



## BACHELOROPPGAVE

VERDSETTELSE AV BORUSSIA DORTMUND GMBH & CO.



ØABAC3900 16H

JOACHIM SOLHEIM (632) OG MARKUS FURSETH (605)

Veileder: Sturla Fjesme

## Forord

Norli (2006) viser at prising av aksjer påvirkes av humøret til investor etter fotballkamper. Bell et al. (2012) finner at aksjekursen på fotballklubber endres basert på enkeltkamper. Når verdien av et vanlig selskap faller langt under bokført verdi, så blir det ofte tatt over og solgt til bokført verdi. I tysk fotball er det vanskelig å få kontroll grunnet 50%-regelen, noe som betyr at kursen kan falle lavt. Norli og Bekk viser at kursen er basert på følelser. Vi ønsker derfor å bruke ulike verdivurderingsmetoder vi har lært i vår bacheloroppgave og deretter sammenligne vårt verdiestimat på en tysk fotballklubb med markedsverdien på børsen. Vi har derfor valgt klubben Borussia Dortmund, siden de befinner seg på børs.

## Sammendrag

Hensikten med denne oppgavene er å estimere verdien av egenkapitalen til den tyske storklubben Borussia Dortmund per 30.06.2017. Dette er en fotballklubb med en stolt historie og klubben har vært børsnotert siden oktober 2000. Borussia Dortmund befinner seg i en stor og uoversiktlig bransje, men vi har avgrenset denne til europeisk toppfotball. I denne bacheloroppgaven har vi analysert den strategiske, økonomiske og finansielle posisjonen til Borussia Dortmund for å utarbeide en presis verdivurderingen av selskapet. Gjennom den strategiske analysen ser vi at de samlede eksterne faktorene utgjør en relativ lav trussel for Borussia Dortmund sin lønnsomhet. Samtidig innehar klubben interne ressurser i form av historie, publikum og demografisk utvikling som bidrar til varige konkurransefortrinn.

I vår utvidede økonomiske analyse av selskapet har vi sett på utviklingen i resultatregnskapet, balanseoppstilling og diverse nøkkeltall knyttet til driften. Resultatregnskapet kan vise til en solid utvikling og et positiv årsresultat de siste 6 årene. Samtidig har egenkapitalen til klubben blitt mer enn tredoblet de siste 3 årene. Den finansielle analysen av Borussia Dortmund viser at klubben har et sunt gjeldsnivå og de evner å betale sine gjeldsforpliktelser. Lønnsomheten til selskapet er relativ god og forvaltningen av eiendelene virker å være effektiv. Prognosen brukt i vår DCF-modell er basert på funn i de strategiske og økonomiske analysene. Verdien av egenkapitalen til Borussia Dortmund per 31.06.2017 er 796 964 millioner euro. Dette verdiestimatet finner støtte i den multippelbaserte verdsettelsen, men verdien avviker mye fra børsverdien av selskapet. Årsaken til avviket kan være knyttet til irrasjonell investeradferd eller optimistisk valg av variabler. Avslutningsvis har vi utført en sensitivitetsanalyse, hvor vi kom frem til at endring i driftsmargin og vekst var veldig utslagsgivende for sluttverdien.

# Innholdsfortegnelse

<b>1.0 Innledning</b> .....	<b>7</b>
1.1 Problemstilling.....	7
1.2 Avgrensning.....	8
1.3 Innhenting av data.....	8
<b>2.0 Presentasjon av klubben</b> .....	<b>9</b>
2.1 Historie.....	9
2.2 Borussia Dortmund konsern.....	10
2.3 Signal Iduna Park (stadion) .....	12
2.4 Eier .....	13
<b>3.0 Strategisk analyse</b> .....	<b>14</b>
3.1 Verdikonfigurasjon .....	15
3.1.1 Primæraktiveter .....	15
3.1.2 Støtteaktiviteter .....	16
3.2 Makroanalyse (PESTEL).....	16
3.2.1 Politiske forhold .....	16
3.2.2 Økonomiske forhold .....	17
3.2.3 Sosiokulturelle forhold.....	18
3.2.4 Teknologiske forhold.....	18
3.2.5 Samfunnsmessige forhold.....	19
3.2.6 Lovmessige forhold .....	20
3.3 Porter fem konkurransekrefter .....	20
3.3.1 Trusler fra nye inntrengere .....	20
3.3.2 Rivalisering blant dagens konkurrenter .....	21
3.3.3 Leverandørens forhandlingsmakt .....	24
3.3.4 Kundens forhandlingsmakt .....	24
3.3.5 Trusler fra substitutter .....	27
3.4 Bransjeanalyse .....	28
3.4.1 Bransjens livssyklus .....	28

3.5 VRIO .....	32
3.6 Oppsummering strategisk analyse (SWOT) .....	36
<b>4.0 Historisk regnskapsanalyse.....</b>	<b>38</b>
4.1 Resultatregnskap 2007-2016.....	39
4.2 Balanseregnskap 2007-2016.....	42
4.3 Regnskapsanalyse sammenlignet med andre klubber .....	43
4.3.1 Driftsinntekter.....	44
4.3.2 Driftskostnader .....	45
4.3.3 Driftsmargin .....	46
4.3.4 Lønnskostnader.....	48
4.4.5 Vekst.....	50
<b>5.0 Prognose.....</b>	<b>51</b>
5.1 Tidshorisont .....	51
5.2 Vekst .....	51
5.3 Inntekter .....	52
5.4 Kostnader.....	55
5.5 Driftsmargin .....	57
5.6 Skatt.....	59
5.7 Investeringer.....	60
5.8 Endring i arbeidskapital .....	61
<b>6.0 Finansiell analyse .....</b>	<b>63</b>
6.1 Nøkkeltallanalyse av Borussia Dortmund.....	64
6.1.1 Effektiviteten på eiendelene.....	65
6.1.2 Gjeldsnivå.....	66
6.1.3 Dekning av gjeldsforpliktelser.....	67
6.1.4 Lønnsomhet .....	68
6.2 Aksjekurs Borussia Dortmund .....	69

<b>7.0 Avkastningskrav</b> .....	<b>72</b>
7.1 Risikofri rente.....	72
7.2 Markedets risikopremie .....	72
7.3 Avkastningskrav til egenkapitalen .....	73
7.4 Avkastningskrav til gjeld .....	74
7.5 Avkastningskrav til totalkapitalen (WACC).....	75
<b>8.0 Verdivurdering</b> .....	<b>77</b>
8.1 Verdsettelse med DCF-modell .....	77
8.2 Multipelbasert verdsettelse .....	78
8.2.1 Sammenlignbare selskaper .....	79
8.2.2 Multiplikatorer .....	79
<b>9.0 Sensitivitetsanalyse</b> .....	<b>82</b>
9.1 Endring i vekst.....	82
9.2 Endring i driftsmargin .....	83
9.3 Endring i beta.....	84
9.4 Endring i avkastningskrav .....	85
9.5 Oppsummering sensitiviteter .....	87
<b>10.0 Konklusjon</b> .....	<b>88</b>
<b>11.0 Kilder</b> .....	<b>90</b>

## Tabelloversikt

<b>Tabell 2.1</b> Fordeling av eierskap i form av aksjer.....	13
<b>Tabell 3.1</b> Konkurransfortrinn.....	32
<b>Tabell 3.2</b> SWOT-analyse .....	36
<b>Tabell 4.1</b> Resultatregnskap 2007-2016 .....	39
<b>Tabell 4.2</b> Balanseoppstilling – Eiendeler .....	42
<b>Tabell 4.3</b> Balanseoppstilling – Gjeld og eiendeler .....	43
<b>Tabell 5.1</b> Prognose for sum inntekter .....	55
<b>Tabell 5.2</b> Prognose for sum kostnader .....	57
<b>Tabell 6.1</b> Effektiviteten på eiendelene 2012-2016.....	66
<b>Tabell 6.2</b> Gjeldsnivå 2012-2016.....	67
<b>Tabell 6.3</b> Dekning av gjeldsforpliktelse 2012-2016.....	68
<b>Tabell 6.4</b> Lønnsomhet 2012-2016 .....	69
<b>Tabell 7.1</b> Avkastningskrav til egenkapitalen.....	74
<b>Tabell 7.2</b> Avkastningskrav til gjelden.....	75
<b>Tabell 7.3</b> Avkastningskrav til totalkapitalen .....	76
<b>Tabell 8.1</b> DCF-modell Borussia Dortmund.....	78
<b>Tabell 8.2</b> Sammenligning av DCF-modell og multipler.....	81

## Figuroversikt

<b>Figur 3.1</b> Driftsinntekter.....	17
<b>Figur 3.2</b> Befolkningsendring .....	19
<b>Figur 3.3</b> Tilskuertall Bundesligaen og Dortmund.....	22
<b>Figur 3.4</b> Driftsinntekter med diagram .....	26
<b>Figur 3.5</b> Bransjens livssyklus .....	29
<b>Figur 3.6</b> Utvikling i inntekter Bundesliga .....	30
<b>Figur 3.7</b> Tilskuertall i Bundesligaen 2006-2016 .....	31
<b>Figur 4.1</b> Driftsinntekter Borussia Dortmund .....	40

<b>Figur 4.2</b> Driftsinntekter, driftskostnader og driftsresultat .....	41
<b>Figur 4.3</b> Driftsinntekter i sammenlignbare klubber.....	44
<b>Figur 4.4</b> Driftskostnader i sammenlignbare klubber .....	45
<b>Figur 4.5</b> Driftsmargin i bransjen og Borussia Dortmund .....	47
<b>Figur 4.6</b> Lønnskostnader i sammenlignbare klubber.....	48
<b>Figur 4.7</b> Lønn/salgsinntekter-ratio .....	49
<b>Figur 4.8</b> Vekst i bransje og Borussia Dortmund.....	50
<b>Figur 5.1</b> Historisk og prognostisert vekst.....	52
<b>Figur 5.2</b> Historiske og prognostiserte salgsinntekter .....	53
<b>Figur 5.3</b> Historisk og prognostisert overgangs- og andre driftsinntekter .....	54
<b>Figur 5.4</b> Historiske og prognostiserte driftskostnader .....	55
<b>Figur 5.5</b> Historiske og prognostiserte avskrivninger .....	56
<b>Figur 5.6</b> Historisk og prognostisert driftsmargin i %.....	58
<b>Figur 5.7</b> Oppsummering av inntekter, kostnader og driftsmargin .....	59
<b>Figur 5.9</b> Historiske og prognostiserte investeringer.....	61
<b>Figur 5.10</b> Endring i arbeidskapital.....	62
<b>Figur 6.1</b> Formler for nøkkeltallanalyse .....	65
<b>Figur 6.2</b> Historisk kursutvikling Borussia Dortmund.....	69
<b>Figur 6.3</b> Kursutvikling rundt bussangrepet .....	71
<b>Figur 7.1</b> Kalkulering av WACC .....	72
<b>Figur 7.2</b> CAPM-modellen .....	73
<b>Figur 7.3</b> Kalkulering av avkastningskrav til gjeld .....	74
<b>Figur 8.1</b> Variasjon i multipler .....	80
<b>Figur 9.1</b> Endring i evig vekst .....	83
<b>Figur 9.2</b> Endring i driftsmargin.....	84
<b>Figur 9.3</b> Endring i beta .....	85
<b>Figur 9.4</b> Endring i kortsiktig avkastningskrav.....	86
<b>Figur 9.5</b> Endring i langsiktig avkastningskrav.....	86
<b>Figur 9.6</b> Oppsummering sensitiviteter .....	87

## 1.0 Innledning

Bakgrunnen for denne bacheloroppgaven er at den skal symbolisere avslutningen på 3 års skolegang. Vi går begge samme profil, bedriftsøkonomiskanalyse og det er da hensiktsmessig å vinkle vår bacheloroppgave mot denne profilen. Begge har spilt fotball i mange år og det er noe vi har en felles lidenskap for. Vi kom derfor frem til at vi skulle prøve å dra denne lidenskapen inn i oppgaven slik at det ble lystbetont. Etter mye frem og tilbake kom vi frem til at verdsettelse av en fotballklubb ville både være innenfor vårt fagområde, samt noe vi ville finne interessant å fordype oss i.

Fotballbransjen har hatt en bratt utvikling de siste 20 årene, både med tanke på interesse og kvalitet, men også når det gjelder mediedekning. For 20-25 år siden hadde man ikke muligheten til å følge sitt favorittlag på samme måte som i dag. Da måtte man blant annet høre på en direkteoversending av kamper via radioen. Om vi ser på dagens situasjon så er det mye større mediedekning, som gjør at det er mye enklere å følge med. Den økte interessen har ført til at det har blitt mer penger i fotballen over hele verden. De høye spillerlønningene og inntektene fra TV rettigheter gjør at klubbens økonomiske stilling ikke lenger bare er i interesse for klubben for seg selv, men har også en viss samfunnsøkonomisk interesse. Denne utviklingen har gjort at vi finner det nyttig å foreta en verdivurdering av Borussia Dortmund, for å se om det er veldig fjernt fra hva klubbens aksjeverdi viser.

Vår analyse bygger på interne og eksterne regnskapsmessige forhold. Regnskapstallene vi har anvendt er hovedsakelig hentet fra årsregnskapene til Borussia Dortmund (aktie.bvb.de «ANNUAL REPORTS» (2017)) og fra de sammenlignbare klubbens hjemmesider. Vi vil analysere de interne, eksterne og regnskapsmessige forholdene i selskapet. Vi ønsker gjennom dette å gi et inntrykk av hvordan Borussia Dortmund gjør det i forhold til andre store klubber i Europa og i den hjemlige ligaen.

### 1.1 Problemstilling

Hva er verdien på Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA 30.06.2017? Vi skal gjennom denne oppgaven komme frem til et verdiestimat for fotballklubben Borussia Dortmund. Basert på tidligere forskning vet vi ikke helt sikkert om markedsverdien til fotballklubber er satt helt rasjonelt basert på normale verdidefinisjoner. Vi ønsker derfor å regne ut hvilken verdi vi får når vi bruker de tradisjonelle verdsettelsesmetoder som læres i finans, og sammenligne dette



med markedsværdien på børsen. Formålet med verddivurderingen av Borussia Dortmund er ved hjelp av ulike verdsettelsesmetoder å komme frem til en så presis verdi av selskapet som mulig. Vi har valgt en fundamental verdsettelsesteknikk, fordi vi antar at denne metoden er den som vil gi et mest presist verdiestimat. Vi kommer til å ta stilling til de ulike regnskapsmessige og strategiske utfordringene klubben har.

