store aktører i bransjen legger større vekt på sin netthandel.	Nye selskaper etablerer seg med samme netthandelskonsept senere i prognoseperioden. Store aktører i bransjen legger mindre vekt på sin netthandel.	Nye selskaper etablerer seg med samme netthandelskonsept sent i prognoseperioden. Store aktører legger mindre vekt på sin netthandel.
Innovasjon	Gymshark er sent ute med å utvide sin produktportefølje og penetrerer dermed ikke nye markeder før sent i prognoseperioden.	Gymshark utvider sin produktportefølje som forventet og penetrer nye markeder.	Gymshark utvider sin produktportefølje tidligere i prognoseperioden og penetrerer dermed nye markeder tidligere.
Konsekvens	Kraftigere nedgang i driftsinntektsvekst etter 2017, og lavere vekst generelt i prognoseperioden. Lavere netto driftsmargin generelt, og større reduksjon i Ndm etter 2017. Lavere omløpshastighet til NDE generelt og større reduksjon i onde etter 2017.	Forventet driftsinntekt vekst Forventet netto driftsmargin, og forventet reduksjon mot bransjegjennomsnittet. Forventet onde, og forventet reduksjon i onde mot bransjegjennomsnittet.	Lavere reduksjon i driftsinntektsvekst etter 2017. Gymshark vil dermed oppleve en høyere inntekts vekst i prognoseperioden. Høyere netto driftsmargin generelt og en lavere reduksjon i Ndm etter 2017. Høyere onde, og lavere reduksjon i onde etter 2017.

Kilde: Egenkomponert

Ved vektingen og bestemmelsen av sannsynligheten til de ulike scenarioene er det blitt gjort en kjønnsmessig vurdering. Sannsynlighetene til scenarioene "svakere enn forventet" og "bedre enn forventet" forventes ikke å være høye.

Figur 13.2 – Forventet verdi



Kilde: Egenkomponert

$$E(Ekenkapital)_{2017} = 229.006.498 * 0,15 + 129.513.286 * 0,7 + 63.491.220 * 0,15$$

$$E(Ekenkapital)_{2017} = \mathbf{134.533.958}$$

Scenarioanalysen gir et intervall i egenkapital fra 229.006.498 – 63.491.220. "Bedre enn forventet" scenarioet gir enn oppside på 76,82% i forholds til "forventet scenariet", mens "dårligere enn forvente" scenariet gir enn nedside på 49,02% i forhold til "forventet" scenarioet.

13.4 Sensitivitetsanalyse

For å få fram ulike verdiestimat ved endring av avkastningskrav samt endring i veksten i terminalperioden har det blitt utført en sensitivitetsanalyse. I og med at det i oppgaven ble regnet ut ulike avkastningskrav for hvert år, ble det i forbindelse med denne analysen regnet ut et avkastningskrav som ble brukt i alle år. Dette avkastningskravet ga samme egenkapitalverdi på 129.513.286. Det egenkapitalkravet som gir en verdi på 129.513.286 er

beregnet til å være omtrent 13%. Tabell 14.1 viser hvordan endring i egenkapitalkravet og endring i veksten i terminalperioden påvirker verdiestimatet.

Tabell 13.4 – Sensitivitetsanalyse

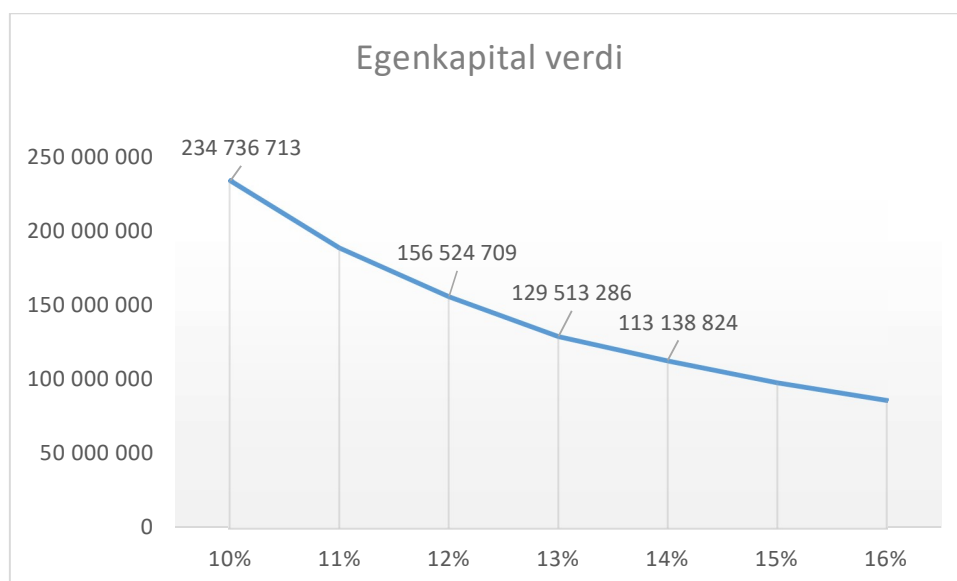
Egenkapitalkrav

	10 %	11 %	12 %	13 %	14 %	15 %	16 %
6 %	302 264 704	228 666 325	180 936 394	144 612 030	123 789 718	105 676 689	91 656 112
5 %	261 747 909	205 715 487	166 986 860	136 132 700	117 872 555	101 631 584	88 824 088
4 %	234 736 713	189 322 032	156 524 709	129 513 286	113 138 824	98 321 953	86 464 068
3 %	215 443 001	177 026 941	148 387 481	124 202 320	109 265 771	95 563 927	84 467 128
2 %	200 972 717	167 464 092	141 877 698	119 846 738	106 038 227	93 230 213	82 755 465

Figur: Egenkomponert

Tabell 13.4 viser at egenkapitalverdien øker når veksten i terminal perioden øker, og når egenkapitalkravet blir mindre. Når veksten i terminalperioden synker, og egenkapitalkravet øker synker verdiestimatet.

Figur 13.3 – Egenkapitalverdi med 4% vekst i terminalperioden



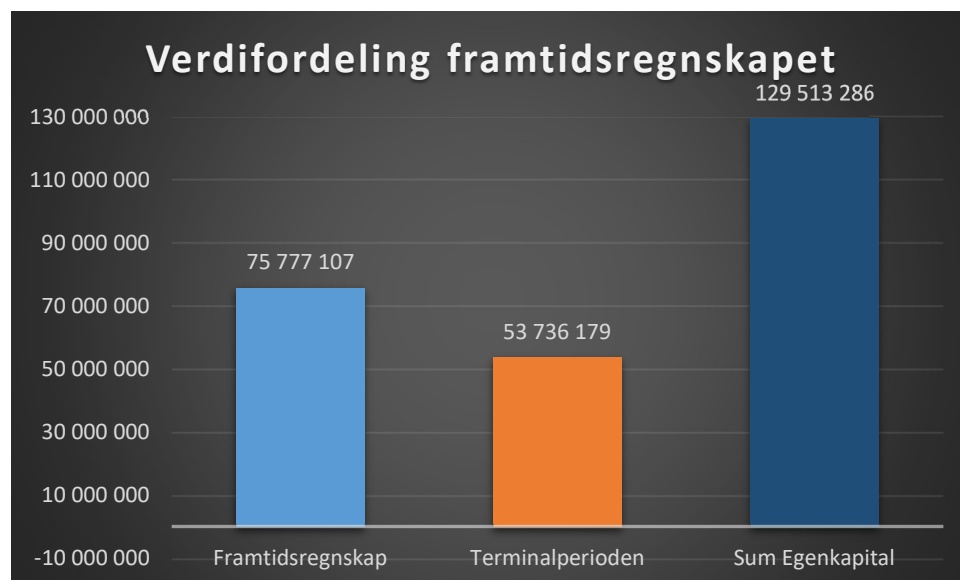
Kilde: Egenkomponert

Figuren viser hvordan verdiestimatet synker når egenkapitalkravet øker. Et egenkapitalkrav på 13% gir samme verdi på egenkapitalen som er regnet ut i oppgaven på 129.513.286. En interessant ting å påpeke er at egenkapitalverdien øker betraktelig når egenkapitalkravet synker. En reduksjon i egenkapitalkravet på 3% øker egenkapitalverdien med omtrent 100.000.000 millioner pund. De ulike driverne for egenkapitalen er den risikofrie renten etter skatt, totalbetaen og markedsrisikopremien etter skatt. Videre blir totalbetaen i stor grad drevet av gjeldsandelen til Gymshark, og i framtidsregnskapet går gjeldsandelen til selskapet

ned noe som igjen driver totalbetaen ned. I kapittel 7, ble ulempen av å være en ikke veldiversifisert diskutert og vist. Forskjellene i netto driftskravene mellom Gymshark og bransjeregnskapet var rundt 4% i 2015, og 2016. Forskjellene i egenkapitalkravet mellom Gymshark og bransjen er meget store pga av at en bruker en totalbeta for å estimere egenkapitalkravet til Gymshark. Totalbetaen til Gymshark blir i tillegg drevet kraftig opp av den høye gjeldsandelen selskapet har spesielt tidlig i framtidsregnskapet. Poenget er at verdien til egenkapitalen til Gymshark er drevet kraftig ned pga av høye egenkapitalkrav i framtidsregnskapet. Selv om egenkapitalkravet for Gymshark synker i framtidsregnskapet kan en trygt si at det er høyere enn egenkapitalkravet som investorer i bransjen har til selskapene som inngår i bransjeregnskapet. Dersom selskapet hadde vært eid av veldiversifiserte investorer hadde den estimerte egenkapitalverdien til Gymshark vært betraktelig høyere. Den spesifikke risikoprofilen Gymshark har fører egentlig til et lavt verdiestimat på egenkapitalen til selskapet. Det er ingen tvil om at eierne til Gymshark sitter med store verdier.

Med en konstant egenkapitalkrav på omtrent 13% endres også verdifordelingen av egenkapitalen

Figur 13.4 - Dekomponering av verdiestimatet



Kilde: Egenkomponert

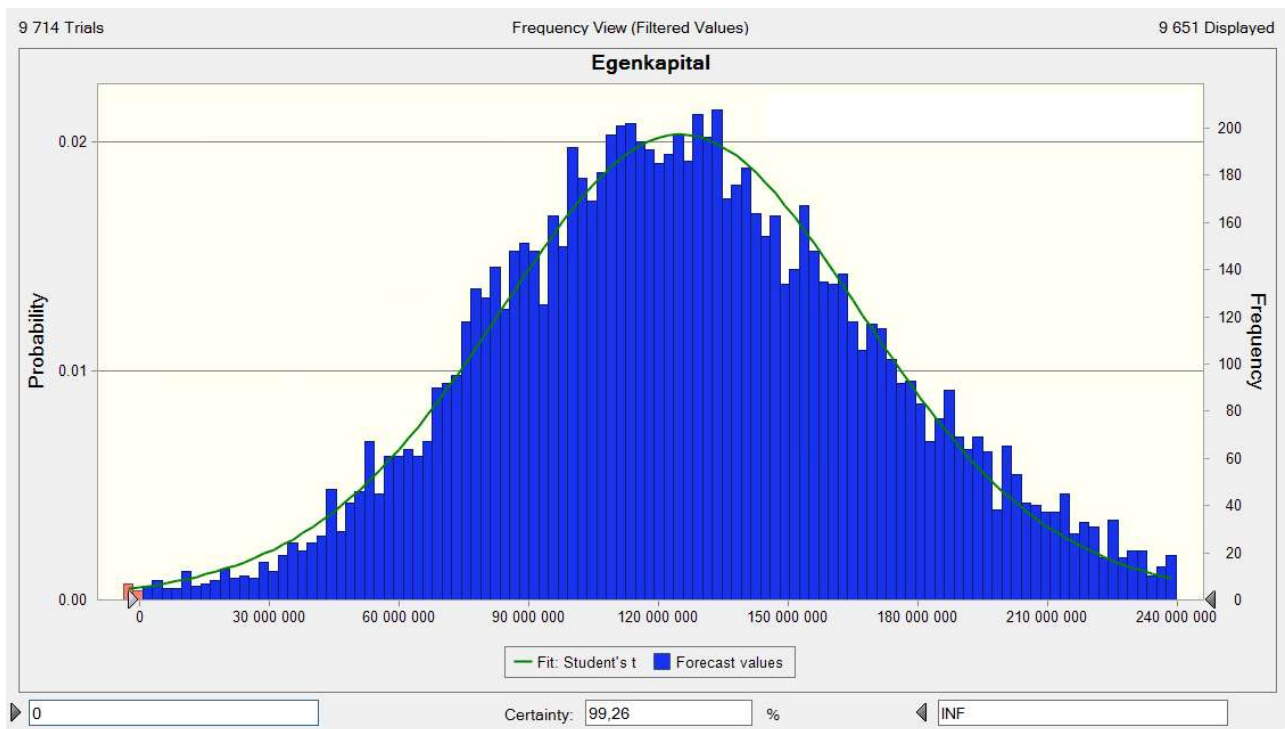
Figur 13.4 viser at fordelingen av verdiestimatet endrer seg med et konstant egenkapitalkrav. De diskonterte egenkapital kontantstrømmene i perioden 2018-2035 utgjør en verdi på 75.777.107 som tilsvarer 58,5% av egenkapitalverdien. Terminalperioden gir en verdi på 53.736.179 som utgjør 41,5% av egenkapitalverdien med et konstant egenkapitalkrav.

Årsaken til at perioden 2018-2035 gir en større andel av verdiestimatet er fordi det nå blir diskontert med avkastningskrav som er betraktelig lavere fram til 2024. I terminalperioden diskonteres det med et høyere avkastningskrav sammenlignet med egenkapitalkravet som ble brukt tidligere noe som naturligvis gjør at terminalperioden utgjør en lavere andel av verdiestimatet. Fordelingen som blir vist i figur 14.2 virker fornuftig, og grunnen til at fordelingen var jevnere i figur 13.1 kommer som følge av høye egenkapitalkrav i perioden 2018-2024.

13.5 Simulering

Det har også blitt foretatt en enkel simulering i Crystall ball for å få fram fordelingen av verdiestimatet når de viktigste budsjettdriverne blir gjort stokastiske med en bestemt sannsynlighetsfordeling. I simuleringen har det blitt lagt inn noe høyere standardavvik for salgsinntektene, netto driftsmargin og omløpshastigheten til netto driftseiendele enn hva som er normalt i bransjen pga at Gymshark ikke er i "steady state", men er i periode med høy vekst. Det er derfor større uvissheit knyttet til Gymshark sine budsjettdriverne. For veksten i salgsinntektene er driftsinntektsveksten i årene 2018, 2020, 2015 gjort om til stokastiske variabler med uniform fordeling. For å ta hensyn til uvissheten i driftsinntektsveksten i terminalperioden er det lagt inn en symmetrisk trekantfordeling. For netto driftsmarginen er ndm stokastisk i årene 2018, 2025, og 2033. Omløpshastigheten til netto driftseiendelene er gjort til stokastiske variabler i årene 2018, 2025 og 2033. Både netto driftsmarginen og omløpshastigheten til netto driftseiendelene har blitt gitt en uniform fordeling. Ved simulering vil punktene som er nevnt variere, og det har lagt inn lineær utvikling mellom punktene slik at tallene i årene mellom punktene også vil endre seg når de stokastiske budsjettdriverne endrer seg. Videre er det også lagt inn visse begrensninger for å luke ut usannsynlige verdiestimat ved simuleringen.

Figur 13.5 – Crystall ball simulering



Kilde: Egenkomponent

Ved simuleringen ble det utført 10.000 prøvelser. 286 av forsøkene ble filtret bort som følge av begrensningene som ble lagt inn. Figuren viser at verdiestimatet har en fin normalfordeling hvor gjennomsnittet til egenkapitalverdi ligger rundt 125.000.000 pund. Som det ble nevnt tidligere i oppgaven er det valgt å fokusere på egenkapitalverdien til selskapet, og ikke aksjeprisen ettersom Gymshark ikke er børsnotert.

Tabell 13.5 – Crystal ball simulering

Statistic	Forecast values
► Trials	9 714
Base Case	129 513 286
Mean	125 013 517
Median	124 304 229
Mode	---
Standard Deviation	45 991 162
Variance	2 115 187 005 904 730
Skewness	-0,1748
Kurtosis	3,47
Coeff. of Variation	0,3679
Minimum	-95 149 081
Maximum	239 778 198
Mean Std. Error	466 633
Filtered Values	286

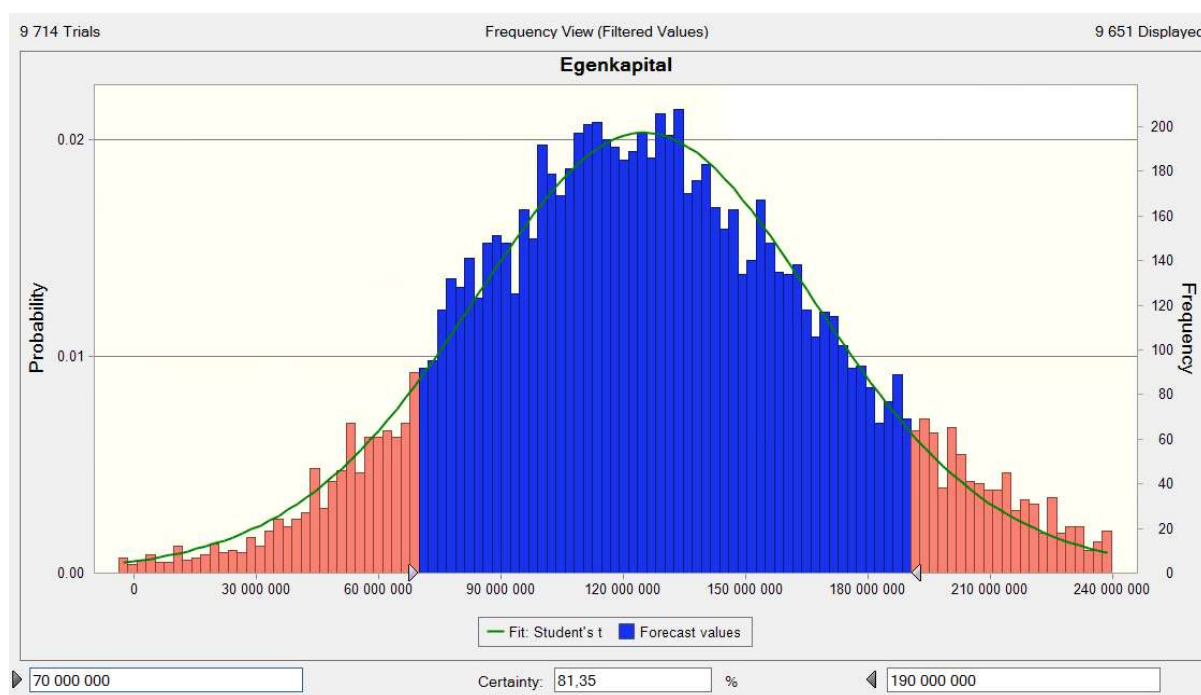
Kilde: Egenkomponent

Tabell 13.5 viser at gjennomsnittet til egenkapital på 125.013.517 er nærme verdiestimatet til "forventet" egenkapitalverdi på 129.513.286 som ble regnet ut i scenarioanalysen.

Standardavvik ser i første omgang meget høyt ut, men standardavviket blir så høyt når det ikke er aksjeprisen som undersøkes, men egenkapitalen. Videre viser tabellen at minste verdi i er - 96.149.081. Ved bruk av figur 14.3 er det mulig å regne ut sannsynligheten for konkurs basert på Crystal ball simuerlingen. Crystall ball anslår sannsynligheten for konkurs til å være:

$1 - 0,9926 = 0,74\%$. Dette er gitt at det da ikke er avtalt noen covenants eller binende kontrakter med lånegivere om krav til egenkapitalandel. Gymshark hadde som sagt ikke noe finansiell gjeld, så etter alt å dømme har selskapet ingen slike krav til egenkapitalen. I Kapittel 9 ble sannsynlgheten for konkurs i 2016 anslått til å være 0,1%. Crystall ball simuleringen virker rimelig.