Bransjen som Borussia Dortmund befinner seg i er preget av litt andre mekanismer enn mer tradisjonelle bransjer. Klubbene kan blant annet ha andre mål enn å bare drive lønnsomt. Noen klubber kan ha fokus på å oppnå gode sportslige resultater og vinne trofeer, fremfor å drive lønnsomt. Det vil gjøre at arbeidet med oppgaven vil bli litt mer utfordrende i forhold til hva en verddivurdering av et selskap i en annen mer tradisjonell bransje kanskje ville vært. Dette mener vi gjør Borussia Dortmund til en interessant bedrift å undersøke verdien til.

## 1.2 Avgrensning

Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA er et konsern med flere datterselskap som er inndelt i flere mindre ansvarsområder. Vår verddivurdering vil dreie seg om Borussia Dortmund som en helhet. Vi har altså valgt å ikke gå inn på hver enkelt avdeling av selskapet, siden vi ikke finner dette hensiktsmessig for den samlede verdien. En annen avgrensning dreier seg om den naturlige avgrensningen av bransjen selskapet befinner seg i. Det er ikke så mange andre fotballklubber som er notert på børs, og derfor er det naturlig at vi betrakter disse klubbene i Europa som sammenlignbare selskaper. Vi vil også ha et fokus på noen ikke-børsnoterte klubber fra de største ligaene i Europa som er på omtrent lik størrelse som Borussia Dortmund.

## 1.3 Innhenting av data

Vi har hentet rådata fra årsrapportene til de aktuelle fotballklubbene vi har brukt som sammenlignbare selskaper i fotballbransjen. Vi har også hentet ut alle årsregnskapene til Borussia Dortmund for de 10 siste årene klubbens egne hjemmesider. Dette er årsregnskap som er publisert og offentlig tilgjengelig. Vi anser dermed disse kildene som våre primærkilder. Denne rådataen har blitt brukt som grunnlag for å fremstille vår regnskapsanalyse. Grunnlaget for den resterende delen av oppgaven kommer fra bransjerapporter, informasjon fra klubbens hjemmesider, publiserte forskningsrapporter, samt en rekke avisartikler. Dette er såkalte sekundærkilder ettersom at disse kildene er et resultat av andres datainnsamling og bearbeidelse.

## 2.0 Presentasjon av klubben

I denne delen av oppgaven skal vi gi en oversiktlig presentasjon av konsernet Borussia Dortmund. Vi har valgt å gjøre denne delen grundig, siden vi ser på det som nødvendig å ha god innsikt i klubben når vi senere gjennomfører våre analyser. Her gir vi mer innsikt i klubbens historie, organisasjonsstruktur, fasiliteter og eiere.

### 2.1 Historie

Klubben Borussia Dortmund ble stiftet i 1909, da med det offisielle navnet «Ballspielverein Bourssia 1909» (bvb.de «Borussia's history». (2017)). De omtales ofte bare som BVB. Klubben ble opprinnelig stiftet av i overkant 40 personer som var misfornøyd med hvordan den katolske presten drev ungdomsarbeidet, og mente at kirken motarbeidet dem. Spillerne hevdet at de hadde blitt systematisk angrepet og ærekrenket av kirken over flere år. De hevdet derfor at stiftelsen av klubben var helt nødvendig. Presten prøvde personlig å stoppe stiftelsen uten hell, men det hadde enkelte effekter. Han klarte å skremme vekk rundt 20 av de om lag 40 personene som hadde gått inn for å stifte fotballklubben. Det endte med at bare 18 av ungdommene ble med i den endelige stiftelsen.

Navnet «Borussia» kommer fra et kjent bryggeri i gaten «Stiger Strasse» i Dortmund, som er en av nabogatene til der ungdommene møttes da klubben ble stiftet. Den første kampen ble spilt i 1913, og spillerne trodde de vant 1-0, men dommeren annullerte senere kampen da det ble kjent at det ene målet på banen var 22cm smalere enn det andre. Dette sier litt om hvor «amatørmessig» klubben var til å begynne med. Det tok ytterligere seks år (1919) før Dortmund ble medlem av det Vest-tyske fotballforbundet. Gjennom å skrive under på denne avtalen forpliktet de seg blant annet til fokusere på å «bedre folks helse ved å spille fotball». Det ble også innført en rekke andre interne regler, heriblant at det var ulovlig å røyke under kamp og at treneren skulle aksepteres til enhver tid. Ved brudd på disse reglene ville du bli straffet med bot. Dette var tidlige signaler på at klubben gradvis ble mer seriøs.

Det var heller ikke bare velstand de påfølgende årene. I 1929 måtte klubben møte i retten på grunn av den dårlige økonomiske situasjonen i klubben. Årsaken til denne økonomiske krisen var kostnaden tilknyttet utvidelsen av deres hjemmebane, samt at de sportslige resultatene var uteblitt. Dette resulterte i at klubbens president, Heinz Schwaben, måtte gå av og de greide så vidt å redde klubben fra oppløsning.

Den tyske toppdivisjonen som vi har i dag, Bundesliga, ble ikke stiftet før i 1963. Før dette spilte man i regionale ligaer, hvor de beste fra hver liga møttes i et sluttspill og en tysk mester ble kåret. BVB ble nasjonale mestre for første gang i 1956 og vant igjen året etter. Da Bundesliga ble startet i 1963 ble de overflyttet dit og de var i den tyske toppdivisjonen helt frem til 1972. Klubben slet på den tiden sportslig og rykket ikke opp igjen til Bundesligaen før etter 4 sesonger nede på nivå 2 (1976). Selv om de nå var tilbake på det øverste nivået uteble fortsatt de store sportslige resultatene. Vi må helt frem til sesongene 1994/95 og 1995/96 for å finne neste gang Dortmund vinner den tyske serien. Sesongen etter går de til topps i den gjeveste cupen av dem alle, Champions League, etter å ha slått Juventus 3-1 i finalen. De har senere vunnet ligaen flere ganger, men noe nytt Champions League-trofe har det ikke blitt.

I Oktober i år 2000 blir Dortmund historiske ved å være den første Bundesliga klubben som går på børs. De ble børsnotert til en kurs på 10 Euro, noe vi vil komme nærmere inn på senere i verdivurderingen. Baktanken med å børsnotere seg var for å styrke deres økonomi, men det å børsnotere seg fører ikke automatisk til velstand. Aksjene falt kraftig og klubben pådro seg en kolossal gjeld samtidig som de bygde ut hjemme stadion. De var på nytt i en økonomisk krise og i 2005 fantes det ingen annen utvei enn å selge sine beste spillere for å få nedbetalt gjelden slik at de kunne unngå konkurs. Som en konsekvens av denne økonomiske krisen uteble også de sportslige resultatene i flere år fremover. De greide omsider å rydde opp i de økonomiske problemene og ble kvitt mye av gjelden.

Klubben fikk et sportslig oppsving under manager Jürgen Klopp, som var manager i klubben fra 2008 til 2015. I 2012 vant de både cup og liga, noe som var første gang i Dortmunds historie. De vant i denne perioden blant annet Bundesligaen to ganger (totalt åtte triumfer), den tyske supercupen to ganger (totalt fem triumfer), samt at de kom til en finale i Champions League hvor de tapte 1-2 for Bayern München (vunnet Champions League en gang). Borussia Dortmund har prestert godt også de siste årene. Klubben hevder seg i toppen av Bundesligaen og er et av de lagene som skårer flest mål i serien. De har vært med i Champions League de seks siste årene, hvor de har kommet til sluttspillet gjentatte ganger. De er også blant de klubbene i Europa med høyest supporter oppmøte på sine hjemmekamper.

## **2.2 Borussia Dortmund konsern**

Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA, er hele selskapet til fotballklubben Borussia Dortmund. Fotballklubben har et hovedfokus på den økonomiske bruken og de prøver å finne potensielle

fremtidige inntektskilder. Et eksempel på et prosjekt der kostnader og mulige inntekter ble satt opp mot hverandre var i forkant av utvidelsen av deres nåværende fotballstadion Signal Iduna Park stadion. Borussia Dortmund har et langsiktig strategisk mål om å posisjonere seg som en moderne fotballklubb og etablere seg i toppen av den tyske nasjonale ligaen. I alle sine handlinger er Borussia Dortmund ledet av prinsippet om å maksimere sportslig suksess uten å hope seg opp ny gjeld.

Selskapet sin største inntektskilde er tilknyttet selve kampene. Dette omhandler blant annet medieinntekter, sponsorinntekter, billettsalg, salg av supporterutstyr og andre inntekter fra kampene. Selskapet får også en stor del av sine inntekter fra gevinsten ved salg av spillere.

I tillegg til disse kjerne aktivitetene er selskapet også engasjert i selskaper som er relatert til fotballen. Da denne oppgaven ble skrevet hadde selskapet, ifølge deres hjemmesider (aktie.bvb.de «COMPANY PORTRAIT» (2017)), eierskap i følgende selskaper:

- BVB Stadionmanagement GmbH (100% av aksjene),
- BVB Merchandising GmbH (100% av aksjene),
- BVB Event & Catering GmbH (100% av aksjene),
- Sports & Bytes GmbH (100% av aksjene),
- Besttravel dortmund GmbH (100% av aksjene),
- BVB Asia Pacific Pte. Ltd. (100% av aksjene) og
- Orthomed Medizinisches Leistungs- und Rehabilitationszentrum GmbH (33.4% av aksjene).

Strukturern i Borussia Dortmund er designet på en presis måte for å sikre en tett juridisk forbindelse mellom klubb og selskap. Klubb og selskap danner sammen en felles part som i dag heter, Borussia Dortmund Geschäftsführungs-GmbH. Denne felles parten består av ledelsen, andre representanter og medlemmer i selskapet. Ledelsen i selskapet sine rettigheter og plikter som bestemmes i generalforsamlingen er begrenset. I Borussia Dortmund GmbH & co KGaA er det seks uavhengige avdelinger under ledernivået. Disse er sport, salg og markedsføring, finans og fasiliteter, kommunikasjon, HR og organisasjonen. Alle disse seks avdelingene har ulike spesifikke ansvarsområder.

### 2.3 Signal Iduna Park (stadion)

Stadion sin historie begynte for litt over 50 år siden, i 1965. Dortmund sin daværende stadion, «Rote Erde» var utdatert. De stod da imellom to valg, enten å utbedre den utslitte stadion eller bygge en helt ny. De vedtok at det var på tide med en ny stadion. Ved hjelp av statlig finansiering og støtte (80% av kostnaden) ble den nye Westfalen stadion bygget. Westfalen ble åpnet i 1974 og hadde da en kapasitet på 54 000 plasser. Grunnen til at staten var en såpass stor bidragsyter var fordi det var en enighet om at de da skulle få bruke stadion til Verdensmesterskapet i fotball som ble holdt i Tyskland i 1974. Det som var ganske unikt med denne stadion var at 47 000 av plassene var dekket av tak, noe som var veldig uvanlig på denne tiden. Fra stadion var ferdigstilt i 1974 og frem til 1992 stod den stort sett uendret men etter 1992 hadde den totalt vært igjennom fem modifikasjoner. Modifikasjonene innebar blant annet endring fra ståplasser til sitteplasser, større reparasjoner og vedlikehold. Det siste vedlikeholds- og moderniseringsarbeidet ble gjort før VM i 2012/2013 sesongen. Navnebyttet fra Westfalen stadion til Signal Iduna Park skyldtes salg av navnerettighetene til forsikringsselskapet Signal Iduna. Denne avtalen strekker seg fra 2005 til 2021 og gir Signal Iduna Group navnerettighetene i denne perioden.

Signal Iduna Park er Tyskland sin største fotballstadion og er altså hjemmebanen til Borussia Dortmund. Etter den siste utbyggingen så har den nå en total kapasitet på 81 360 tilskuere. Total kapasitet på landskamper er 65 829, siden det da ikke er tillatt med ståplasser. Signal Iduna Park rommer med andre ord tre ganger så mange tilskuere (under klubbkamper) som det landslagsstadion til Norge gjør. Dette gjør Signal Iduna Park til den syvende største stadion i Europa basert på total kapasitet, og den tredje største i Europa som tilhører en Europeisk toppklubb. De satt ny europeisk rekord under 2011-2012 sesongen når de nesten hadde 1,37 millioner besøkende tilskuere i løpet av sesongen. Borussia Dortmund har flere ganger de siste årene vunnet kåringer for sin fantastiske stadion. Den seneste utmerkelsen kom i 2016 da de ble kåret av det verdenskjente blandet, The Telegraph, som den vakreste stadion i Europeisk klubbefotball. Som begrunnelse for kåringen stod det følgende:

*«The most spectacular arena that European football has to offer: the old Westfalen Stadion is not only vast, but delivers an awe-inspiring carnival of sounds and colour, most vividly expressed in the giant mural that rises, with ominous grandeur, for within the famous «Yellow Wall» terrace. A sight every football fan should experience once before they die».*

**Kilde:** telegraph.co.uk «The 20 greatest stadiums in European club football» (2016)

Denne forklaringen gir et ganske godt bilde på hvordan det føles å være til stede på Signal Iduna Park stadion under en hjemmekamp. Tidligere har stadion blant annet blitt kåret til den beste og vakreste fotballstadion i verden av britiske The Times i 2009.

## 2.4 Eiere

Borussia Dortmund ble i 2000 notert på den tyske børsen. Selskapet består totalt av 92 000 000 aksjer, disse er fordelt mellom flere ulike aktører (aktie.bvb.de «AKTIONÄRSSTRUKTUR» (2017)). Disse aktørene var eiere da denne oppgaven ble skrevet:

Eier/Selskap	Andel	Type selskap
Evonik Industries AG	14.78%	Evonik Industries AG er et tysk spesialkjemikalie selskap
Bernd Geske	8,9%	Bernd Geske er en enkeltperson, og en stor aksjonær i selskapet
Ballspielverein Borussia 09 eV Dortmund	5.53%	Dette er fotballklubben Borussia Dortmund
Signal Iduna	5.43%	Signal Iduna er et forsikringsselskap som eier en stor del av selskapet, det er de som nå har en kontrakt på navnerettighetene på stadion frem til 2021
Puma	5,0%	Puma er en av sponsorene til Dortmund, de er blant annet draktsponsor
Fri flyt	60,36%	Er aksjer som er i fri flyt i markedet, eies av mange små aktører. Dette er de aksjen vi som privatpersoner kan kjøpe på det åpne markedet
<b>Totalt</b>	<b>100%</b>	

**Tabell 2.1** Fordeling av eierskap i form av aksjer

Tabellen viser fordelingen mellom de som eier aksjene i Borussia Dortmund. På grunn av «50 pluss en» regelen i Tyskland er over 60% av aksjene eid av privatpersoner.