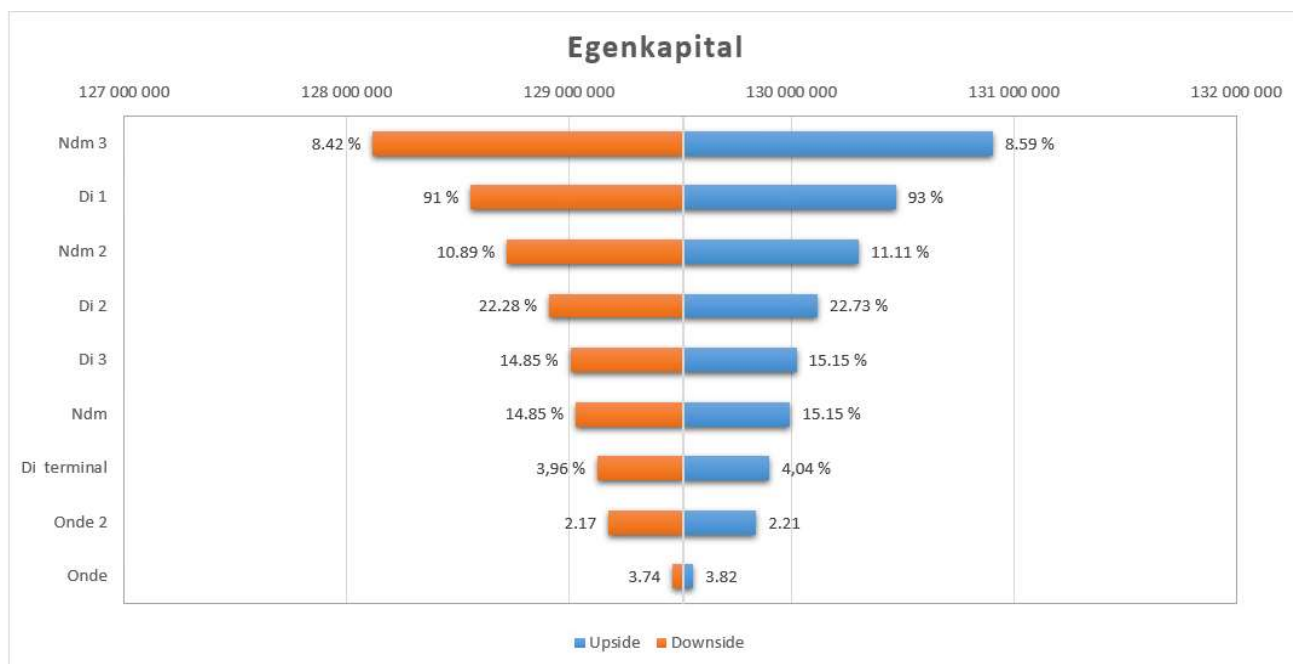
Figur 13.6 – Sannsynlighet for at verdiestimatet lander innen et bestemt intervall



Kilde: Egenkomponent

Sannsynligheten for at verdiestimatet til egenkapital er mellom 70.000.000 og 190.000.000 pund er hele 81,35%. Det er også interessant å analysere de viktigste budsjettdriverne, og hvilke som bidrar mest til endringen av verdien til egenkapitalen.

Figur 13.7 – Tornado diagram egenkapitalverdi

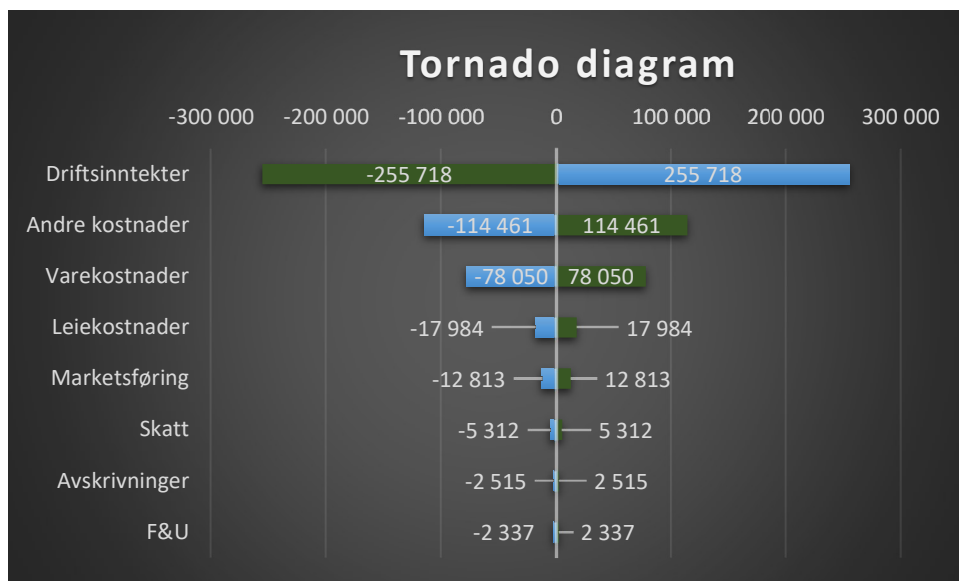


Kilde: Egenkomponert

Tornado diagrammet viser hvordan budsjettdriverne påvirker verdiestimatet ved en 1% positiv eller negativ endring i budsjettdriveren. En 1% positiv endring i Ndm 3 som er netto driftsmarginen i 2033 vil endre verdiestimatet av egenkapitalen til 130.906.806, mens en 1% negativ endring av Ndm 3 vil endre verdiestimatet til 128.119.767. Endring i driftsinntekter i år 2018 har nest størst påvirkning på egenkapitalen, mens Ndm 2 i år 2025 har tredje størst påvirkning på egenkapitalen. Onde i år 2018 har minst påvirkning når det gjelder endring en i egenkapitalestimatet ved en 1% endring.

For Gymshark vil det være viktig å realisere den forventede driftsinntektsveksten som de selv har estimert for 2018, og det vil være viktig å ikke ha en for sterk reduksjon i netto driftsmarginen for å ikke oppleve nedgang i den virkelige egenkapitalverdien. I kapittel 5 ble noen av ulempene med en budsjetteringsmodell med lavt detaljeringsnivå diskutert. En av ufordelene kommer til syne i dette kapitlet hvor det pga av budsjetteringsmodellen som er valgt ikke er mulig å undersøke hvordan endringen i ulike driftskostnader påvirker verdiestimatet. Noe som kunne vært være interessant å undersøke er hvordan ulike driftskostnader påvirker netto driftsresultatet, siden netto driftsmarginen åpenbart er en viktig budsjettdriver i forbindelse med verdiestimatet. Det er derfor blitt laget et enkelt tornado diagram for 2016 hvor den nødvendige informasjonen har vært tilgjengelig.

Figur 13.8 – Tornado diagram netto driftsresultat 2016



Kilde: Egenkomponert

I dette diagrammet blir det sett på hvordan en 2% økning eller reduksjon i de ulike variablene endrer netto driftsresultatet for 2016. Av driftskostnadene er det rest posten "Andre kostnader" som har sterkest påvirkning på netto driftsresultatet. Dersom varekostnadene øker med 2% vil netto driftsmargin bli redusert med 78.050 pund. Av de kapitaliserte kostnadene og utgiftene er det leiekostnadene knyttet til den ordinære driften som har sterkest påvirkning på netto driftsresultatet. En 2% økning i leiekostnadene vil redusere netto driftsresultatet med 17.984 pund. I prognoseperioden antas det at varekostnadene vil ha en større påvirkning på netto driftsresultatet enn de andre driftskostnadene. Dette fordi varekostnadene må øke for at Gymshark skal kunne selge flere produkter.

14. Konklusjon

Formålet med denne oppgaven var å regne den virkelige egenkapitalverdien til Gymshark. For utregningen av avkastningskravene ble det antatt at eierne til Gymshark ikke var veldiversifiserte investorer. Ved hjelp av fri kontantstrøm til egenkapitalmetoden ble egenkapitalen estimert til å være 129.513.296, og ved framskrivning var egenkapitalen verdt 141.223.117 den 30.5.2017. Med aksjene Gymshark har ga dette en aksjepris på 706.166 pund. Siden Gymshark ikke er børsnotert finnes det ikke noe konsensus å sammenligne verdiesestimater med, og egenkapitalverdien som ble regnet ut ved fundamental analyse blir

derfor sammenlignet med estimatene som ble regnet ut ved scenarioanalysen og simuleringen i Crystal ball.

Tabell 17.1

Metode	Egenkapital
FKTE-metoden	129 513 296
Scenario analyse	134 533 598
C.B gjennomsnitt	125 013 517

Den forventende verdien til egenkapitalen ble 134.533.498 i scenarioanalysen, og er omtrent 3,88% høyere enn egenkapitalverdien som ble estimert ved bruk av FKTE-metoden. Den gjennomsnittlige egenkapitalverdien ved

Kilde: Egenkomponert

Crystal ball simuleringen ble 125.013.517, og er omtrent 3,47% lavere enn verdiestimatet FKTE-metoden ga. Estimaten virker å være rimelige, og tar utgangspunkt i de strategiske fordelene det forventes at Gymshark vil ha i prognoseperioden. Det er rimelig sikkert at Gymshark vil oppleve en høy omløpshastighet til netto driftseiendelene i 2017. Onde er regnet på inngående kapital som er oppgitt i regnskapet, og Gymshark har allerede gått ut med driftsinntektsveksten de hadde for året 2017. Det er større usikkerhet knyttet til veksten i driftsinntekter på lang sikt, og netto driftsmarginen. Gymshark vil opparbeide seg en høyere driftsmargin enn selskapene i bransjen i begynnelsen av prognoseperioden, men det er usikkerhet knyttet til hvor raskt denne vil falle. Det er også knyttet usikkerhet til hvor raskt veksten i driftsinntektene vil falle etter 2017, og hvor lang tid det vil ta før selskapet når "steady state". Vurderingen som er gjort er at Gymshark vil oppleve en kraftig reduksjon i salgsinntekter fram til år 2020, og i årene etter vil driftsinntektsveksten bevege seg sakte mot veksten i verdensøkonomien.

I og med at 49,21% av verdien til egenkapitalen som er regnet ut stammer fra årene før terminalperioden, vil avvik i driftsinntektsveksten fra prognosen få en betydelig effekt på verdien til egenkapitalestimatet. Vurderingen som er gjort baserer seg derfor i stor grad på at Gymshark vil oppleve den veksten som er lagt inn i prognoseperioden.

15. Referanseliste

Litteratur

Bøhren, Ø. og Dag Michalsen. (2012) *Finansiell Økonomi*, 4 utgave. (Fagbokforlaget)

Fangen, K. og Ann-Mari Sellererg. (2011) *Mange ulike metoder*. (Gylendal Norsk Forlag)

Koller, T. Goedhart, M. og David Wessels. (2015) *Valuation*, 6 Edition. (John Wiley & Sons, Inc.)

Miles, M.B. og A. Michael Huberman. (1994) *Qualitative Data Analysis*. (Sage Publications)

Penman, H. (2013). *Financial statement Analysis and Security Valuation*, 5 Edition. (McGraw-Hill Education)

Peterson, C. Plenborg, T. og Finn Kinserdal. (2017) *Financial Statement Analysis*. (Fagbokforlaget)

Østbye, H. Helland, K. Knapkog, K. og Leif Ove Larsen. (2007) *Metode-bok for medie-fag*, 3 utgave. (Fagbokforlaget)

Artikler

Butler, P, J. Schurman, G, S. og Malec, A, M. (2011) "*Practical Evidence and Theoretical Support for Total Beta*". <http://www.valtrend.com/downloads/Butler-Schurman-Malec.pdf>

[Hentet: 03.05.2018]

Bain, M (2016) "*Sportswear is carrying the global apparel industry*".

<https://qz.com/889672/sportswear-is-carrying-the-global-apparel-industry/>

[Hentet: 06.03.2018]

Farbrot, A. (2011) "*Omdømme viktigere enn etikk*".

<https://forskning.no/miljopolitikk-ledelse-og-organisasjon-kommunikasjon/2011/03/omdomme-viktigere-enn-etikk>

[Hentet: 07.03.2018]

Deloitte, K, H. (2017) "*Research: European fitness industry stats*".

<http://www.healthclubmanagement.co.uk/health-club-management-features/European-fitness-industry-stats/31925>

[Hentet: 05.03.2018]

Phillips, J. (2015) "*Budgets clubs drive European gym memberships to near double-digit growth*". <http://www.healthclubmanagement.co.uk/health-club-management-news/latest-news/314826>

[Hentet: 05.03.2018]

Orendoff, A. (2017) "*Global ecommerce: Statistics and international Growth Trends*".

<https://www.shopify.com/enterprise/global-ecommerce-statistics>

[Hentet: 05.03.2018]

Scarano, G. (2017) "*Measuring Up: 3-D Body Scanning Can Now be Done on an iPhone*"

<https://sourcingjournal.com/topics/technology/measuring-up-3-d-body-scannings-revolution-and-its-impact-on-apparel-sizing-gs-68999/>

[Hentet: 22.05.2018]

Internettkilder, statistikk og annet.

data.oecd.org (2018).

<https://data.oecd.org/gdp/gross-domestic-product-gdp.htm>

[Hentet: 13.02.2018]

<https://data.oecd.org/hha/household-spending.htm>

[Hentet: 13.02.2018]

<https://data.oecd.org/hha/household-spending.htm#indicator-chart>

[Hentet: 12.02.2018]

<https://data.oecd.org/hha/household-spending.htm>

[Hentet: 13.02.2018]

<https://data.oecd.org/hha/household-disposable-income.htm#indicator-chart>

[Hentet: 12.02.2018]

<https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates-forecast.htm#indicator-chart>

[Hentet: 04.03.2018]

estudie.no (2017).

<https://estudie.no/fordeler-merkevarer/>

[Hentet: 14.03.2018]

finance.yahoo.com (2018).

<https://finance.yahoo.com/quote/UA?p=UA>

[Hentet: 12.04.2018]

<https://finance.yahoo.com/quote/PUM.DE?ltr=1>

[Hentet: 12.04.2018]

Francis, B. (2017) "*Gymshark 0 - \$100 Million in 6 years | Why we sell out of stock so fast | Ben Francis*"

<https://www.youtube.com/watch?v=FmFbggu6zNY>

[Hentet: 28.01.2018]

Knivsflå, K.H (2018).

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2001%20-%202018p.pdf>

[Plansje 26]

[Plansje 27]

[Hentet: 02.05.2018]

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2002%20-%202018p.pdf>

[Plansje 3]

[Hentet: 02.05.2018]

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2004%20-%202018p.pdf>

[Plansje 80]

[Plansje 58]

[Plansje 70]

[Plansje 13]

[Hentet: 29.04.2018]

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2005%20-%202018p.pdf>

[Plansje 19]

[Plansje 50]

[Plansje 56]

[Plansje 73]

[Hentet: 29.04.2018]

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2010%20-%202018p.pdf>

[Plansje 11]

[Hentet: 01.05.2018]

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2012%20-%202018p.pdf>

[Plansje 9]

[Plansje 28]

[Hentet: 30.04.2018]

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2014%20-%202018p.pdf>

[Plansje 37]

[Plansje 46]

[Hentet: 24.04.2018]

[Plansje 62]

[Hentet: 21.04.2018]

market-risk-premia.com (2018).

<http://www.market-risk-premia.com/gbhtml>

[Hentet: 05.04.2018]

macrotrends.net (2018)

<http://www.macrotrends.net/2520/3-month-libor-rate-historical-chart>

[Hentet: 12.04.2018]

mblm.com (2018).

<http://mblm.com/lab/ranking-tool/?region=1&yr=2018&brand=51>

<http://mblm.com/lab/ranking-tool/?region=1&yr=2018&brand=69>

<http://mblm.com/lab/ranking-tool/?region=1&yr=2018&brand=65>

<http://mblm.com/lab/ranking-tool/?region=1&yr=2018&brand=71>

[Hentet: 07.03.2018]

out-law.com (2018).

<https://www.out-law.com/page-7512>

[Hentet: 03.03.2018]

pages.stern.nyu (2018).

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

[Hentet: 05.04.2018]

statista.com (2018).

<https://www.statista.com/statistics/236123/us-fitness-center--health-club-memberships/>

[Hentet: 05.03.2018]

<https://www.statista.com/statistics/613169/size-of-the-global-sportswear-market/>

[Hentet: 11.02.2018]

stateofobesity.org (2017)

<https://stateofobesity.org/obesity-rates-trends-overview/>

[Hentet: 05.03.2018]

tradingeconomics.com (2018)

<https://tradingeconomics.com/china/interest-rate>

[Hentet: 04.03.2018]

<https://tradingeconomics.com/united-kingdom/corporate-tax-rate>

[Hentet: 03.03.2018]

<https://tradingeconomics.com/united-kingdom/sales-tax-rate/forecast>

[Hentet: 12.04.2018]

ycharts.com (2018).

<https://ycharts.com/>

[Hentet: 26.04.2018]

www.who.int (2017).

<http://www.who.int/mediacentre/factsheets/fs311/en/>

[Hentet: 05.03.2018]

16. Vedlegg

Innholdsfortegnelse

Vedlegg 1 – Omgruppert og justert resultat Gymshark	153
Vedlegg 2 – Rapportert skattekostnad Gymshark	154
Vedlegg 3 – Skattesatser Gymshark	154
Vedlegg 4 – Omgruppert forenklet balanse Gymshark.....	154
Vedlegg 5 – Detaljert omgruppert balanse Gymshark.....	155
Vedlegg 6 – Justert kontantstrøm Gymshark.....	156
Vedlegg 7 – Bransjeresultat (I millioner).....	157
Vedlegg 8 – Bransjebalanse (I millioner).....	158
Vedlegg 9 – Ujustert årsresultat Gymshark.....	158
Vedlegg 10 – Ujustert balanse Gymshark	159
Vedlegg 11 – Ujustert kontantstrøm Gymshark.....	160
Vedlegg 12 – Multipler	161
Vedlegg 13 – Estimering av avkastningskrav bransje (Ek, Nfg i millioner)	162
Vedlegg 14 - Netto totalrisikobeta	162
Vedlegg 15 – Netto bransjebeta.....	163
Vedlegg 16 – Framskrivning Di, Ndm, Onde og NDR (Driftsinntekter i tusen).....	163
Vedlegg 17 - Framskrivning Fgd, Fed, Fgr, Fek, NFK og NKI (I tusen)	163
Vedlegg 18 – Prognose justert årsresultat (I tusen).....	163
Vedlegg 19 – Prognose justert kontantstrøm til egenkapitalen (I tusen)	164
Vedlegg 20 – Risikofri rente etter skatt.....	164
Vedlegg 21 – Syntetisk rating og finansielt gjeldskrav	164
Vedlegg 22 – Netto finansielt gjeldskrav.....	165
Vedlegg 23 – Totalbeta.....	165
Vedlegg 24 – Fremtidig avkastningskrav	165
Vedlegg 25 – "Bedre enn forventet scenario" (I tusen)	166
Vedlegg 26 – "Dårligere enn forventet" (I tusen).....	166

Vedlegg 1 – Omgruppert og justert resultat Gymshark

År	2014	2015	2016
Operasjonelle eiendeler:			
Annlegsmidler:			
Netto leie, markedsføring, F&U		7 357 418	9 922 012
Immaterielle eiendeler	7 000	3 500	
Varigedriftsmidler	42 055	353 524	354 097
Sum annlegsmidler	49 055	7 714 442	10 276 109
Langsiktig operasjonell gjeld:			
Provisjon avsatt til drift		70 705	70819
Sum langsiktig gjeld		70 705	70 819
Netto driftsrelatert annlegsmidler	49 055	7 643 737	10 205 290
Omløpsmidler:			
Kundefordringer			109 098
Forskuddsbetaling og annen opparbeidet inntekt		48 695	139 209
Varer	435 969	960 267	912 114
Bank	884 489	872644	1 278 588
Andre fordringer	27 638	170802	466279
Sum omløpsmidler	1 348 096	2 052 408	2 905 287
Kortsiktig operasjonell gjeld:			
Leverandørgjeld		307 518	1 401 649
Skatt		213 335	224 756
Avsetning (Forskudd fra kunder)		419 133	402 895
Trygdeskatt og annen skatt		29 473	69 419
Direktørens lånekonto		5 893	5 282
Andre kreditorer		10 129	7 754
Sum kortsiktig gjeld	393 368	985 481	2 111 755
Driftsrelatert arbeidskapital	954 728	1 066 927	793 532
Netto driftseiendeler	1 003 783	8 710 663	10 998 822
Finansielle Eiendeler:			
Andre fordringer	64 488	398 537	1 087 984
Bank	109 319	154 159	450 430
Sum finansielle eiendeler	173 807	552 696	1 538 414
Sysselsatte eiendeler	1 177 590	9 263 360	12 537 236
Finansiell gjeld		6 603 157	9 167 751
Egenkapital	1 177 590	2 660 202	3 369 484
Sysselsatte eiendeler	1 177 590	9 263 360	12 537 236

Kilde: Egenkomponert

Vedlegg 2 – Rapportert skattekostnad Gymshark

År	2015	2015
Normal driftskattekostnad	258 503	265 611
Skatt på finansinntekt	-1 332	-15 791
Skatt på finanskostnad	-16 349	-22 699
Skatt på unormal driftsresultat	-21 634	-8 278
Unormal skatt på normal drift	-5 755	5 914
Unormal skatt	70 705	114
Sum	284 138	224 870
Rapport skatt	284 138	224 870

Kilde: Egenkomponert

Vedlegg 3 – Skattesatser Gymshark

År	2015	2016
Selskapsskatesats (Sss)	20,00 %	20,00 %
E. finansskattestats (Fiss)	13,33 %	13,33 %
Driftsselskapskatt (Dss)	18,85 %	19,71 %
Normal driftskattesats (Ndss)	19,28 %	19,28 %
Unormal driftskattesats (Udss)	-0,43 %	0,43 %

Kilde: Egenkomponert. **Kommentar:** Udss = Dss – Ndss

Vedlegg 4 – Omgruppert forenklet balanse Gymshark

År	2014	2015	2016
Netto driftsrelatert annlegsmidler	49 055	7 643 737	10 205 290
Driftsrelatert arbeidskapital	954 728	1 066 927	793 532
Netto driftseiendeler	1 003 783	8 710 663	10 998 822
Egenkapital	1 177 590	2 660 202	3 369 484
Netto finansiell gjeld	-173 807	6 050 461	7 629 338
Netto driftskapital	1 003 783	8 710 663	10 998 822

Kilde: Egenkomponert. **Kommentar:** Den høye økningen i netto driftseiendeler i 2015 kommer av operasjonelle leiekostnader operasjonelle leiekostnader, markedsføringskostnader og F&U har blitt kapitalisert i 2015.