Årsaken til at såpass stor andel av aksjene er såkalte frie aksjer er fordi i Tyskland operer klubbene etter en regel de kaller «50 pluss en» regelen. Dette betyr er at fansen alltid skal være i besittelse av over halvparten av klubbens totale antall aksjer. Dette fører til er at det ikke er mulig for en enkeltperson å eie over 50 prosent av aksjen i selskapet. Enkeltpersoner kan på den måten ikke ta beslutninger alene angående klubben, uten at supporterne er enig i dette.

### 3.0 Strategisk analyse

I vår strategiske analyse skal vi belyse hvordan Borussia Dortmund skaper verdi for sine supportere og andre former for kunder. Det finnes i hovedsak to måter å skape meravkastning i et selskap på. Det kan enten gjøres ved at selskapet har et konkurransefortrinn som gjør dem i stand til å oppnå en høyere lønnsomhet, eller at selskapet er en del av en profitabel bransje der lønnsomheten generelt er sterk. Om en av disse to alternativene gjelder for Borussia Dortmund er ikke enkelt å si, men det kan virke som at det finnes enkelte konkurransefortrinn de kan dra nytte av. Borussia Dortmund er et selskap som trekker veldig mange supportere til sine hjemmekamper. De er faktisk blant de klubbene i Europa med høyest prosentvis oppmøte av den totale kapasiteten, (dailymail.co.uk, 12 mai 2014). Dette kan tyde på et det er noe spesielt ved klubben eller noe klubben gjør, som gjør at de skiller seg fra konkurrerende klubber. Dette kan tyde på at de har en form for konkurransefortrinn på dette området.

Vi har valgt å dele vår strategiske analyse inn i 3 hoveddeler. Først ser vi på makroforholdene, deretter en ekstern og intern del. I makroanalysen vil vi bruke en PESTEL-analyse. Denne analysen belyser de seks mest sentrale faktorene i markedet og hvordan Dortmund gjør det på disse områdene. PESTEL står for:

- P:** Political (politiske forhold)
- E:** Economic (økonomiske forhold)
- S:** Sociocultural (sosiokulturelle forhold)
- T:** Technological (teknologiske forhold)
- E:** Environmental (samfunnsmessige forhold)
- L:** Legal (lovmessige forhold)

Denne delen av analysen vil fungere som en grunnmur for den videre interne og eksterne analysen av selskapet. I den eksterne delen av analysen har vi valgt å bruke Porter konkurransekraftanalyse for å analysere bransjen og konkurrerende selskaper. Her ser vi på hvordan Borussia Dortmund som fotballklubb er posisjonert i forhold til sine konkurrenter og bransjen generelt. I den interne analysen har vi valgt å gjøre en velkjent VRIO-analyse. Det er en analyse av selskapet sine ressurser, basert på ressursene sin verdi (value), sjeldenhet (rarity), muligheten til å imitere (immitability), og organiserbarhet (organaized support). Vi ser

da på om disse kan lede til midlertidige eller varige konkurransefortrinn. Som en liten oppsummering av vår strategiske analyse har vi valgt å avslutte med en SWOT analyse. En SWOT-analyse består av fire deler, først har vi selskapet sine sterke sider, (strengths) og selskapets svake sider (weaknesses). Dette fokuset på selskapet sine sterke og svake sider handler om selskapets sine ressurser, med andre ord selskapets interne forhold. Vi søker her å identifisere sterke forhold som kan videreutvikles til varige konkurransefortrinn, samt svake forhold som kan svekke konkurranseevnen til klubben. De to neste delene handler om det vi kommer frem til gjennom vår eksterne analyse, nemlig selskapets muligheter (opportunities), og trusler (threats).

### **3.1 Verdikonfigurasjon**

Gjennom en verdikonfigurasjon finner man ut hvordan de viktigste virksomhetsprosessene fungerer, og hvordan dette er med på å skape verdi for selskapet og dets kunder. En verdikjedeanalyse er en analyse av selskapet for å forstå hvordan verdien skapes. Denne formen for analyse brukes på selskaper som ønsker å skape en tjeneste for sine kunder og hvor profitt er et av hovedfokusene. Dette er blant annet et viktig analyseverktøy for å få detaljert kunnskap om bedriften og for å foreta litt dypere betraktninger av selskapet sin verdiskapning. Man kategoriserer aktivitetene i to aktivitetsgrupper: primær- og støtteaktiviteter. Primæraktivitetene er de aktivitetene som er direkte knyttet til tjenesten Dortmund tilbyr, mens støtteaktivitetene omhandler alle "back-office" aktiviteter selskapet er avhengig av i sin verdikjede.

#### **3.1.1 Primæraktiveter**

Primæraktiviteten til Dortmund er de aktivitetene som er direkte knyttet til verdiskapningen. Dette omhandler blant annet aktiviteter som markedsføring, salg og service. Markedsføring og salg handler i Dortmund sitt tilfelle om reklameaktiviteter. Reklameaktivitet er de tiltakene som blir gjennomført for å få solgt supporterutstyr og kampbilletter.

Prisingen av varer er en annen del av markedsføringen og det handler om hvordan de skal prisen sine produkter. Dette gjelder blant annet i forhold til konkurrentene sitt prisnivå, men også prisen på en kampbillett i forhold til hva andre underholdningstjenester koster. Om man priser seg for høyt kan dette føre til at færre kommer på kamp siden prisen for denne formen for underholdning er relativt sett mye dyrere enn å ta med familien på for eksempel kino.



Service er en annen form for primæraktivitet som er relevant for Dortmund. Denne aktiviteten handler om å yte service overfor kunden. Det vil alltid være slik at noen er misfornøyd med et eller annet i løpet av en fotballkamp. Det er dermed viktig at disse klagene blir tatt på alvor slik at kunden føler at det man sier blir tatt til etterretning. Det er viktig for en fotballklubb at deres kunder føler seg verdsatt når de er på et idrettsarrangement, det vil øke sjansen for at de kommer tilbake.

### **3.1.2 Støtteaktiviteter**

Støtteaktiviteter er aktiviteter som har som hovedmål å støtte primæraktiviteten. Slike aktiviteter for Dortmund vil blant annet være innkjøp og teknologiutviklingen. Innkjøp er viktig for at supporter butikkene og billett kioskene skal ha det supporterutstyret og billettene deres kunder ønsker å kjøpe. Det å ha god logistikk i organisasjonen er viktig for å skape verdi for klubben. Dersom man går tom for eksempelvis fotballdrakter i supporter butikken i forbindelse med en stor hjemmekamp vil dette føre til store kostnader i form av tapt inntekt og skuffede kunder.

Teknologiutvikling som støtteaktivitet går ut på å prøve å utvikle klubben videre ved hjelp av blant annet forbedring i rutiner. Det kan også handle om teknologiske forbedringer som nye storskjermer på stadion, samt mer effektiv sikkerhetskontroll ved inngangen til stadion. Slike forbedringer vil være med på å tilfredstille kundene.

## **3.2 Makroanalyse (PESTEL)**

I vår makroøkonomiske analyse har vi valgt å gjennomføre en PESTEL-analyse. Dette er en generell analyse og går ikke inn på noe spesielt ved selve selskapet. Vi synes allikevel dette er viktig å ha med for å få en forståelse av omgivelsene klubben opererer i, og hvordan disse forholdene påvirker selskapets ressurser og kreftene i bransjen.

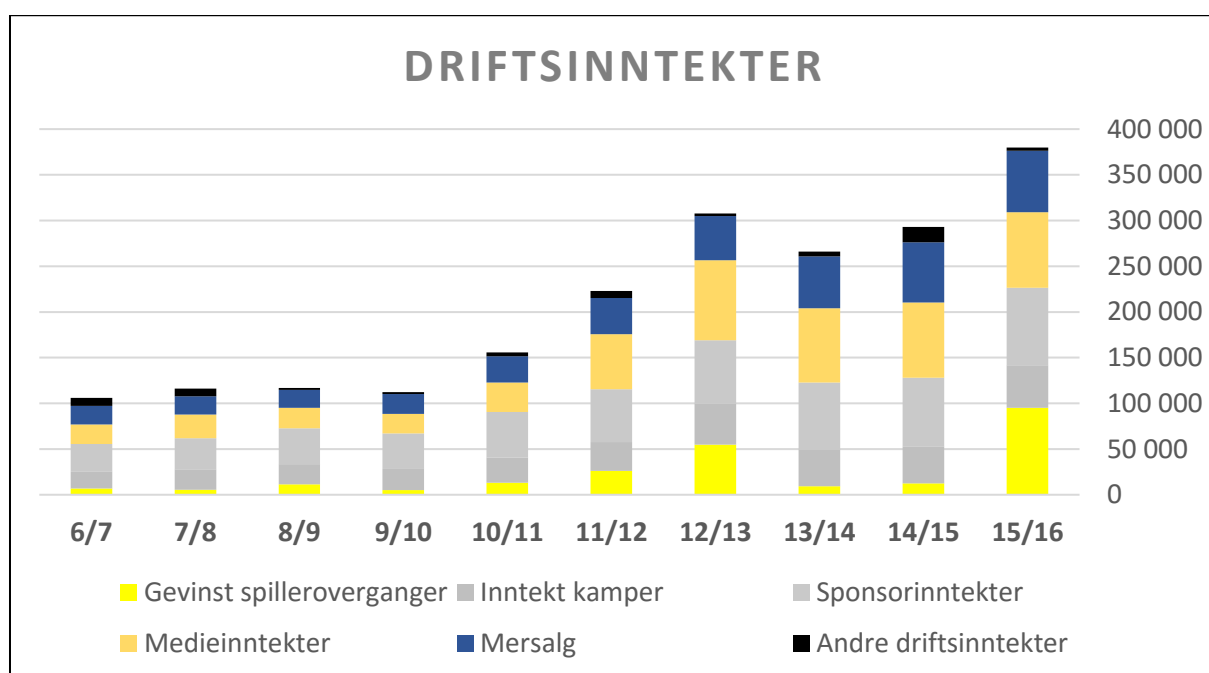
### **3.2.1 Politiske forhold**

I fotballen har myndigheter og politikere liten grad av innflytelse, og det er sjeldent de griper inn. Det er sjeldent man hører om at kjente politikere snakker høyt om hvem som er deres favorittlag eller gjør endringer i klubben sin favør, men det finnes selvfølgelig unntak. Vi har blant annet en hendelse fra VM i fotball fra 2010 i Sør- Afrika, hvor den daværende franske presidenten Nicolas Sarkozy valgte å gripe inn for å få ryddet opp i kaoset som da var i den franske landslagstroppen etter en dårlig start på verdensmesterskapet (Skjerdingsstad, Anders.

2010). Årsaken til at de valgte å gripe inn var at det franske folk var frustrerte over landslagets uprofesjonelle oppførsel og interne strid. Denne politiske inngripen falt dårlig i smak hos FIFA, som advarte Sarkozy og ba han holde seg unna fotballbråket. Utenom de få unntakene som finnes, så er det lite politikerne gjør for å ha innflytelse i fotballen. Vi forstår fra FIFA sin reaksjon at de heller ikke ønsker noen politisk innflytelse i fotballen.

### 3.2.2 Økonomiske forhold

Dette forholdet handler om i hvilken grad de økonomiske makroforholdene påvirker bransjen Borussia Dortmund befinner seg i. I 2008 var det en global finanskrisen som rammet hele verden i varierende grad. Denne globale økonomiske krisen påvirket også fotballbransjen.



**Figur 3.1** Driftsinntekter

Denne figuren viser fordelingen av driftsinntektene til Borussia Dortmund gjennom de 10 siste årene.

Som vi ser av figur 3.1, har Dortmund hadde et lite fall i driftsinntekter fra 08/09 til 09/10 sesongen, men at finanskrisen ikke hadde stor negativ innvirkning på klubben. Borussia Dortmund var i økonomisk krise i 2005, etter at de hadde blitt børsnotert 5 år tidligere. De sportslige resultatene var skuffende og de ble tvunget til å få innvilget et kortsiktig lån hos rivalen Bayern München på 2 millioner euro for å unngå konkurs. De påfølgende årene begynte det å gå litt bedre for klubben, noe vi også ser med de gradvis økende driftsinntekten

til klubben. Administrerende direktør klubben, Hans-Joachim Watzke, klarte å rydde opp i de økonomiske problemene og ble kvitt store deler av gjelden klubben hadde på denne tiden.

### 3.2.3 Sosiokulturelle forhold

Dette forholdet dreier seg om hvordan endringer i moral og verdier kan ha en innflytelse på omgivelsene. Fotballspillere på et høyt internasjonalt nivå er rollemodeller for barn verden over. Når de er rollemodeller for så mange mennesker må de vise gode verdier både på og utenfor banen. Det er også viktig å vite at det ikke bare går utover spilleren når de oppfører seg i strid med retningslinjene fastsatt av klubben. Spillerne er representanter for klubben, uheldige episoder kan også få konsekvenser for flere enn bare spilleren selv. Borussia Dortmund har ved tidligere tilfeller vist politisk aktivitet. I 2015 lanserte de kampanjen «Kein Bier für Rassisten!» (ingen øl til rasister) (Corless, Liam 2015). Dette gjorde de for å vise sin misnøye til de høyre ekstreme nynazist miljøene i byen. Dette er et godt eksempel på hvordan fotballen og fotballklubber kan brukes for å bekjempe samfunnsproblemer. Signal Iduna Park brukes ikke bare til fotballkamper, men også til møtevirksomhet, utleie til festligheter og andre arrangementer.

### 3.2.4 Teknologiske forhold

I dagens samfunn blir ny og bedre teknologi utviklet i et voldsomt tempo. Teknologiske forhold har generelt sett liten påvirkning innenfor fotballbransjen, siden det påvirker fotballen som et spill i liten grad. Fotball spilles med 22 spillere som er fordelt på to lag, der hensikten med spillet er å sette ballen flest ganger i motstanderen sitt mål. Det er to mål på banen og begge målene er 2,44m høye og 7,42m lange. Dette er forhold som er ganske konstante og som etter alt å bedømme heller ikke vil endre seg de kommende årene.