Vedlegg 5 – Detaljert omgruppert balanse Gymshark

År	2014	2015	2016
Operasjonelle eiendeler:			
Annlegsmidler:			
Netto leie, markedsføring, F&U		7 357 418	9 922 012
Immaterielle eiendeler	7 000	3 500	
Varigedriftsmidler	42 055	353 524	354 097
Sum annlegsmidler	49 055	7 714 442	10 276 109
Langsiktig operasjonell gjeld:			
Provisjon avsatt til drift		70 705	70819
Sum langsiktig gjeld		70 705	70 819
Netto driftsrelatert annlegsmidler	49 055	7 643 737	10 205 290
Omløpsmidler:			
Kundefordringer			109 098
Forskuddsbetaling og annen opparbeidet inntekt		48 695	139 209
Varer	435 969	960 267	912 114
Bank	884 489	872644	1 278 588
Andre fordringer	27 638	170802	466279
Sum omløpsmidler	1 348 096	2 052 408	2 905 287
Kortsiktig operasjonell gjeld:			
Leverandørgjeld		307 518	1 401 649
Skatt		213 335	224 756
Avsetning (Forskudd fra kunder)		419 133	402 895
Trygdeskatt og annen skatt		29 473	69 419
Direktørens lånekonto		5 893	5 282
Andre kreditorer		10 129	7 754
Sum kortsiktig gjeld	393 368	985 481	2 111 755
Driftsrelatert arbeidskapital	954 728	1 066 927	793 532
Netto driftseiendeler	1 003 783	8 710 663	10 998 822
Finansielle Eiendeler:			
Andre fordringer	64 488	398 537	1 087 984
Bank	109 319	154 159	450 430
Sum finansielle eiendeler	173 807	552 696	1 538 414
Sysselsatte eiendeler	1 177 590	9 263 360	12 537 236
Finansiell gjeld		6 603 157	9 167 751
Egenkapital	1 177 590	2 660 202	3 369 484
Sysselsatte eiendeler	1 177 590	9 263 360	12 537 236

Kilde: Egenkomponert. **Kommentar:** Det blir ikke oppgitt hvordan den kortsiktige gjelden var fordelt i 2014. Den kapitaliserte markedsføringen og F&U i egenkapitalen. Den kapitaliserte leien ligger under finansiell gjeld.

Vedlegg 6 – Justert kontantstrøm Gymshark

År	2015	2016
NDR	1 082 503	1 112 268
UNDR	-158 098	-39 758
Endring NDE	7 706 880	2 288 159
FKFD	-6 782 476	-1 215 649
NFI	-8 657	-102 645
UNF		
Endring FE	378 889	985 717
FKSK	-7 170 022	-2 304 010
NFK	65 396	90 795
UNFK	-	-
Endring FG	-	-
NMI	-	-
UNMI	-	-
Endring MI	-	-
FKE	-7 235 418	-2 394 805
Justerings post	7 357 418	2 564 594
FKE	122 000	169 789

Kilde: Egenkomponert. **Kommentar:** Fordi luftige verdier er tatt inn i balansen i 2015, og 2016 blir endringene i NDE store spesielt i 2015. I utgangspunktet skal ikke luftige verdier som tas inn i balansen påvirke kontantstrømmen ved bruk av denne metoden. Dette fordi det som oftest forutsees at selskapet som analyseres er i "steady state". Avskrivningene til de luftige verdiene som er kapitalisert er da lik investeringene som gjøres i dem. Dermed blir disse verdiene lik for hvert år. Siden Gymshark ikke er i "steady state" er det ikke mulig å ta denne forutsetningen, og de luftige verdiene vil derfor øke. Dette gjør at den justerte kontantstrømmen ikke går opp, og er forskjellig fra netto utbetalt utbytte. Ved å legge inn en justeringspost som tar for seg endringene i de luftige verdiene som er kapitalisert, blir fri kontantstrøm til egenkapitalen som lik netto betalt utbytte som er vist i det justerte årsresultatet.

Vedlegg 7 – Bransjeresultat (I millioner)

ÅR	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	42 755	49 144	50 453	54 113	57 080	62 548
Varekostnader (Cogs)	23 141	27 123	27 151	29 129	30 341	33 131
Brutto fortjeneste	19 614	22 021	23 302	24 984	26 739	29 416
Marketsføring	5 094	5 705	5 639	6 214	6 496	6 756
Leie kostnader	749	610	744	782	852	751
F&U	207	229	228	229	212	244
Andre kostnader	5 885	6 866	6 917	7 523	8 713	9 951
Avskrivninger og nedskrivninger	3 158	3 255	3 452	3 848	3 741	3 989
Driftsresultat før skatt	4 520	5 357	6 322	6 389	6 724	7 725
Driftsskatt	1 391	1 664	1 938	1 942	2 025	2 342
Netto driftsresultat fra t.s	0,78	0,42	0,92	0,92	0,70	0,84
Netto driftsresultat	3 130	3 692	4 385	4 448	4 700	5 384
Netto finansielle inntekter	34	47	35	18	22	26
Netto resultat til sysselsatt kapital	3 164	3 740	4 420	4 466	4 722	5 410
Netto finansielle kostnader	295	277	273	277	246	290
Netto minoritetsinteresse	-6	10	25	36	34	32
Netto resultat til egenkapital	2 875	3 453	4 122	4 154	4 442	5 087
Unormalt netto driftsresultat	-565	-537	-301	29	-27	169
Unormalt finansielt resultat:	460	-493	-248	883	3 246	-951
Fulstendig netto resultat	2 769	2 423	3 573	5 066	7 662	4 305
Netto betalt utbytte	230	-576	-230	512	466	308
ΔEgenkapital	2 540	2 998	3 803	4 554	7 196	3 996

Kilde: Egenkomponert. **Kommentar:** Bransjeregnskap som inneholder Nike, Adidas, Under Armour og Puma. Resultatet er oppgitt i millioner, og står i Amerikanske dollar. Adidas, og Puma sine regnskap måtte omregnes fra Euro til Amerikanske dollar. Dette har en også gjort justeringer for i bransjeregnskapet.

Vedlegg 8 – Bransjebalanse (I millioner)

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelatert annlegsmidler	29343	30354	30815	33172	32728	34494
Driftsrelatert arbeidskapital	5757	7683	7254	7662	8198	7721
Netto driftseiendeler	35100	38037	38069	40834	40926	42215
Egenkapital	32782	34000	35206	35513	35040	35922
Finansiell gjeld	8460	9143	9527	12140	12012	12471
Finansielle eiendeler	6142	5105	6664	6819	6125	6179
Netto driftskapital	35100	38037	38069	40834	40926	42214

Kilde: Egenkomponert

Vedlegg 9 – Ujustert årsresultat Gymshark

År	2015	2016
Turnover	8 726 439	12 785 875
Cost of sales	1 995 320	3 902 509
Gross Profit	6 731 119	8 883 366
Deprication	71 280	122 236
Amortisation	3 500	3 500
Impairment of trade debtors	114 782	
Loss on disposal of intangible assets		42 009
Loss on foreign exchange differences	10 618	118 655
Distribution costs	2 163 697	2 759 247
Administrative expense	3 233 381	4 733 997
Operating profit (EBIT)	1 133 861	1 103 722
Other interest and reciable income (finans)	629	219
Profit on ordinary activities before taxation	1 134 490	1 103 941
Tax	284 138	224 870
Profit of the year (Net income)	850 352	879 071
Dividends paid and payable	122 000	169 789
Retained earnings IB	1 177 588	1 905 940
Retained earnings UB	1 905 940	2 615 222

Kilde: Egenkomponert

Vedlegg 10 – Ujustert balanse Gymshark

År	2015	2016
Fixed assets		
Intangible assets	3 500	
Tangible assets	353 524	354 097
Current assets		
Trade debtors	-	109 098
Prepayment and other Acrued income	48 695	139 209
Other debtors	569 339	1 554 263
Sum Debtors	618 034	1 802 570
Stocks	960 267	912 114
Cash	1 026 803	1 729 017
Sum assets	2 962 128	4 797 798
Equity		
Called up share cap	2	2
Profit and loss account	1 905 940	2 615 222
Sum Equity	1 905 942	2 615 224
Short term Debt		
Trade creditors	307 518	1 401 649
Accruals and deffered income	419 133	402 895
Corporation Tax	213 335	224 756
Social security and other taxes	29 473	69 419
Directors loan accounts	5 893	5 282
Other creditors	10 129	7 754
Sum short term debt	985 481	2 111 755
Long term Debt		
Provision	70 705	70 819
Sum debt	1 056 186	2 182 574
Sum Debt and EQ	2 962 128	4 797 798