Allikevel har det kommet enkelte teknologiske fremskritt innenfor fotballen. Dette gjelder blant annet målteknologi og dommerspray. Begge disse tingene har blitt en suksess og brukes av flere ligaer den dag i dag. Måleteknologien er ganske kostbar, så den har ikke blitt tatt i bruk i alle ligaer. Bundesligaen er en av ligaene som har valgt å ta i bruk denne teknologien, og begynte med dette fra 2015-2016 sesongen. (Bundesliga.com, 2015)

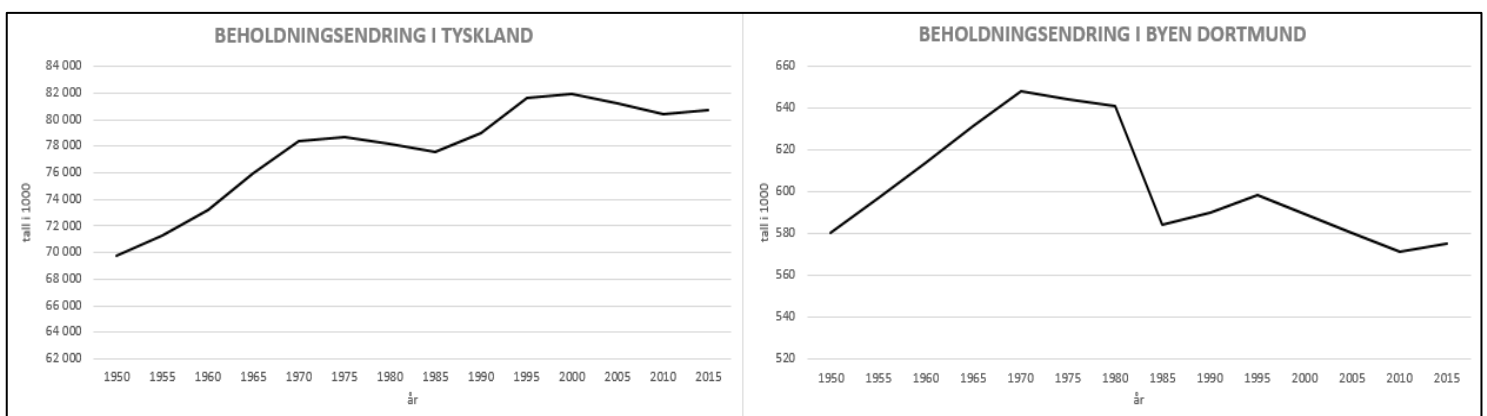
Et annet teknologisk fremskritt som har hatt stor påvirkning på Bundesligaen de siste 10-15 årene er folkets tilgang til internett. Dette har ført med seg at man ikke er like avhengig av å måtte dra på stadion for å få med seg kampen, men istedenfor kunne se den direkte hjemme

i stua. Dette alternativet er heller ikke kostnadsfritt og for å få tilgang til fotballkamper må man som oftest oppgradere TV-pakken. Det finnes også kostnadsfrie måter for å se fotballkamper, men dette er ulovlig streaming og burde derfor unngås. Det kan føre til tap av TV rettigheter.

### 3.2.5 Samfunnsmessige forhold

Et samfunn som en helhet har en påvirkning på markedet selskapet befinner seg i. Det er slik at i land med høy levestandard bruker man mer penger på husholdningsartikler og andre ikke livsnødvendige produkter. Land som Tyskland har et større marked for salg av supporterutstyr og andre klubbrelaterte produkter/tjenester, enn land med lavere økonomisk velstand.

Europa er preget av en generelt høy levestandard, sammenlignet med de fattige delene av verden. Om vi ser på befolkningsøkningen de siste 50 årene i byen Dortmund i forhold til hele Tyskland, ser vi at antall innbyggere i byen Dortmund ikke har hatt den samme jevne økningen som resten av landet. Her har antallet innbyggere sunket litt i perioden 1980-2010. Årsaken til denne nedgangen skyldes en postindustriell nedgang som fant sted i byen i denne perioden. En postindustriell nedgang innebærer en nedgang i befolkningsveksten når byen gikk fra industrisektoren til en mer tjenesteytende sektor som krever langt mindre bemanning. Byen har hatt en økning de siste årene og denne trenden kan tyde på at befolkningsantallet er på vei oppover igjen. Flere innbyggere kan på sikt føre med seg en sterkere tilvekst av supportere.



**Figur 3.2** Befolkningsendring

Denne figuren viser hvordan innbyggertallet har endret seg i Tyskland og byen Dortmund gjennom de 60 siste årene.

### 3.2.6 Lovmessige forhold

Lovmessige forhold spiller en ganske sentral rolle for fotballklubber. De må følge de reglene og vedtakene som blir satt. Hovedorganet innenfor fotballen heter Fédération Internationale de Football Association (FIFA), og er en sammenslutning av over 200 nasjonale fotballforbund. FIFA er det øverste organet innen fotball og har hele verden som sitt geografiske område. FIFA sitt hovedformål er å kontinuerlig forbedre fotballen (fifa.com, 2017). FIFA deles inn i flere mindre underorganisasjoner og den organisasjonen som representerer FIFA i Europa heter Union of European Football Associations (UEFA). Allikevel er det ikke FIFA og UEFA som alene fastsetter lover og regler for Bundesligaen. Sammen med landets nasjonale fotballforbund, Deutscher Fußball-Bund (DFB), bestemmer de hvilke lover og regler som gjelder for de tyske klubbene.

### 3.3 Porter fem konkurransekrefter

For vår eksterne analyse av Borussia Dortmund har vi valgt å basere den på Porters femkraftsmodell. Denne modellen er et rammeverk som identifiserer hvor attraktiv en bransje er ved hjelp av følgende fem konkurransekrefter: trusler fra nye inntrengere, rivalisering blant dagens konkurrenter, leverandørenes forhandlingsmakt, kundens forhandlingsmakt, og trusler fra substitutter.

#### 3.3.1 Trusler fra nye inntrengere

En ny inntrenger er en bedrift som i utgangspunktet ikke er i samme marked, men som har muligheten, om ønskelig, til å etablere seg i samme bransje og dermed konkurrere om det samme markedet. En faktor som kan hindre suksess er om eksisterende selskaper har lojale kunder og at kundene oppfatter markedet som et marked med høye byttekostnader eller barrierer.

Vi mener at dette ikke er en veldig stor trussel for bransjen til Dortmund, europeisk toppfotball. Det skal mye til å etablere seg som nystiftet klubb på et Europeisk høyt nivå, slike ting tar ofte mange år. Årsaken til dette er at denne bransjen har høye inngangsbarrierer, blant annet gjennom høyt kapitalbehov. Bundesligaen består av et bestemt antall lag (18 stk), det vil si at det ikke er plass til mer enn 18 lag på det øverste nivået i tysk fotball. Det er også slik i Bundesligaen, som i andre ligaer, at det er utskiftninger i hvilke lag som er i ligaen hvert eneste år. I Bundesligaen er det de to lagene med lavest poengsum som rykker ned en divisjon, samtidig som det tredje dårligste laget må ut i en kvalifiseringskamp mot det tredje beste laget

i divisjonen under. Om denne formen for konkurranse skal være noen trussel for Borussia Dortmund og deres lønnsomhet, må de nyopprykkede klubbene kunne ta supportere/kundene fra Dortmund på en eller annen måte. Det er viktig å nevne at de fremtidige klubbene som rykker opp fra lavere divisjoner ofte ikke er på samme nivå over tid som de beste klubbene i Bundesligaen. Dermed vil de som oftest ikke utgjøre noen reel fare, selv om de er i samme liga.

Det å drive en fotballklubb er kostbart. Det er med andre ord ikke noe man kan bygge opp over natten. Man kan ikke forvente at et nystartet lag skal opp på det øverste nivået i de største ligaene med en gang, slike ting tar tid og modning. Det er ikke ofte vi ser eksempler på at nyetablerte klubber hevder seg nasjonalt eller internasjonalt. Enkelte unntak finnes det, og RasenBallSport Leipzig e.V er et eksempel på dette. Denne tyske fotballklubben ble stiftet så sent som i 2009. RB Leipzig, som de blir kalt, startet nede på nivå 5 og har siden den tid jobbet seg rett opp til det øverste nivået i Tyskland. Det er energidrikk produsenten, Red Bull, som tok initiativ til å starte denne satsingen. Målet deres var å etablere en tysk toppklubb i Bundesligaen innen 10 år, noe de nå 8 år senere ser ut til å ha klart. RB Leipzig har denne sesongen etablert seg i toppen av Bundesligaen og virker enn så lenge stabile. Det er ofte at slike historier er kortvarige. Historien viser at slike såkalte «døgnflue» ikke lykkes i lengden, siden ny oppstartede klubber ikke har den samme kulturen og historien som de eldste klubbene besitter. RB Leipzig kan selvfølgelig bryte med historikken og klare å etablere seg som en ny tysk storklubb over tid, men dette vil kun fremtiden gi et svar på. Som vi forstår er det mye penger inne i bildet når man skal starte en fotballklubb med høye ambisjoner på kort tid. Det er en stor del av grunnen til at vi sjeldent ser nyetablerte klubber lykkes slik som RB Leipzig foreløpig har gjort.

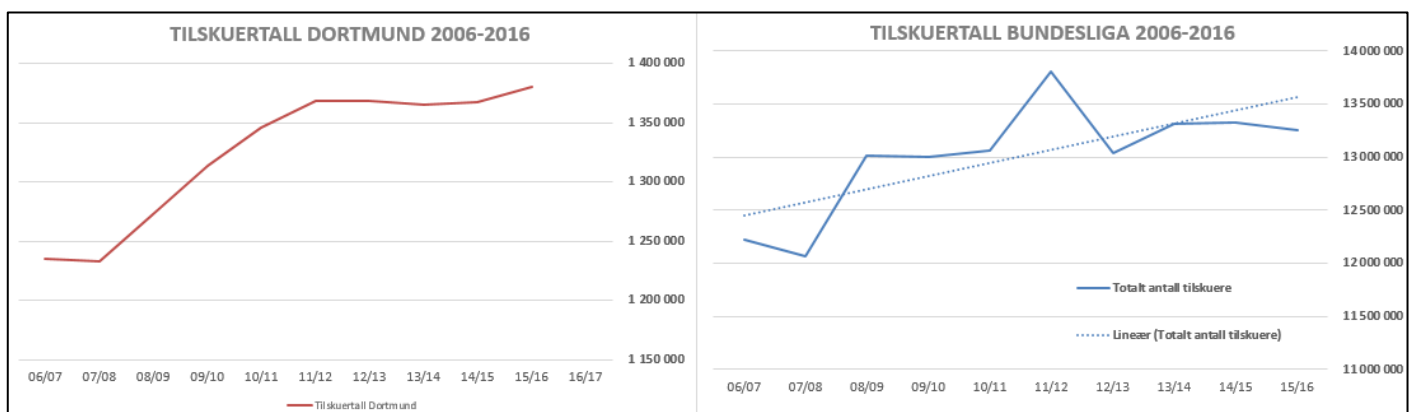
Vi vil på bakgrunn av vår analyse og vurderinger konkludere med at trusler fra fremtidige konkurrenter for Borussia Dortmund er lite truende for selskapet. Det finnes klubber som RB Leipzig, men vi velger å se på dette som et unntak.

### **3.3.2 Rivalisering blant dagens konkurrenter**

Med rivalisering mener vi en kamp mellom eksisterende bedrifter i bransjen om markedsdeler og markedsmakt. Et viktig punkt her er antall konkurrenter som tilbyr lignende tjenester. Når vi skal se på rivalisering blant dagens konkurrenter og hvordan det påvirker de eksterne omgivelsene er det i hovedsak to faktorer vi må studere nøyer, disse er:

- Etterspørsel. Hvor etterspurt er det produktet eller tjenesten som tilbys i markedet? Dersom etterspørselen er økende vil dette gi mulighet til å ekspandere uten å ta kunder fra konkurrenter.
- Utgangsbarrierer. Det er bestemmelser som hindrer et selskap i å forlate et marked. En årsak til at et selskap ønsker å forlate et marked kan blant annet være på grunn av at de ikke lenger ser på det som profitabelt. Slike barrierer kan være både være økonomiske og statlige. Høye utgangsbarrierer fører til sterkere rivalisering, siden selskapene da er mer låst til et marked.

For å kartlegge rivaliseringen i bransjen, må vi se på hvor høy etterspørselen er etter selve produktet. Derfor vil det være hensiktsmessig å se på tilskuertallene i Tyskland og for selve klubben, for å få et inntrykk av etterspørselen i bransjen. Med andre ord skal vi se på utviklingen de siste årene i tilskuerantall for Bundesligaen og Borussia Dortmund.



**Figur 3.3** Tilskuertall Bundesligaen og Dortmund

*Denne figuren viser hvordan tilskuertallet på Dortmund sine hjemmekamper har variert de 10 siste årene sammenlignet med utviklingen i tilskuertall generelt i Bundesligaen*

Som vi ser av figur 3.3, har tilskuertallene i Bundesligaen vært svingende de siste 10 årene, med en topp i 2011-2012 sesongen. I denne 10-års perioden ser vi tydelig av trendlinjen at antallet publikum i Bundesligaen har økt. Dette fører til en mindre grad av rivalisering siden klubbene ikke trenger å konkurrere med hverandre for å beholde markedsandelene sine. Dersom tilskuertallene hadde vist en fallende trend kunne konkurransen om markedsandeler blitt intensivert. Vi ser også av figuren at tilskuertallet til Dortmund har vært jevnt økende i denne perioden.

Det som her skiller toppfotballbransjen fra andre bransjer, er det faktum at det ikke er like enkelt å ta kunder fra andre selskaper. Noe av grunnen til dette er at de store klubbene i Europa er ofte geografisk adskilt over store avstander. Dette fører til at man som oftest støtter det topplaget som er nærmest bostedet sitt. For at en supporter skal bytte favorittklubb, så skal det noe ekstra til. En grunn til bytte av klubb kan være at laget ditt ikke lenger er en del av eliten i europeisk fotball ved at de for eksempel har rykket ned en divisjon i sin hjemlige liga. Hvis man ikke er emosjonelt tilknyttet til en klubb, kan slike hendelser resultere i at man kan velge å bytte favorittlag. Tilfeller der store fotballklubber forsvinner fra å være et topplag skjer veldig sjeldent, og ofte er det slik at de samme lagene kjemper om de store trofeene år etter år. Selv om toppfotballen er en stor bransje med mange klubber, ser vi at eliten i denne bransjen over tid er ganske stabil. Målet for alle klubber er å vinne trofeer og man husker ikke de som kommer på 4 plass. Dette fører til at det er flere lag som har som mål om å vinne ligaen og turneringer, enn hva det finnes trofeer. Dermed oppstår det en viss grad av intern rivalisering i bransjen.

Det er store utgangsbarrierer innenfor fotballbransjen. Vi ser sjeldent at en av de store klubbene går konkurs eller legges ned. En av grunnen til dette er at en fotballklubb har som oftest eksistert i mange år og en stor mengde av tilhengerne har fått en emosjonell tilknytning til «klubben i sitt hjerte». Man kan i enkelte sammenhenger gå så langt som å si at fotballen er deres religion. Dette fører til at kulturen og tilhørigheten en supporter føler betyr mye for mange individer. Vi har gjennom historien sett at hvis en storklubb sliter økonomisk og står ovenfor mulig oppløsning, så kommer private investorer inn på banen for å redde klubben økonomisk. Dette er i situasjoner hvor selskaper i andre bransjer normalt ville blitt lagt ned. Dette vitner til at det er en mye større betydning rundt en fotballklubb enn å bare skulle drive bedriftsøkonomisk gunstig. Ved å legge ned en stor fotballklubb kan man si man oppløser et samfunn. Supporterne har ikke et veldig stort fokus på de økonomiske resultatene, det er heller de sportslige resultatene og prestasjonene som gjenspeiler hvor tilfredsstillt de er med deres klubb.

For Borussia Dortmund som en fotballklubb vil tap av markeds plass som en konsekvens av rivalisering ikke bli sett på som noen stor trussel på grunn av den økende etterspørselen. Dette gjelder generelt for fotballbransjen, men den interne rivaliseringen mellom de store klubbene vil fortsatt kunne være høy. Det er slik det alltid har vært, så vi ser ikke på det som noen trussel.



### 3.3.3 Leverandørens forhandlingsmakt

Leverandørens forhandlingsmakt går ut på i hvilken grad leverandøren har forhandlings- og påvirkningsmakt over kunden og om dette har noe å si for lønnsomheten i bransjen. I fotballbransjen er det ikke alltid like enkelt å avgjøre hvem som egentlig er leverandørene av underholdningen. Etter en del diskusjon har vi valgt å definere spillerne som hovedleverandøren for fotballbransjen. Det er ikke like enkelt å uttale seg om deres grad av forhandlingsmakt, siden alle spillerne forhandler frem kontrakter med ulike personlige klausuler og avtaler. En spiller alene har i utgangspunktet ikke en stor forhandlingsmakt opp mot klubben, men det er enkelte forhold som kan styrke spillernes forhandlingsmakt. Om spilleren over lenger tid har prestert bra og er ønsket av andre klubber kan dette gå i spillernes favør når en eventuell kontrakt skal reforhandles med klubben.

De største spillerprofilene i verden er såpass viktige for klubbene sine og vil derfor har stor forhandlingsmakt. Klubbene kan ofte være villige til å strekke seg ganske langt for å få beholde stjernespillere. Vi har valgt å konkludere med at spillerens forhandlingsmakt som leverandør i fotballbransjen ikke er spesielt stor, men at det finnes enkelte unntak blant de største spillerprofilene i verden.

### 3.3.4 Kundens forhandlingsmakt

Når det er snakk om kundene sin forhandlingsmakt i bransjen, handler det om i hvilken grad de er i stand til å presse ned prisen. Det er i hovedsak pris og graden av service kundene kan forhandle på. Om kundene på en eller flere av disse områdene klarer å forhandle seg frem til noe bedre, vil dette gå ut over lønnsomheten til selskapet.

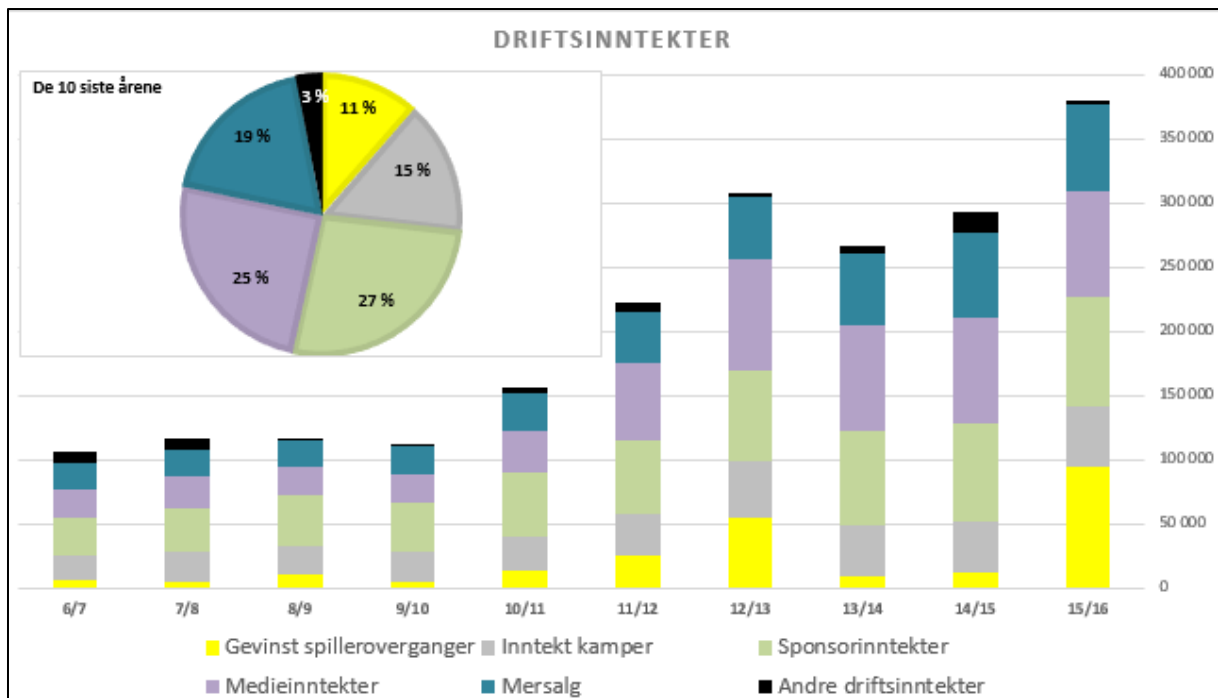
I fotballbransjen har vi kommet frem til at det finnes tre store kundegrupper. Disse er media, supportere og sponsorer. Det er disse tre aktørene som betaler en sum penger for å få noe i gjengjeld, enten i form av underholdning eller markedsføring.

Media er de som kjøper rettighetene til fotballkampene i Tyskland. Det er gjennom disse avtalene de ulike TV-selskapene i Tyskland bestemmer hvilke ligaer og hvilke kamper den tyske befolkningen skal få rettigheter til. Selskapet som har de nåværende rettighetene til Bundesligaen er Sky Deutschland. Denne kontrakten går ut etter denne sesongen, men selskapet har allerede skrevet under på en ny kontrakt som gir de rettighetene til å sende Bundesligaen frem til utgangen av 2021. Slike kontrakter er med andre ord ikke noe alle TV-

selskaper har økonomi til å inngå. Dette medfører at det er kun de største selskapene som konkurrerer om disse eksklusive TV-rettighetene. Tyske medier (Chaffer, Alex 2016) meldte da den nye avtalen ble offentliggjort at Sky Deutschland måtte ut med 4,64 milliarder euro for å sikre seg denne avtalen. Dette tilsvarer i overkant av 41 milliarder NOK. (20.02.2017).

Den andre gruppen av kunder vi var valgt å ta for oss er kanskje den viktigste, nemlig supporterne. Supporterne består av mange enkeltindivider som ønsker å støtte oppunder og heie frem sitt lag. Det er disse som står for en stor del av inntektene til klubbene gjennom salg av billetter og supporterutstyr. Alene som enkeltindivider har ikke denne gruppen noen særlig stor makt, det påvirker ikke økonomien til klubben om en enkeltperson velger å boikotte en kamp. Dersom flere enkeltindivider danner såkalte supporter grupper, vil de oppnå større påvirkningsmakt og på den måten også få en viss grad av gjennomslagskraft. Et eksempel på at supporterne viste sin misnøye var da de i 2016 boikottet en av lagets bortekamper (Stenersen 2016). Kampen de boikottet var bortekampen mot RB Leipzig og årsaken var at de (sammen med andre lag fra Bundesligaen) var misfornøyde med hvordan RB Leipzig blir drevet. Den store aktøren Red Bull eier omtrent hele klubben og dette strider med Tyskland sin filosofi. Som tidligere nevnt handler dette om at majoriteten av aksjene i klubben skal eies av supporterne. Dette er for å unngå at et enkelt selskap eller enkeltperson skal ha kontroll over hele klubben.

Den tredje kundegruppen er sponsorene. Sponsorene betaler klubbene masse penger for å vise reklame på stadion, ha egne plasser i VIP-loungene og i noen tilfeller ha navnerettigheter på stadion. Disse sponsorene står for en stor del av inntektskilden til klubbene.



**Figur 3.4** Driftsinntekter med diagram

Denne figuren viser fordelingen av Borussia Dortmund sine driftsinntekter på postene gevinst av spilleroverganger, inntekt kamper, sponsorinntekter, medieinntekter, mersalg og andre driftsinntekter gjennom de 10 siste årene.

Som vi ser av figur 3.4, har sponsorene vært den største inntektskilden til Borussia Dortmund gjennom de 10 siste årene. Som vi har snakket om tidligere, er Borussia Dortmund en av de klubbene som har valgt å «leie ut» navnet på stadion, og det er nå selskapet Signal Iduna som har navnerettighetene frem til 2021. Denne leiekontrakten er med på å betale ned store deler av klubben sin gjeld. Det å ha navnet sitt i reklame eller på selve stadion gjøres ikke bare fordi det skal se bra ut, det er også en økonomisk del i dette. Ved å markedsføre sitt selskap gjennom reklame vil dette kunne bidra til større annerkjennelse og dermed økte inntekter i form av høyere salg.

Vi har funnet ut at media har en høy grad av makt i bransjen. Det er de som er med på å avgjøre hvilke kamper og ligaer TV-seere kan få tilgang til. Sponsorene på sin side har ikke en veldig høy grad av makt, nye sponsorer alltid er mulig å oppdrive. Det er god markedsføring å bli representert av en fotballklubb som gjør det godt. Vi vil også konkludere med at supporterne på sin side har en viss grad av makt når de opptrer i større grupper.

### 3.3.5 Trusler fra substitutter

En substitutt er en konkurrerende aktør eller produkt/tjeneste som kan erstatte selskapets allerede eksisterende produkt/tjeneste innenfor den samme bransjen. Om et slikt produkt eller tjeneste vil bli tatt i bruk av kunden eller ei avhenger av om det er store byttekostnader. Sett fra fotballbransjen sitt ståsted, kan produktet denne bransjen tilbyr bli sett på som et underholdningstilbud. Som et underholdningstilbud har en fotballkamp mange substitutter.

Vi kan si at en gruppe med supportere grovt sett kan deles inn i to adskilte grupper. På den ene siden har vi det vi kaller kjernesupportere. Disse personene holder med laget i tykt og tynt, uansett utfallet på kampene. For denne delen av supporterne finnes det på mange måter ikke noe substitutt for å følge favorittlag sitt i en hjemmekamp, hvor de ser på dette som sin plikt. Hjemmekamper spilles som oftest en gang annenhver uke, at man skal ha et alternativ til dette er lite tenkelig. Det eneste må være om det er noe som hindrer dem i å komme på stadion og da vil TV-en hjemme være ett fint alternativ. Den andre gruppen av supportere er de som drar på fotballkamp med en forventning om å bli underholdt. Dette er den gruppen av supporterne det kan være mulig å påvirke. Når de er på kamp ønsker de noe mer enn bare selve resultatet og man kan si at de er ute etter en helhetlig pakke. For disse personene kan gode trekkplastre være nye fasiliteter som restauranter, toaletter, kiosker, VIP-lounger og andre ting gi økt komfort. Om en fotballkamp på en stadion ikke stod til forventningene, er byttekostnadene lave for å velge et annet lag neste helg eller eventuelt et annet underholdningsprodukt.

Hvis en kunde kan finne et produkt som kan dekke de samme behovene til enten en lavere pris eller med bedre komfort, utgjør dette en trussel for selskapet. Dette er en prissensitiv gruppe og en kampbillett burde derfor ikke koste mer enn for eksempel hva en kveld på et teater med familien ville kostet. Om en fotballkamp er mye dyrere kan kampen bli nedprioritert og selskapet vil dermed gå glipp av inntekter.

Vi kan konkludere med å si at substitutter utgjør en reell trussel mot fotballkamper som et underholdningsprodukt. Den største trusselen av dem alle er på mange måter TV og internett som har vokst raskt de siste årene. Dette gir kunden et alternativ, men kan samtidig være en plattform for å tiltrekke en større kundegruppe på. Her tenker vi på de personene som er veldig interessert i fotball, men som ikke kommer seg på kamp.

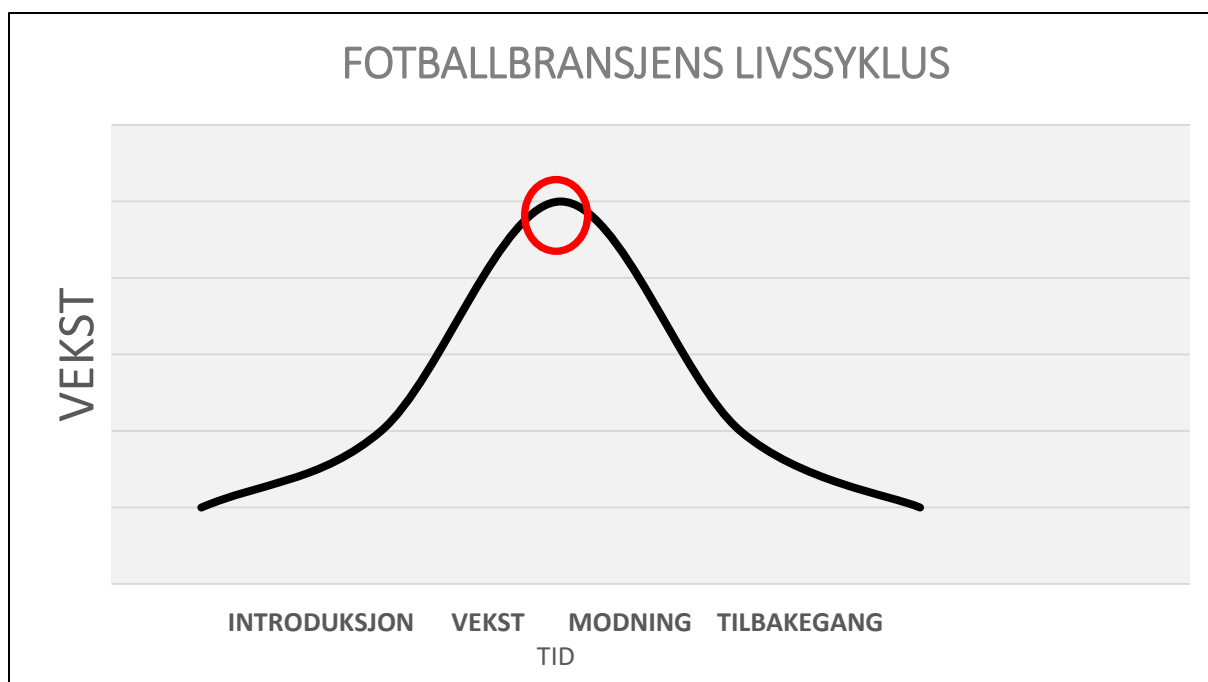
### 3.4 Bransjeanalyse

Den totale fotballbransjen kan eventuelt betraktes som en bransje for alle fotballklubber i verden. Vi ser på dette som lite relevant og har derfor valgt å begrense det. Bransjen Borussia Dortmund befinner seg i kan vi avgrense til tysk og europeisk toppfotball. Det er slik at de beste klubbene i Tyskland også er en del av eliten i Europa. Den bransjen vi kaller europeisk toppfotball inneholder lag som spiller i den øverste divisjonen i de største ligaene i Europa. Dette omhandler i hovedsak Premier League (England), Serie A (Italia), Bundesliga (Tyskland), Ligue 1 (Frankrike), Primera Divisjon (Spania), Premier League (Russland), Spor Toto Süper Lig (Tyrkia). I tillegg finnes det enkelte lag fra mindre ligaer som er overlegne i sitt hjemland og derfor befinner seg i denne bransjen. Det er altså en stor bransje Borussia Dortmund befinner seg i, med mange konkurrerende klubber. Hvis man skal se på konkurransen om supportere så er denne bransjen avgrenset til hjemlige ligaen. Vi kan derfor si at de konkurrerer på flere arenaer, både nasjonalt og internasjonalt. Dette er ikke særegent for Borussia Dortmund og dette er noe som gjelder for alle de største klubbene i Europa.