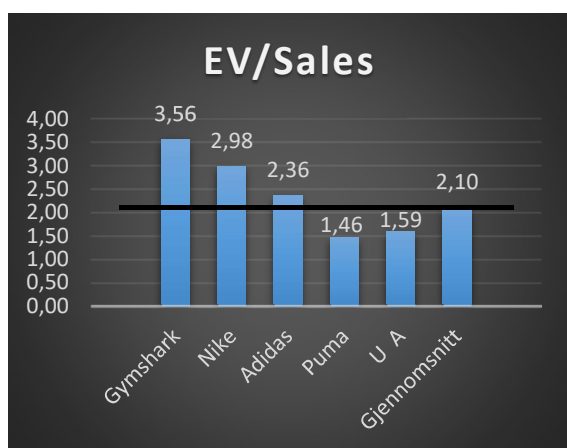
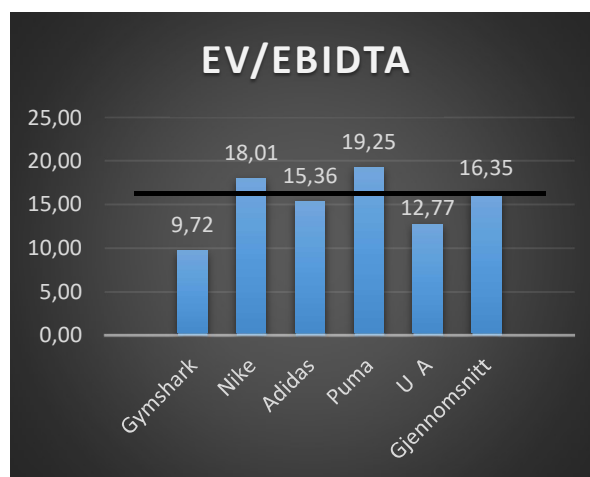
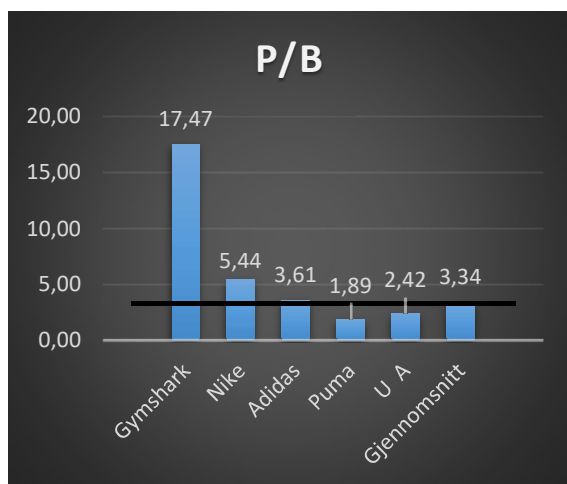
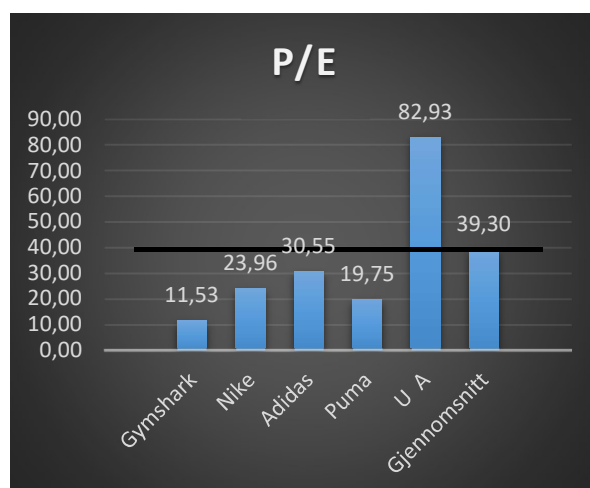
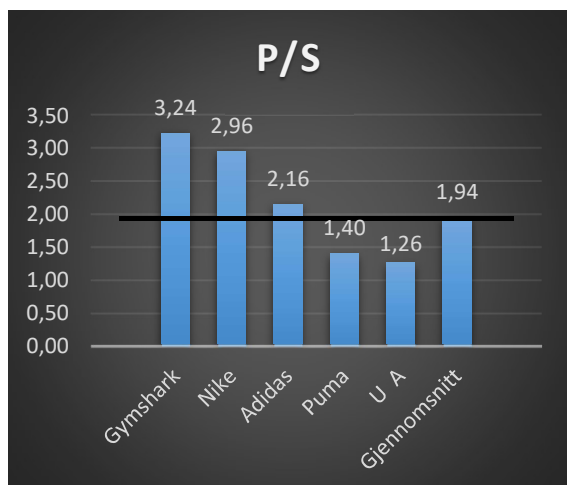
Kilde: Egenkomponert

Vedlegg 11 – Ujustert kontantstrøm Gymshark

År	2015	2016
Cash flow from operations	850 352	879 071
Adjustments for:		
Depreciation of tangible assets	71 280	122 236
Amortisation of intangible assets	3 500	3 500
Other interest receivable and similar income	-629	-219
Loss on disposal of tangible assets		42 009
Tax on profit on ordinary activities	284 138	224 870
Accrued income/expenses	415 973	-16 238
Changes is:		
Stocks	-524 298	48 153
Trade and other debtors	-525 908	-1 184 536
Trade and other creditors	340 116	1 131 702
Cash generated from operations	914 524	1 250 548
Interest received	629	219
Tax paid	-342 212	-213 335
Net cash from operating activities	572 941	1 037 432
Cash flows from investing activities		
Purchase of tangible assets	-382 749	-293 699
Proceeds from sale of tangible assets		128 881
Net cash used in investing activities	-382 749	-164 818
Cash flows from financing activities		
Proceeds from borrowings	-35 197	-611
Dividends Paid	-122 000	-169 789
Net cash used in financing activities	-157 197	-170 400
Net increase in cash and cash equivalents	32 995	702 214
Cash IB	993 808	1 026 803
Cash UB	1 026 803	1 729 017

Kilde: Egenkomponert

Vedlegg 12 – Multipler



Kilde: Egenkomponert

Vedlegg 13 – Estimering av avkastningskrav bransje (Ek, Nfg i millioner)

År	Symbol	2015	2016
Skatt		30,11 %	30,30 %
Beta Ndk		0,66	0,66
Beta Nfg		0,00	0,00
Beta Ek		0,76	0,77
Ek		35 513	35 040
Nfg		5 259	5 887
Risikofri rente		0,17 %	0,24 %
Kort Krp		0,60 %	0,60 %
Markedsrisikopremie		5 %	5 %
Illikviditetspremie		0,05 %	0,05 %
Ek	$R_f * (1 - s) + B_{Ek} * Mrp + illp$	3,54 %	3,65 %
Nfgk		2,04 %	2,42 %
Ndk	$Ek * \frac{Ek}{Ndk} + Nfgk * \frac{Nfg}{Ndk}$	3,34 %	3,48 %

Kilde: Egenkomponert

Vedlegg 14 - Netto totalrisikobeta

	Symbol	Nike	Puma	Adidas	Amazon	Ebay	Ralph L	Hugo Boss	Pvh
B_{Ek}		0,906	0,570	0,882	1,340	1,202	0,775	0,622	0,765
$\rho_{\sigma_i, \sigma_m}$		0,452	0,290	0,521	0,562	0,572	0,283	0,340	0,218
$(\frac{\sigma_i}{\sigma_m})_{Tk}$	$\frac{B_{Ek}}{\rho_{\sigma_i, \sigma_m}}$	2,00	1,97	1,69	2,38	2,10	2,74	1,83	3,51
$\frac{Ek}{Ndk}$		0,96	0,92	0,75	0,28	0,52	0,69	0,52	0,45
$(\frac{\sigma_i}{\sigma_m})_N$	$(\frac{\sigma_i}{\sigma_m})_T * \frac{Ek}{Ndk}$	1,92	1,81	1,27	0,68	1,09	1,88	0,96	1,58

Kilde: Egenkomponert. **Kommentar:** Ved bruk av totalbetametoden foregår det en diskusjon om at korrelasjonskoeffisient burde justeres ned siden. Det er snakk om at en portefølje med bare en investering har lavere korrelasjon med markedsavkastningen generelt. I litteraturen som ble undersøkt ble det ikke vist en objektiv måte å justere korrelasjonen på, og derfor er det valgt å ikke justere denne.

Vedlegg 15 – Netto bransjebeta

	Symbol	Nike	Puma	Adidas
B_{Ek}		0,906	0,570	0,882
$\frac{Ek}{Ndk}$		0,96	0,92	0,75
B_{Ndk}	$B_{Ek} * \frac{Ek}{Ndk}$	0,87	0,52	0,66

Kilde: Egenkomponert. **Kommentar:** Antar at $B_{Nfgk} = 0$.

Vedlegg 16 – Framskrivning Di, Ndm, Onde og NDR (Driftsinntekter i tusen)

	2017	2018	2019	2020	2 021	2022	2023	2024	2025	2 026	2 027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Driftsinntekter	40 020	76 838	120 828	148 014	179 097	214 021	252 545	294 214	338 347	384 446	431 541	478 471	523 926	566 495	604 733	637 238	662 727	689 236	716 806	745 478
Vekst	213 %	92 %	57 %	22,50 %	21,00 %	19,50 %	18,00 %	16,50 %	15,00 %	13,63 %	12,25 %	10,88 %	9,50 %	8,13 %	6,75 %	5,38 %	4 %	4 %	4 %	4 %
Netto driftsmargin	14,00 %	15,00 %	14,43 %	13,86 %	13,29 %	12,71 %	12,14 %	11,57 %	11,00 %	10,69 %	10,38 %	10,06 %	9,75 %	9,44 %	9,13 %	8,81 %	8,50 %	8,50 %	8,50 %	8,50 %
Onde	3,64	3,78	3,55	3,33	3,10	2,87	2,64	2,42	2,19	2,12	2,04	1,97	1,90	1,82	1,75	1,67	1,6	1,60	1,60	1,60
NDR	5 603	11 526	17 434	20 511	23 794	27 211	30 666	34 045	37 218	41 088	44 772	48 146	51 083	53 463	55 182	56 157	56 332	58 585	60 928	63 366

Kilde: Egenkomponert

Vedlegg 17 - Framskrivning Fgd, Fed, Fgr, Fek, NFK og NFI (I tusen)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
NDE	20 328	34 009	44 506	57 800	74 535	95 506	121 720	154 496	181 664	211 281	243 033	276 478	311 047	346 056	380 724	414 204	430 773	448 004	465 924	484 561
Egenkapital	7 414	14 388	21 427	31 201	44 590	62 710	87 026	119 477	152 598	188 040	216 299	246 065	276 832	307 990	338 845	368 642	383 388	398 723	414 672	431 259
Finansiell gjeld	15 798	24 514	29 573	35 149	41 125	47 314	53 442	59 126	58 132	57 046	65 619	74 649	83 983	93 435	102 796	111 835	116 309	120 961	125 799	130 831
Finansielle eiendeler	2 884	4 894	6 494	8 550	11 180	14 518	18 748	24 107	29 066	33 805	38 885	44 236	49 768	55 369	60 916	66 273	68 924	71 681	74 548	77 530
Fgd	0,78	0,72	0,66	0,61	0,55	0,50	0,44	0,38	0,32	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27
Fed	0,14	0,14	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16
Fgr	1,71 %	2,19 %	2,46 %	2,48 %	2,50 %	2,51 %	2,51 %	2,68 %	2,68 %	2,79 %	2,79 %	2,80 %	2,80 %	2,91 %	2,91 %	2,91 %	2,92 %	2,92 %	2,92 %	2,67 %
Fek	1,58 %	1,87 %	2,21 %	2,29 %	2,35 %	2,38 %	2,40 %	2,41 %	2,42 %	2,42 %	2,43 %	2,46 %	2,49 %	2,52 %	2,55 %	2,58 %	2,61 %	2,75 %	2,86 %	2,61 %
NFK	157	346	602	733	880	1 031	1 188	1 433	1 587	1 621	1 593	1 836	2 091	2 440	2 719	2 995	3 263	3 394	3 530	3 356
NFI	24	54	108	149	201	266	349	453	584	705	821	957	1 102	1 254	1 412	1 571	1 729	1 897	2 052	1 948

Kilde: Egenkomponert. **Kommentar:** For å komme fram til NFK og NFI er Fgr, og Fek ganget med finansiell gjeld og finansielle eiendeler