Det som også er litt spesielt med denne bransjen sammenlignet med andre er at det stadig er store utskiftninger. Hvert eneste år rykker noen lag ned en divisjon i sitt hjemland og nye lag kommer opp. Siden dette er blant de antatt dårligste lagene, utgjør de normalt sett ikke noen stor trussel for Borussia Dortmund og deres posisjon som en europeisk storklubb.

#### 3.4.1 Bransjens livssyklus

En bransje kan befinne seg i ulike faser i en livssyklus. Alle produkter og tjenester har en begrenset levetid og de gjennomgår ulike faser fra det blir lansert til det legges ned eller fundamentalt endres. Den strategien selskapet velger avhenger ofte av hvor langt deres bransje har kommet i livssyklusen. De ulike fasene er introduksjon, vekst, modning og tilbakegangsfasen.

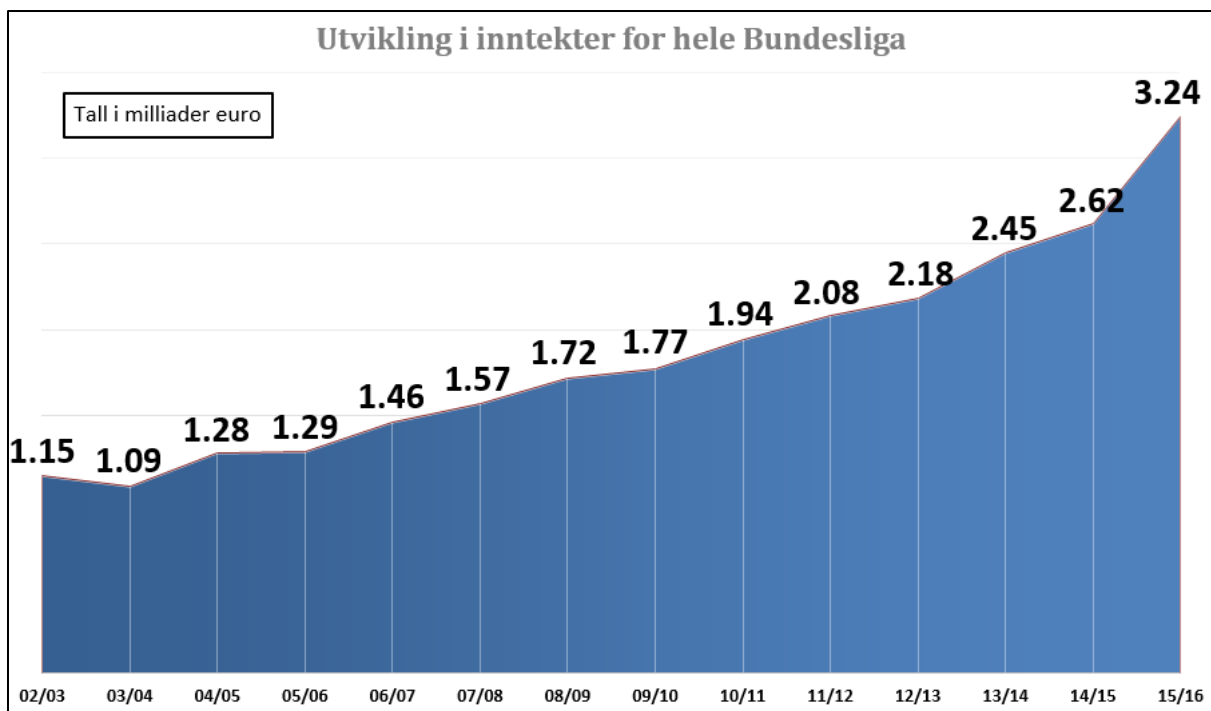


**Figur 3.5** Bransjens livssyklus

Denne figuren illustrerer hvor vi antar fotballbransjen befinner seg i bransjens livssyklus.

Vi antar at bransjen Borussia Dortmund befinner seg i, Europeisk toppfotball, befinner seg et sted rundt sen vekst og tidlig modningsfase. Bransjen er fortsatt i god vekst med tanke på økning i driftsinntekter og tilskuerantall. Bransjen har i de siste årene vært utsatt for lite endring, noe som gir signaler på at vi er ferdig med den største delen av vekstfasen. På den andre siden har etterspørselen etter internasjonal toppfotball vært stabil, det tyder dermed på at den ennå ikke er på vei inn i tilbakegangsfasen. Vi har derfor valgt å definere den som et sted tidlig i modningsfasen eller sen vekstfase hvor etterspørselen muligens er på vei til å flate ut.

Bransjen består for det meste av etablerte selskaper som har vært der lenge. Det er viktig å forstå at denne bransjen oppfører seg litt annerledes enn hva en tradisjonell bransje gjør. I en tradisjonell bransje som er preget av produksjon og salg, er det ganske enkelt å plassere dem et bestemt sted i livssyklusen. Mens med en fotballklubb er det litt annerledes og den kan bevege seg ganske mye i begge retninger innenfor samme syklus. Derfor kan det se ut som at den har gått over til neste fase, mens i senere tid viser det seg at den fortsatt befinner seg innenfor den samme fasen som før. På bakgrunn av dette er det ikke utenkelig at etterspørselen etter toppfotball øke betraktelig de kommende årene selv om økningen har vært moderat de siste årene.

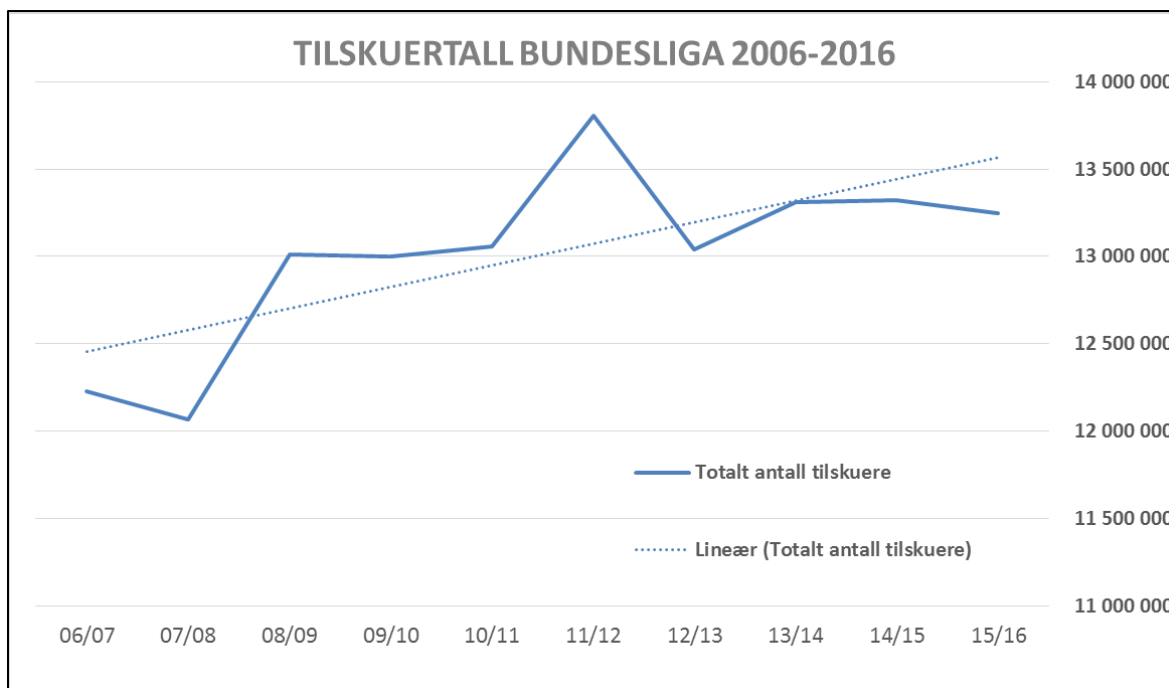


**Figur 3.6** Utvikling i inntekter Bundesliga

Figur 3.6 er en oversikt over utviklingen i samlet inntekt for alle klubbene i Bundesligaen fra 2003 til 2016.

Bundesliga rapporten (Seifert, Christian 2017) viser at delen av bransjen fortsatt har en stor grad av vekst. Inntektene til bundesligaen har økt med 23,71% sammenlignet med forrige år (se figur 3.6). Dette er det tolvte året på rad med en vekst i inntektene til Bundesligaen. Vi kan muligens se signaler på at vi begynner å nærme oss toppen for denne bransjen, men allikevel vet vi ikke dette med 100% sikkerhet.

I Bundesligaen er det ikke noe som tyder på at supporterne har begynt å gå lei fotballen. Vi har valgt å ta en titt på de årlige besøkstallene i Bundesligaen de siste 10 sesongene for å se om dette viser noen trend til nedgang. Som figur 3.7 viser har det ikke vært de store endringene. Når vi deretter legger inn en trendlinje ser vi at tilskuertallet faktisk har vært jevnt stigende.



**Figur 3.7** Tilskuertall i Bundesligaen 2006-2016

Denne figuren viser både lineær og faktisk utviklingen i tilskuertallet i Bundesligaen gjennom de 10 siste årene.

Internasjonal toppfotball kan bli i denne fasen til evig tid, men da må man kunne dekke kundene sine grunnleggende behov. Underholdningsbehovet er årsaken til at mange av tilskuerne møter opp på kamper. Et av de mest kjente uttalelsene til den suksessrike manageren Bill Shankley lyder:

«Some people believe football is a matter of life and death, I am very disappointed with that attitude. I can assure you it is much, much more important than that»

Kilde: telegraph.co.uk «Bill Shankly» (2009)

Dette sier mye om hvor mye fotballen faktisk betyr for spillere, managere og de rundt fotballen. Det å tro at fotballinteressen vil stupe vil vi derfor si er lite sannsynlig.



### 3.5 VRIO

I vår interne analyse av selskapet har vi valgt å benytte oss av en VRIO analyse. Vi skal her se på de viktigste ressursene i Borussia Dortmund, og vurdere om disse ressursene kan være med på å gi selskapet et varig konkurransefortrinn.

	Verdifull	Sjelden	Vanskelig å imitere	Organiserbar	Konkurransefortrinn
<b>Sponsorer</b>	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig
<b>Dortmund publikum</b>	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig
<b>Kultur og historie</b>	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig
<b>Spillerstall</b>	Ja	Ja	Nei	Ja	Midlertidig
<b>Akademiet</b>	Ja	Ja	Nei	Ja	Midlertidig
<b>Geogr. beliggenhet</b>	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig
<b>Signal Iduna Park</b>	Ja	Ja	Nei	Ja	Midlertidig

**Tabell 3.1** Konkurransefortrinn

*Denne tabellen viser hvilke ressurser Borussia Dortmund besitter som potensielt kan være med på å skape midlertidige og varige konkurransefortrinn i forhold til sine konkurrenter.*

#### Sponsorer

Det er viktig for en fotballklubb å ha i orden gode samarbeidsavtaler og lojale sponsorer. Sponsorer spiller i dag en stadig større rolle for klubbens økonomi. Sponsorinntektene for Borussia Dortmund sin del utgjør i gjennomsnitt de siste 10 årene, 27% av selskapets totale inntekter (se figur 3.4), vi forstår dermed at dette er en viktig post for selskapet. Avtaler og kontrakter er noe alle fotballklubber har med sine sponsorer. Det er mye penger i disse kontraktene for Borussia Dortmund, og kan derfor sees på som å være verdifulle for selskapet. Det er ofte ikke noe veldig ekstraordinært rundt disse kontraktene, dette er kontrakter man også andre klubber kan inngå med sine sponsorer, denne ressursen er dermed ikke sjelden. Denne ressursen er heller ikke-imiterbare, i og med at en sponsor veldig sjeldent er sponsor for flere fotballklubber i samme liga. Denne ressursen utnyttes godt av selskapet, og er på den måten organiserbar. Vi mener dermed at sponsorer som en ressurs kan være med på å gi klubben et midlertidig konkurransefortrinn, men at den ikke vil kunne gi et varig konkurransefortrinn siden den ikke blir sett på som en sjelden ressurs.

## **Dortmund-publikumet**

I fotball er det lov med maksimalt elleve spillere fra hvert lag på banen til enhver tid (om det ikke er noen utvisninger), når man da referer til den 12 mann antyder at de har en hjelpsom rolle i spillet. Det som da menes med den 12 mann er fansen, de blir derfor sett på som en viktig ressurs. Det er ikke alle idretter som har like bra oppmøte rundt sine lag sine kamper som fotballen, dette er også med på å styrke publikum sin rolle i spillet.