Vedlegg 18 – Prognose justert årsresultat (I tusen)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Driftsinntekter	40 020	76 838	120 828	148 014	179 097	214 021	252 545	294 214	338 347	384 446	431 541	478 471	523 926	566 495	604 733	637 238	662 727	689 236	716 806	745 478
NDR	5 603	11 526	17 434	20 511	23 794	27 211	30 666	34 045	37 218	41 088	44 772	48 146	51 083	53 463	55 182	56 157	56 332	58 585	60 928	63 366
NFI	24	54	108	149	201	266	349	453	584	705	821	957	1 102	1 254	1 412	1 571	1 729	1 897	2 052	1 948
Netto res sys.k	5 627	11 580	17 542	20 659	23 995	27 478	31 015	34 497	37 802	41 792	45 594	49 103	52 184	54 717	56 593	57 728	58 061	60 482	62 981	65 313
NFK	157	346	602	733	880	1 031	1 188	1 433	1 587	1 621	1 593	1 836	2 091	2 440	2 719	2 995	3 263	3 394	3 530	3 356
NMI																				317
Netto r.ek.	5 470	11 234	16 940	19 926	23 116	26 446	29 827	33 065	36 215	40 171	44 000	47 267	50 093	52 277	53 875	54 732	54 798	57 088	59 451	61 641
Fullrestendig res ek	5 470	11 234	16 940	19 926	23 116	26 446	29 827	33 065	36 215	40 171	44 000	47 267	50 093	52 277	53 875	54 732	54 798	57 088	59 451	61 641
Netto betalt utbytte	1 426	4 259	9 901	10 152	9 727	8 326	5 510	614	3 095	4 729	15 741	17 501	19 326	21 119	23 020	24 935	40 052	41 752	43 502	45 054
Endring i ek	4 044	6 975	7 039	9 774	13 389	18 120	24 317	32 451	33 120	35 442	28 259	29 766	30 767	31 158	30 855	29 797	14 746	15 336	15 949	16 587

Kilde: Egenkomponert

Vedlegg 19 – Prognose justert kontantstrøm til egenkapitalen (I tusen)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
NDR	5 603	11 526	17 434	20 511	23 794	27 211	30 666	34 045	37 218	41 088	44 772	48 146	51 083	53 463	55 182	56 157	56 332	58 585	60 928	63 366
UNDR																				
Endring NDE	9 329	13 681	10 497	13 294	16 735	20 971	26 214	32 776	27 168	29 617	31 752	33 445	34 569	35 009	34 668	33 480	16 568	17 231	17 920	18 637
FKFD	-3 726	-2 155	6 936	7 217	7 060	6 240	4 452	1 269	10 050	11 471	13 020	14 701	16 514	18 454	20 514	22 677	39 764	41 354	43 008	44 729
NFI	24	54	108	149	201	266	349	453	584	705	821	957	1 102	1 254	1 412	1 571	1 729	1 897	2 052	1 948
UNF																				
Endring FE	1 346	2 010	1 600	2 056	2 630	3 338	4 230	5 359	4 959	4 739	5 080	5 351	5 531	5 601	5 547	5 357	2 651	2 757	2 867	2 982
FKSK	-5 047	-4 111	5 445	5 309	4 630	3 169	571	-3 638	5 676	7 437	8 761	10 306	12 084	14 106	16 378	18 891	38 842	40 494	42 194	43 694
NFK	157	346	602	733	880	1 031	1 188	1 433	1 587	1 621	1 593	1 836	2 091	2 440	2 719	2 995	3 263	3 394	3 530	3 356
UNFK																				
Endring FG	6 630	8 716	5 059	5 576	5 976	6 189	6 128	5 684	-994	-1 087	8 573	9 030	9 334	9 452	9 360	9 040	4 473	4 652	4 838	5 032
NMI																				317
UNMI																				
Endring MI																				
FKE	1 426	4 259	9 901	10 152	9 727	8 326	5 510	614	3 095	4 729	15 741	17 501	19 326	21 119	23 020	24 935	40 052	41 752	43 502	45 054

Kilde: Egenkomponent

Vedlegg 20 – Risikofri rente etter skatt

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Risikofrirente	1,70 %	2,30 %	2,50 %	2,51 %	2,51 %	2,52 %	2,52 %	2,53 %	2,53 %	2,54 %	2,54 %	2,55 %	2,55 %	2,56 %	2,56 %	2,57 %	2,57 %	2,57 %	2,57 %	2,27 %
Kort krp (bank)	0,60 %	0,60 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %
Skattesats	20,30 %	20,30 %	19 %	18 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %
Rf (1-skatt)	0,88 %	1,35 %	1,62 %	1,64 %	1,67 %	1,67 %	1,68 %	1,68 %	1,68 %	1,69 %	1,69 %	1,70 %	1,70 %	1,71 %	1,71 %	1,71 %	1,72 %	1,72 %	1,72 %	1,47 %

Kilde: Egenkomponent

Vedlegg 21 – Syntetisk rating og finansielt gjeldskrav

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
LG 1	3	3,2	3,40	3,26	3,12	2,99	2,85	2,71	2,57	2,44	2,30	2,16	2,02	1,89	1,75	1,68	1,61	1,61	1,61	1,61
Ek/Tk	56 %	58 %	60 %	59,71 %	59,42 %	59,13 %	58,83 %	58,54 %	58,25 %	57,96 %	57,67 %	57,38 %	57,09 %	56,80 %	56,50 %	56,21 %	55,63 %	55,63 %	55,63 %	55,63 %
Ndr	50,94 %	56,70 %	51,26 %	46,08 %	41,17 %	36,51 %	32,11 %	27,97 %	24,09 %	22,62 %	21,19 %	19,81 %	18,48 %	17,19 %	15,95 %	14,75 %	13,60 %	13,60 %	13,60 %	13,60 %
LG 1	A	A	A	A	A	A	A	-A	-A	-A	+BBB	+BBB	+BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Ek/Tk	-A	-A	-A	-A	-A	-A	-A	-A	-A	-A	-A	-A	-A	-A	-A	-A	-A	-A	-A	-A
Ndr	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	-AAA	+AA	AA	-AA	-AA	+A	A	A	A	-A	-A	-A	-A
Syntetisk rating	+A	+A	+A	+A	+A	+A	+A	A	A	-A	-A	-A	-A	+BBB	+BBB	+BBB	+BBB	+BBB	+BBB	+BBB
Krp	0,84 %	0,84 %	0,84 %	0,84 %	0,84 %	0,84 %	0,84 %	1 %	1 %	1,10 %	1,10 %	1,10 %	1,10 %	1,20 %	1,20 %	1,20 %	1,20 %	1,20 %	1,20 %	1,20 %
RF (1-skatt)	0,88 %	1,35 %	1,62 %	1,64 %	1,67 %	1,67 %	1,68 %	1,68 %	1,68 %	1,69 %	1,69 %	1,70 %	1,70 %	1,71 %	1,71 %	1,71 %	1,72 %	1,72 %	1,72 %	1,47 %
FGK	1,71 %	2,19 %	2,46 %	2,48 %	2,50 %	2,51 %	2,51 %	2,68 %	2,68 %	2,79 %	2,79 %	2,80 %	2,80 %	2,91 %	2,91 %	2,91 %	2,92 %	2,92 %	2,92 %	2,67 %

Kilde: Egenkomponent

Vedlegg 22 – Netto finansielt gjeldskrav

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Bank andel	50,00 %	52,40 %	54,79 %	57,19 %	59,58 %	61,98 %	64,37 %	66,77 %	69,16 %	71,56 %	73,95 %	76,35 %	78,74 %	81,14 %	83,53 %	85,93 %	70,00 %	70,00 %	70,00 %	70,00 %
Kundefordrings andel	49,95 %	46,96 %	43,98 %	40,99 %	38,01 %	35,03 %	32,04 %	29,06 %	26,08 %	23,09 %	20,11 %	17,13 %	14,14 %	11,16 %	8,18 %	5,19 %	20 %	20 %	20 %	20 %
Investerings andel	0,06 %	0,64 %	1,23 %	1,82 %	2,41 %	3,00 %	3,58 %	4,17 %	4,76 %	5,35 %	5,94 %	6,53 %	7,11 %	7,70 %	8,29 %	8,88 %	9,00 %	10,00 %	10,00 %	10,00 %
Rf (1-s)	0,88 %	1,35 %	1,62 %	1,64 %	1,67 %	1,67 %	1,68 %	1,68 %	1,68 %	1,69 %	1,69 %	1,70 %	1,70 %	1,71 %	1,71 %	1,71 %	1,72 %	1,72 %	1,72 %	1,47 %
Ekk	26,55 %	23,11 %	20,54 %	18,41 %	16,74 %	15,38 %	14,26 %	13,21 %	12,43 %	11,65 %	11,15 %	11,15 %	11,16 %	11,16 %	11,16 %	11,17 %	11,17 %	11,17 %	11,17 %	10,92 %
Kf krp	1,88 %	2,35 %	2,62 %	2,64 %	2,67 %	2,67 %	2,68 %	2,68 %	2,68 %	2,69 %	2,69 %	2,70 %	2,70 %	2,71 %	2,71 %	2,71 %	2,72 %	2,72 %	2,72 %	2,47 %
FEK	1,58 %	1,87 %	2,21 %	2,29 %	2,35 %	2,38 %	2,40 %	2,41 %	2,42 %	2,42 %	2,43 %	2,46 %	2,49 %	2,52 %	2,55 %	2,58 %	2,61 %	2,75 %	2,86 %	2,61 %
FGK	1,71 %	2,19 %	2,46 %	2,48 %	2,50 %	2,51 %	2,51 %	2,68 %	2,68 %	2,79 %	2,79 %	2,80 %	2,80 %	2,91 %	2,91 %	2,91 %	2,92 %	2,92 %	2,92 %	2,67 %
NFGK	1,74 %	2,26 %	2,52 %	2,53 %	2,55 %	2,55 %	2,56 %	2,82 %	2,86 %	3,15 %	3,32 %	3,29 %	3,25 %	3,47 %	3,43 %	3,40 %	3,37 %	3,16 %	3,00 %	2,75 %

Kilde: Egenkomponert. **Kommentar:** Det er viktig å huske på at kravene er regnet på inngående kapital slik at en må se på den historiske analysen for å finne vektene for avkastningskravene i 2017. Dette gjelder også for avkastningskravet som er regnet senere.