Borussia Dortmund har flere ganger de siste årene blitt kåret til den klubben i Europa med høyest gjennomsnittlig supporter oppmøte på sine hjemmekamper (Reuters 2014). Dette indikerer at det er noe som både har stor verdi for klubben, men også at et såpass høyt oppmøte, i overkant av 80 000 per hjemmekamp, er ytterst sjeldent. Det å få så mange tilhengere til å stille opp på hver enkelt hjemmekamp for å støtte oppunder Borussia Dortmund tyder på en godt innarbeidet supporter kultur i klubben. Når noe handler om kultur i en klubb, fører det til at det ikke er like lett å imitere, dermed vil vi si at publikum som en ressurs er ikke-imiterbar. Om man skal snakke om denne ressursen kommer klubben til gode eller ei, så mener vi at det ikke er noen tvil om at den gjør det. Vi ser dermed på Dortmund publikummet som en ressurs som har potensialet til å gi klubben et varig konkurransefortrinn.

## **Kultur og historie**

De fleste klubber i dagens store ligaer har en lang historie å se tilbake på, men ikke alle sin historie er like stolt. Selv strekker Borussia Dortmund helt tilbake til 1909. Klubbens kultur gjør seg gjeldene ved rekrutering av spillere når dem har en stolt historie å vise til. Dortmund kan både vise til suksess i hjemlig liga, så fremt som suksess ute i Europa. Dette gir klubben et navn som er kjent godt ut over landets grenser. Et slikt merkevarenavn på bakgrunn av klubbens historie og kultur er av høy verdi for klubben. Vi mener at deres fortid både historisk sett og med tanke på prestasjoner er nok til å konkludere med at denne ressursen er sjelden sammenlignet med mange av de andre klubbene i Europa. En klubb sin historie er noe som ikke enkelt kan etterlignes, den er altså ikke-imiterbar og unik. Dette er en ressurs som kommer klubben til gode, og som de er stolte av. Kultur og historie som en ressurs kan altså være med på å gi Dortmund et fremtidig varig konkurransefortrinn.

## **Spillerstall**

En god spillerstall er verdifull for klubben i form av at det er disse individene som i stor grad står for den sportslige suksessen til klubben, dette er noe Dortmund besitter. Men hva er

egentlig en god spillerstall? Er det at den er balansert nok, eller kanskje at den har erstatninger i alle posisjoner på banen? Dette må det være opp til hver enkelt klubb å definere. Man kan argumentere for at en solid og god spillerstall er sjelden, man kan tydelig se at dette er noe ikke alle klubber besitter. Når Dortmund år etter år befinner seg i toppen både av tysk Bundesliga og i Europa, vil vi argumentere for at den spillersammensetningen Dortmund har er ganske sjelden. En spiller er bare et menneske, og dette gjør han ikke uerstattelig. Dette fører til en god spiller kan erstattes, eller i verste fall kan det tenkes at en konkurrent kjøper din spiller. Det gjør at spillerstallen som en ressurs i Dortmund må sees på som imiterbar og dermed ikke kan gi noe mer enn et midlertidig konkurransefortrinn.

### **BVB Akademiet (ungdomsavdeling)**

I dagens fotballverden har det blitt mer og mer vanlig blant de store klubbene å kjøpe spillere fra andre klubber enn å utvikle egne, dette er en filosofi Dortmund ikke helt følger. Det gjør at det fortsatt er attraktivt å utvikle egne spillere, her er kostnadene små, og de fremtidige inntektene ved et eventuelt salg kan være store. Dette kan være med på å styrke den økonomiske situasjonen til klubben samtidig som det gir klubben et godt rykte. Dortmund sitt akademi eksiterer for gutter i alderen 9 til 15 år. Klubben sier selv at et moderne treningssenter og "BVB akademiet," er med på å fremme og utvikle høyt og ekstremt talentfulle spillere. For å få frem disse spillerne bruker klubben moderne, profesjonell og globale former for speiding. Som en konsekvens av dette har Borussia Dortmund en veldig ung tropp, og vil også fortsette å ha dette i fremtiden.

Akademiet kan vise å ha utviklet flere verdensstjerner, som blant annet verdensmester Mario Götze, og store navn i den tyske Bundesligaen som blant annet Marco Reus og Nuri Şahin. Dette gir klare signaler på at et slikt akademi er verdifullt for klubben. Et stort, kjent og velfungerende akademi er det ikke alle klubber som har, det kan dermed også sees på som å være sjeldent. Dette er en ressurs som helt klart kommer klubben til gode i form av unge og talentfulle spillere. Det at Dortmund i dag har et bra akademi hindrer ikke konkurrerende klubber i å ha det samme. Akademiet som en ressurs for Dortmund må derfor ses på som imiterbar, og kan dermed i bestefall gi et midlertidig konkurransefortrinn.

### **Geografisk beliggenhet**

I dagens fotballverden er det ofte slik at de lokale store klubbene er prisgitt i de områdene de ligger i. Det er veldig vanskelig for en klubb å skulle flytte på seg geografisk sett, det er derfor

viktig for en klubb å være enerådende i et så stort geografisk område som mulig. Dette er en viktig ressurs blant annet med tanke på at det er en bransje som på mange måter er drevet av tilgang på publikum og sponsorer. Dortmund sin beliggenhet er i et geografisk område som inneholder flere klubber fra den nåværende Bundesligaen (Borussia Mönchengladbach, FC Köln, Bayer Leverkusen, og Schalke 04). Dette gjør at det er mange som til en viss grad konkurrerer om de samme kundene som drar på fotballkamp for underholdningen sin skyld. I og med at Dortmund er en av de klubben i Europa med høyest gjennomsnittlig oppmøte på kamp, tyder det på at de har taklet denne konkurransen bra. Denne ressursen er umulig å imitere siden fotballklubber i utgangspunktet ikke kan flytte over store geografiske områder. Men de har konkurranse fra andre store klubber i dette området, de er ikke alene om de supporterne som er i området, men ser samtidig ut til å klare å dra til seg en stor del av supporterne. Det skal også nevnes at dette er alle store byer med mange mennesker, det er på den måten heller ikke mangel på mennesker. Dette er en ressurs selskapet klarer å utnytte godt, men ikke sjelden i form av at andre klubber også ligger i samme område. Geografisk beliggenhet er dermed et midlertidig konkurransefortrinn.

### **Signal Iduna Park (stadion)**

Som vi har snakket om tidligere har Borussia Dortmund nå den største stadion i Tyskland og den syvende største stadion i Europa basert på total kapasitet. Det at de har hatt såpass mange oppgraderinger i moderne tid har ført til store kostnader, men også en økning av inntektene til klubben. Vi kan dermed si at hjemme stadion som en ressurs er med på å skape verdi for klubben. Designet på Signal Iduna Park er unikt, og sammen med dens høye kapasitet så kan vi også argumentere for at denne ressursen er sjelden. Selv om stadion både er stor og vakker så er det slik at alt som kan kjøpes for penger kan imiteres, stadion som en ressurs er altså imiterbar. Dette fører med seg at Signal Iduna Park i bestefall kan føre til et midlertidig konkurransefortrinn for Borussia Dortmund. Det er en ressurs andre klubber også kan tilegne seg, men det er kostbart, samtidig som det å bygge en ny stadion tar mange år i både planlegging og utførelse.

Som vi ser av tabell 3.9, vurderer vi deres beryktede publikum, og deres kultur og historie som klubbens mest solide ressursene. Dette er begge ressurser klubben vet å verdsette, de kan også være med på å gi klubben et varig konkurransefortrinn.

### 3.6 Oppsummering strategisk analyse (SWOT)

Vi har gjennom vår interne og eksterne analyse utarbeidet en samlet strategisk analyse Borussia Dortmund. En SWOT-analyse fungerer som et bindeledd mellom den interne analysen, og den eksterne analysen.

Styrker	Svakheter
<ul style="list-style-type: none"><li>☉ Hjemmepublikum</li><li>☉ Signal Iduna Park</li><li>☉ Kultur og historie</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>☉ Geografisk beliggenhet</li></ul>
Muligheter	Trusler
<ul style="list-style-type: none"><li>☉ Høye inngangs- og utgangsbarrierer</li><li>☉ Oppnå større makt over leverandører</li><li>☉ Økende tilskuertall</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>☉ Høy intern rivalisering blant eksisterende klubber</li><li>☉ Grupper av kunder med stor forhandlingsmakt</li><li>☉ Substitusjonsfare i dagens samfunn</li></ul>

**Tabell 3.2** SWOT-analyse

Tabellen over er en oppsummering av det vi kom frem til gjennom vår SWOT analyse. Den viser faktorer vi anser som klubbens styrker, svakheter, muligheter og trusler.

#### Muligheter

Om vi først ser på mulighetene i fotballbransjen, ser vi at det er en bransje som ikke er veldig konkurranseutsatt på grunn av de høye inngangsbarrierene og utgangsbarrierer som er problemene knyttet rundt det å komme seg ut av bransjen. I tillegg er det viktig å legge til at leverandørene i form av spillerne selv i de fleste sammenhenger har liten forhandlingsmakt. Dette er noe klubben kan dra nytte av når avtaler og kontrakter skal reforhandles og undertegnes. Som en mulighet for klubben synes vi det er hensiktsmessig å dra inn det faktum at både Dortmund og Bundesligaen fortsatt har en jevn årlig økning i sitt tilskuertall. Dette gir klubben muligheter for videre vekst.

#### Trusler

Vi kan så se på truslene innenfor fotballbransjen. Det vi ser på som den største trusselen i denne bransjen er den store interne rivaliseringen som utspiller seg mellom klubbene. Det å

drive en fotballklubb på et internasjonalt høyt nivå er såpass kostbart at de er avhenge av å oppnå resultater for at kostnadene skal dekkes i løpet sesongen. Gjennom vår kalkulasjon har vi kommet frem til at 27% av den gjennomsnittlige inntekten til Borussia Dortmund de siste 10 årene, kommer fra sponsorinntekter (se figur 3.4). Om de sportslige resultatene uteblir kan det føre til at de mister store deler av disse sponsorinntektene, det vil da få store konsekvenser for klubben sin økonomi. Kundene i fotballbransjen er også med på å utgjøre en trussel på grunn av deres store forhandlingsmakt som en gruppe. Grunnen til denne makten er som tidligere nevnt, fordi klubben er avhenge av de pengene kundene legger igjen på stadion hvert eneste år. En annen faktor som er med på å true fotballbransjen i dagens samfunn, er tilgangen til og utvalget av substitutter. I dagens samfunn finnes det mange andre former for underholdningstilbud enn bare fotballkamper, dette kan være med på å dra interessen bort fra fotballen. Dette er alle faktorer som kan være truende for Borussia Dortmund sin fremtidige utvikling.

### **Styrker**

En av Dortmund sine største styrker er helt klart deres fantastiske supporter gruppe, med en supporter kjerne som ofte refereres til som "The Yellow Wall". Klubbens supportere er beryktet i det Europeiske fotballmiljøet for å være blant det beste publikummet i Europa. Det å ha et stort støttende publikum i ryggen er så viktig at vi som tidligere nevnt har valgt å konkludere med at det kan gi klubben et varig konkurransefortrinn. Deres kjente hjemmestadion, Signal Iduna Park, kan også sees på som en styrke for klubben. Det å ha en stor og vakker stadion gir klubben blant annet mulighet til å holde VM kamper og andre store europeiske kamper. En annen ressurs som fungerer som en styrke for klubben er deres historie som strekker seg over 100 år tilbake i tid.

### **Svakheter**

En ressurs vi synes utgjør en svakhet for Dortmund er deres geografiske beliggenhet. De ligger i et område i Tyskland hvor det er tett mellom Bundesligaklubbene, men dette virker enn så lenge ikke å ha noen negativ effekt på tilskuertallet til klubben.

## 4.0 Historisk regnskapsanalyse

Vi er nå ferdig med den strategiske analyse av Borussia Dortmund der vi har sett på Dortmund sin posisjon i bransjen og i forhold til sine konkurrenter. Her kom vi frem til flere funn som vil være viktige for å gjennomføre en presis verdsettelse av selskapet. I denne delen av oppgaven skal vi gå dypt inn i Dortmund sine historiske regnskap, for å avdekke klubben økonomiske posisjon. Vi tar utgangspunkt i årsrapportene som er blitt publisert på klubbens hjemmesider (<http://aktie.bvb.de> «Annual Reports» (2017))

En regnskapsanalyse er en grundig bearbeiding av regnskapsdata for å se på selskapets økonomiske stilling og hvordan deres utvikling har vært de seneste årene. Dette er en sentral del av prosessen når man skal vurdere verdien av et selskap. Målet med selve analysen er å skaffe oss en oversikt over de mest sentrale regnskapspostene i selskapet og avdekke store variasjoner. Vi har valgt å analysere 10 år med regnskap, fordi dette vil gi et godt bilde på den økonomiske utviklingen til klubben. For et selskap i et stabilt marked og med en solid markedsposisjon kunne det vært mer naturlig å velge en kortere tidsperiode. I vårt tilfelle der vi ser på en fotballklubb, kan det ofte være stor variasjon i regnskapstallene dersom vi ser på en kort tidsperiode.

Kunnskapen vi tilegner oss gjennom denne regnskapsanalysen er med på å gi oss relevant kunnskap som skal brukes i fremstillingen av fremtidige prognoser. Vi analyserer konsernet i sin helhet i henhold til oppgaven sin relevans.