Vedlegg 23 – Totalbeta

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Beta gjeld	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,2	0,2	0,22	0,22	0,22	0,22	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24
Beta Fe	0,02	0,02	0,02	0,03	0,03	0,03	0,04	0,04	0,04	0,05	0,05	0,05	0,06	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07
Beta NFK	0,15	0,15	0,14	0,14	0,14	0,13	0,13	0,16	0,16	0,17	0,17	0,17	0,16	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17
(Totalbeta)N	1,49	1,49	1,49	1,49	1,49	1,49	1,49	1,49	1,49	1,49	1,49	1,49	1,49	1,49	1,49	1,49	1,49	1,49	1,49	1,49
(Totalbeta)T	5,13	4,35	3,78	3,35	3,01	2,74	2,52	2,31	2,15	1,99	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89

Kilde: Egenkomponert

Vedlegg 24 – Fremtidig avkastningskrav

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Skatt	20 %	20 %	19 %	18 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %
Beta Ndk	1,49	1,49	1,49	1,49	1,49	1,49	1,49	1,49	1,49	1,49	1,49	1,49	1,49	1,49	1,49	1,49	1,49	1,49	1,49	1,49
Beta Nfg	0,15	0,15	0,14	0,14	0,14	0,13	0,13	0,16	0,16	0,17	0,17	0,17	0,16	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17
(Totalbeta)T	5,13	4,35	3,78	3,35	3,01	2,74	2,52	2,31	2,15	1,99	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89
Ek	7414	14388	21427	31201	44590	62710	87026	119477	152598	188040	216299	246065	276832	307990	338845	368642	383388	398723	414672	431259
Nfg	12914	19620	23079	26599	29945	32796	34694	35019	29066	23241	26734	30413	34215	38066	41880	45562	47385	49280	51252	53302
3 måneder libor	1,70 %	2,30 %	2,50 %	2,51 %	2,51 %	2,52 %	2,52 %	2,53 %	2,53 %	2,54 %	2,54 %	2,55 %	2,55 %	2,56 %	2,56 %	2,57 %	2,57 %	2,57 %	2,57 %	2,27 %
Kort kreditrisikopremie	0,60 %	0,60 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %
Markedsrisikopremie	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
Ek	26,55 %	23,11 %	20,54 %	18,41 %	16,74 %	15,38 %	14,26 %	13,21 %	12,43 %	11,65 %	11,15 %	11,15 %	11,16 %	11,16 %	11,16 %	11,17 %	11,17 %	11,17 %	11,17 %	10,92 %
Nfgk	1,74 %	2,26 %	2,52 %	2,53 %	2,55 %	2,55 %	2,56 %	2,82 %	2,86 %	3,15 %	3,32 %	3,29 %	3,25 %	3,47 %	3,43 %	3,40 %	3,37 %	3,16 %	3,00 %	2,75 %
Ndk	9,58 %	10,19 %	10,50 %	10,54 %	10,59 %	10,61 %	10,63 %	10,69 %	10,71 %	10,79 %	10,82 %	10,82 %	10,81 %	10,87 %	10,86 %	10,86 %	10,85 %	10,79 %	10,75 %	10,46 %

Kilde: Egenkomponert

Vedlegg 25 – "Bedre enn forventet scenario" (I tusen)

Budsjett drivere

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Driftsinntekter	40 020	76 838	130 240	191 453	268 801	359 655	457 481	551 723	628 964	709 157	790 710	871 757	950 215	1 023 857	1 090 408	1 147 654	1 193 560	1 241 303	1 290 955	1 342 593
Divekst	213 %	92 %	70 %	47,00 %	40,40 %	33,80 %	27,20 %	20,60 %	14,00 %	12,75 %	11,50 %	10,25 %	9,00 %	7,75 %	6,50 %	5,25 %	4 %	4 %	4 %	4 %
Ndm	14,00 %	17,00 %	16,29 %	15,57 %	14,86 %	14,14 %	13,43 %	12,71 %	12,00 %	11,56 %	11,13 %	10,69 %	10,25 %	9,81 %	9,38 %	8,94 %	8,50 %	8,50 %	8,50 %	8,50 %
Onde	3,64	3,78	3,55	3,33	3,10	2,87	2,64	2,42	2,19	2,12	2,04	1,97	1,90	1,82	1,75	1,67	1,6	1,60	1,60	1,60
Ndm bransje	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %
Onde bransje	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36

Fri kontantstrøm til egenkapital (I tusen)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
NDR	5 603	13 062	21 211	29 812	39 936	50 866	61 433	70 148	75 476	81 996	87 966	93 169	97 397	100 466	102 226	102 572	101 453	105 511	109 731	114 120
UNDR																				
Endring NDE	9 329	16 330	20 910	29 182	38 503	47 754	55 246	58 944	47 903	52 028	55 669	58 636	60 740	61 809	61 697	60 297	29 839	31 033	32 274	33 565
FKFD	-3 726	-3 268	301	630	1 433	3 111	6 187	11 204	27 573	29 968	32 297	34 533	36 657	38 657	40 529	42 275	71 614	74 478	77 457	80 556
NFI	24	54	117	192	302	448	632	849	1 086	1 300	1 505	1 743	1 998	2 266	2 545	2 830	3 114	3 416	3 696	3 508
UNF																				
Endring FE	1 346	2 391	3 125	4 433	5 956	7 511	8 858	9 657	8 802	8 324	8 907	9 382	9 718	9 889	9 871	9 647	4 774	4 965	5 164	5 370
FKSK	-5 047	-5 605	-2 707	-3 610	-4 221	-3 953	-2 039	2 395	19 857	22 944	24 895	26 895	28 937	31 034	33 203	35 457	69 954	72 929	75 990	78 693
NFK	157	346	649	948	1 321	1 733	2 153	2 687	2 951	2 991	2 920	3 344	3 793	4 410	4 902	5 395	5 877	6 113	6 357	6 043
UNFK																				
Endring FG	6 630	10 626	11 828	14 502	16 356	16 600	14 507	9 696	-2 680	-2 708	15 031	15 832	16 400	16 688	16 658	16 280	8 057	8 379	8 714	9 063
NMI																				571
UNMI																				
Endring MI																				
FKE	1 426	4 675	8 472	9 943	10 814	10 914	10 316	9 404	14 227	17 245	37 006	39 382	41 544	43 312	44 959	46 342	72 133	75 195	78 347	81 142

Egenkapitalkrav

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Rf (1-s)	0,88 %	1,35 %	1,62 %	1,64 %	1,67 %	1,67 %	1,68 %	1,68 %	1,68 %	1,69 %	1,69 %	1,70 %	1,70 %	1,71 %	1,71 %	1,71 %	1,72 %	1,72 %	1,72 %	1,47 %
Beta Ek	5,13	4,35	3,78	3,35	3,01	2,74	2,52	2,31	2,15	1,99	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89
Markets risiko premie	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %
Ekk	26,55 %	23,11 %	20,54 %	18,41 %	16,74 %	15,38 %	14,26 %	13,21 %	12,43 %	11,65 %	11,15 %	11,15 %	11,16 %	11,16 %	11,16 %	11,17 %	11,17 %	11,17 %	11,17 %	10,92 %

Kilde: Egenkomponent

Vedlegg 26 – "Dårligere enn forventet" (I tusen)

Budsjett drivere

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Driftsinntekter	12 786	40 020	60 030	79 539	91 470	104 669	119 177	135 015	152 189	170 680	189 679	208 860	227 853	246 252	263 629	279 545	293 575	305 318	317 531	330 232	343 441
Divekst		213 %	50 %	33 %	15,00 %	14,43 %	13,86 %	13,29 %	12,72 %	12,15 %	11,13 %	10,11 %	9,09 %	8,08 %	7,06 %	6,04 %	5,02 %	4 %	4 %	4 %	4 %
Ndm	8,70 %	14,00 %	12,00 %	11,86 %	11,71 %	11,57 %	11,43 %	11,29 %	11,14 %	11,00 %	10,69 %	10,38 %	10,06 %	9,75 %	9,44 %	9,13 %	8,81 %	8,50 %	8,50 %	8,50 %	8,50 %
Onde	1,16	3,64	3,3	3,11	2,93	2,74	2,56	2,37	2,19	2	1,95	1,90	1,85	1,80	1,75	1,70	1,65	1,6	1,60	1,60	1,60
Ndm bransje	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %	8,25 %
Onde bransje	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36

Fri kontantstrøm til egenkapital (I tusen)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
NDR	5 603	7 204	9 431	10 715	12 112	13 620	15 237	16 958	18 775	20 272	21 669	22 928	24 010	24 880	25 509	25 871	25 952	26 990	28 070	29 192
UNDR																				
Endring NDE	7 192	7 349	5 694	6 927	8 445	10 329	12 695	15 711	11 931	12 655	13 238	13 643	13 838	13 793	13 486	12 900	7 633	7 938	8 256	8 586
FKFD	-1 589	-146	3 738	3 788	3 667	3 291	2 543	1 247	6 844	7 617	8 432	9 285	10 172	11 087	12 023	12 972	18 319	19 052	19 814	20 606
NFI	24	48	81	104	133	167	208	259	323	377	427	485	545	607	671	734	797	874	946	897
UNF																				
Endring FE	1 043	1 094	882	1 088	1 346	1 664	2 070	2 592	2 247	2 025	2 118	2 183	2 214	2 207	2 158	2 064	1 221	1 270	1 321	1 374
FKSK	-2 607	-1 192	2 937	2 805	2 454	1 794	681	-1 086	4 919	5 969	6 741	7 587	8 503	9 487	10 536	11 642	17 894	18 655	19 439	20 130
NFK	157	310	452	515	581	645	708	820	877	868	829	930	1 035	1 182	1 292	1 400	1 503	1 564	1 626	1 546
UNFK																				
Endring FG	4 970	4 272	2 344	2 452	2 509	2 491	2 365	2 089	-1 533	-1 447	3 574	3 684	3 736	3 724	3 641	3 483	2 061	2 143	2 229	2 318
NMI																				146
UNMI																				
Endring MI																				
FKE	2 205	2 771	4 829	4 743	4 382	3 640	2 338	184	2 509	3 654	9 486	10 340	11 204	12 029	12 885	13 725	18 452	19 235	20 041	20 756

Egenkapitalkrav

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Rf (1-s)	0,88 %	1,35 %	1,62 %	1,64 %	1,67 %	1,67 %	1,68 %	1,68 %	1,68 %	1,69 %	1,69 %	1,70 %	1,70 %	1,71 %	1,71 %	1,71 %	1,72 %	1,72 %	1,72 %	1,47 %
Beta ek	5,13	4,35	3,78	3,35	3,01	2,74	2,52	2,31	2,15	1,99	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89
Markets risiko premie	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %
Ekk	26,55 %	23,11 %	20,54 %	18,41 %	16,74 %	15,38 %	14,26 %	13,21 %	12,43 %	11,65 %	11,15 %	11,15 %	11,16 %	11,16 %	11,16 %	11,17 %	11,17 %	11,17 %	11,17 %	10,92 %

Kilde: Egenkomponert