#### 4.1 Resultatregnskap 2007-2016

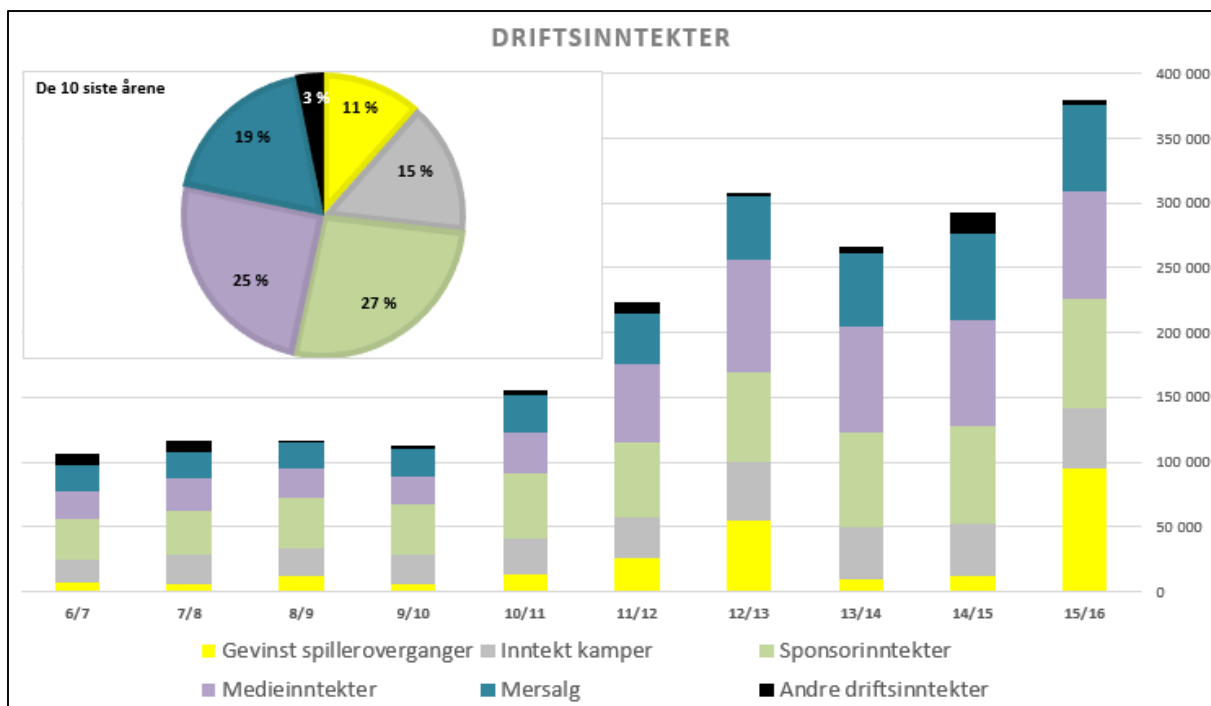
RESULTATREGNSKAP	15/16	14/15	13/14	12/13	11/12	10/11	9/10	8/9	7/8	6/7
Valutakode	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR
Overgangsinntekter	94 998	12 447	9 156	54 847	26 130	12 995	4 932	11 252	5 398	6 767
Inntekt kamper	46 768	39 942	40 528	44 780	31 404	27 679	23 399	22 176	22 591	18 262
Sponsorinntekter	84 644	75 693	72 981	69 251	57 809	49 972	38 863	39 205	33 894	30 549
Medieinntekter	82 564	82 113	81 441	87 612	60 396	32 094	21 091	22 428	26 024	21 250
Mersalg	67 285	65 853	56 629	48 542	39 500	28 738	21 857	19 669	19 652	20 287
<b>Sum salgsinntekter</b>	<b>376 259</b>	<b>276 048</b>	<b>260 735</b>	<b>305 032</b>	<b>215 239</b>	<b>151 478</b>	<b>110 142</b>	<b>114 730</b>	<b>107 559</b>	<b>97 115</b>
Andre driftsinntekter	3 508	16 981	5 227	2 785	7 630	4 307	2 080	2 244	8 716	8 864
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>379 767</b>	<b>293 029</b>	<b>265 962</b>	<b>307 817</b>	<b>222 869</b>	<b>155 785</b>	<b>112 222</b>	<b>116 974</b>	<b>116 275</b>	<b>105 979</b>
Vareforbruk	-25 676	-20 684	-20 312	-17 491	-12 477	-7 658	-4 683	-3 538	-4 707	-3 218
Lønnskostnader	-140 215	-117 932	-107 791	-106 216	-79 923	-61 541	-47 961	-50 013	-45 355	-36 981
Ordinære avskrivninger/nedsk	-50 238	-42 434	-30 679	-22 414	-18 587	-17 534	-17 159	-17 397	-15 501	-13 546
Andre driftskostnader	-127 208	-98 819	-88 727	-96 579	-70 490	-54 144	-42 927	-46 410	-45 306	-36 639
<b>Driftsresultat</b>	<b>36 430</b>	<b>13 160</b>	<b>18 453</b>	<b>65 117</b>	<b>41 392</b>	<b>14 908</b>	<b>-508</b>	<b>-384</b>	<b>5 406</b>	<b>15 595</b>
Annen renteinntekt	122	227	210	94	144	256	41	129	935	1 065
Finansinntekter/kostnader	8	0	27	-13	59	32	75	80	45	13
Annen rentekostnad	-2 226	-7 386	-4 099	-5 162	-5 004	-5 700	-5 785	-5 828	-11 089	-9 595
<b>Resultat før skatt</b>	<b>34 334</b>	<b>6 001</b>	<b>14 591</b>	<b>60 036</b>	<b>36 591</b>	<b>9 496</b>	<b>-6 177</b>	<b>-6 003</b>	<b>-4 703</b>	<b>7 078</b>
Sum skatt	-4 898	-469	-2 621	-8 843	-9 061	-4 096	28	81	759	3 037
<b>Ordinært resultat</b>	<b>29 436</b>	<b>5 532</b>	<b>11 970</b>	<b>51 193</b>	<b>27 530</b>	<b>5 400</b>	<b>-6 149</b>	<b>-5 922</b>	<b>-3 944</b>	<b>10 115</b>
Ekstraordinære inntekter	0	2 058	0	0	0	232	0	0	0	0
Ekstraordinære kostnader	-348	-454	-821	-225	-1 614	0	0	0	0	0
Skatt ekstraordinært	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Årsresultat</b>	<b>29 088</b>	<b>7 136</b>	<b>11 149</b>	<b>50 968</b>	<b>25 916</b>	<b>5 632</b>	<b>-6 149</b>	<b>-5 922</b>	<b>-3 944</b>	<b>10 115</b>
Utbytte	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Konsernbidrag	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Tabell 4.1 Resultatregnskap 2007-2016

Tabellen ovenfor viser resultatregnskapet til Borussia Dortmund de 10 siste årene. Resultatregnskapet ovenfor er konvertert etter norske regnskapsstandarder.

Resultatregnskapene til Borussia Dortmund er opprinnelig utarbeidet etter internasjonale standarder (IFRS) og dataen er uthentet fra klubbens hjemmesider. Tabell 4.1 viser Borussia Dortmund sitt resultatregnskap konvertert og utført etter norske regnskapsstandarder. Det første vi kan legge merke til er at selskapet har de siste 6 årene hatt et positivt årsresultat. Vi ser at de fleste innteks- og utgiftspostene har hatt en økende trend i hele perioden, noe som indikerer at klubben er i utvikling. En veldig interessant post er «annen rentekostnad». Vi ser at rentekostnaden, det selskapet betaler på lån, har blitt betraktelig lavere. Dette indikerer at lånerenten til klubben har falt med årene eller at gjeldsnivået har blitt redusert.





**Figur 4.1** Driftsinntekter Borussia Dortmund

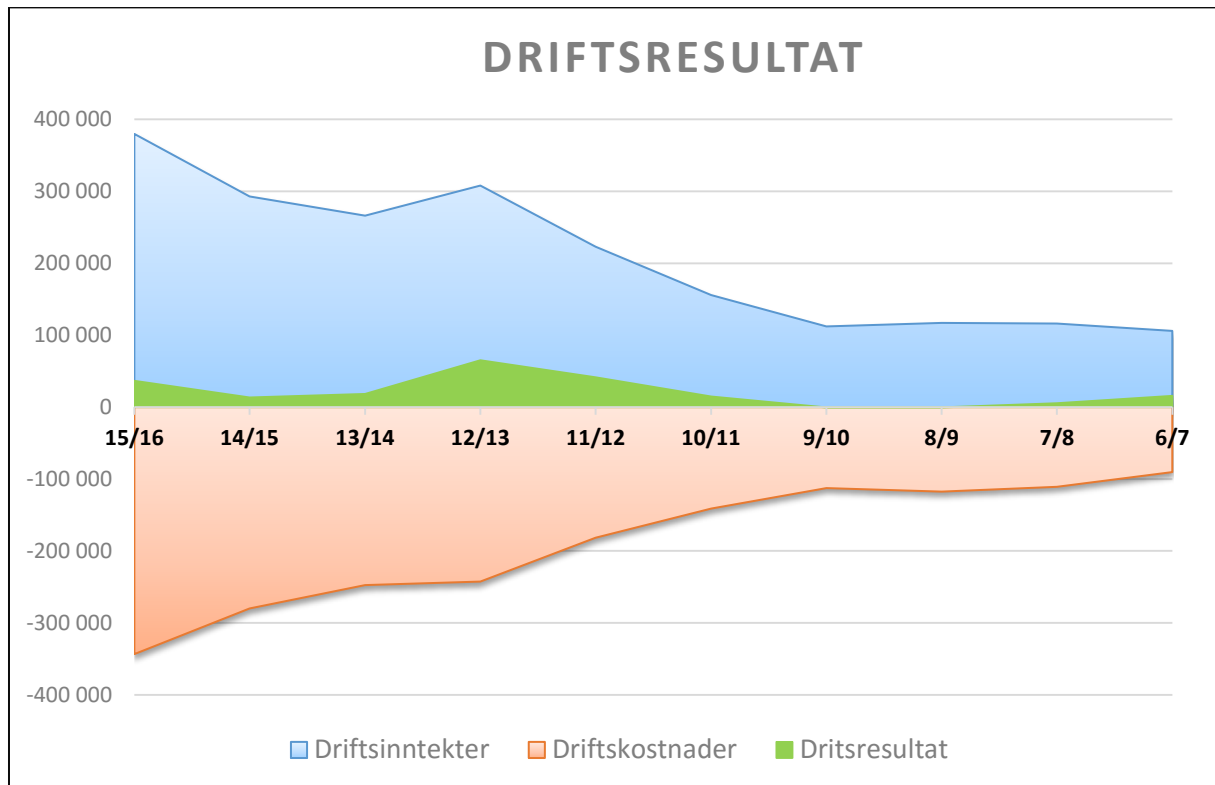
Denne figuren viser fordelingen av Borussia Dortmund sine driftsinntekter på postene gevinst av spilleroverganger, inntekt kamper, sponsorinntekter, medieinntekter, mersalg og andre driftsinntekter gjennom de 10 siste årene.

Videre ser vi at det har vært et variabelt inntekts- og kostnadsnivå. Det største hoppet i driftsinntekter var mellom 2014/2015 til 2015/2016. Her økte driftsinntektene med omtrent € 100 000 000. Vi ser at hovedårsaken til denne økningen er den store økningen i overgangsinntekter. I 2015/2016 forsvant store «stjerner» fra klubben og i den kategorien finner vi blant annet navn som Mats Hummels, Henrikh Mkhitaryan og Ilkay Gündogan (transfermarkt.com. «Borussia Dortmund». 2017). Dersom vi velger å se vekk i fra denne inntektsposten, finner vi at driftsinntektene har hatt en jevn og stort sett positiv økning i denne perioden.

Når vi tar en titt på driftskostnadene i denne perioden legger vi merke til at disse har økt i takt med inntektene. De største endringene i driftskostnader fant sted fra 2012 til 2013 og fra 2015 til 2016. De postene som har forårsaket en stor økning i kostnadene i disse to årene er lønnskostnader og andre driftskostnader. Økningen i lønnskostnader skyldes enten økning i lønninger eller flere ansatte. Borussia Dortmund ønsker å være en internasjonal toppklubb, og dagens konkurranse medfører at spillere og ansatte har veldig høye lønninger. Under andre

driftskostnader finner vi blant annet markedsføring, administrasjon, kostnad knyttet til kamper og overganger. Det er ikke unaturlig at disse postene øker i takt med driftsinntektene.

Med henhold til resultatregnskapet og figur 4.2, så har det vært en fin økning i driftsresultatet. I starten av denne 10-års perioden leverte selskapet et negativt driftsresultat. Dette har endret seg de siste årene og selskapet har de siste 6 årene levert driftsresultat som er godt på plussiden.



**Figur 4.2** Driftsinntekter, driftskostnader og driftsresultat

Denne figuren viser Borussia Dortmund sin utvikling i driftsinntekter, driftskostnader og driftsresultat de 10 siste årene.

## 4.2 Balanseregnskap 2007-2016

BALANSEREGNSKAP	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Valutakode	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR
Spillerkontrakter	64 523	96 082	61 485	28 350	25 655	18 332	20 304	19 402	15 383	14 838
Immaterielle rettigheter	755	258	117	75	94	100	54	7	15	28
Utsatt skattefordel	1 393	1 358	1 439	1 450	1 669	4 916	6 633	6 561	6 495	6 420
<b>Sum immaterielle eiendeler</b>	<b>66 671</b>	<b>97 698</b>	<b>63 041</b>	<b>29 875</b>	<b>27 418</b>	<b>23 348</b>	<b>26 991</b>	<b>25 970</b>	<b>21 893</b>	<b>21 286</b>
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	162 383	161 818	155 116	158 115	162 706	155 746	162 077	168 871	174 830	181 159
Transport, inventar, kontormaskiner	26 040	27 700	29 386	20 267	19 896	14 994	12 108	13 756	14 889	14 326
<b>Sum varige driftsmidler</b>	<b>188 423</b>	<b>189 518</b>	<b>184 502</b>	<b>178 382</b>	<b>182 602</b>	<b>170 740</b>	<b>174 185</b>	<b>182 627</b>	<b>189 719</b>	<b>195 485</b>
Investeringer	302	293	293	266	313	321	339	264	184	189
Obligasjoner og langsiktige fordringer	34 485	1 925	1 347	2 899	38	2 081	684	1 820	357	7 431
<b>Sum anleggsmidler</b>	<b>289 881</b>	<b>289 434</b>	<b>249 183</b>	<b>211 422</b>	<b>210 371</b>	<b>196 490</b>	<b>202 199</b>	<b>210 681</b>	<b>212 153</b>	<b>224 391</b>
Sum varelager	10 158	9 376	5 921	7 543	5 808	2 328	1 788	2 269	1 713	1 724
Kundefordringer	50 182	16 294	11 499	63 542	20 555	14 875	2 942	6 530	23 461	11 801
Kundefordringer på selskap i samme kons	113	168	386	337	123	961	782	1 275	1 389	1 394
Forskudd til leverandører	21 712	4 310	4 416	4 980	2 722	2 216	5 007	6 681	5 576	430
Andre fordringer	777	13 218	3 038	2 055	3 856	3 769	1 346	1 268	4 390	4 505
<b>Sum fordringer</b>	<b>72 784</b>	<b>33 990</b>	<b>19 339</b>	<b>70 914</b>	<b>27 256</b>	<b>21 821</b>	<b>10 077</b>	<b>15 754</b>	<b>34 816</b>	<b>18 130</b>
Kasse/Bank/Post	51 722	53 739	17 852	12 536	5 271	1 087	1 097	654	7 912	13 905
<b>Sum omløpsmidler</b>	<b>134 664</b>	<b>97 105</b>	<b>43 112</b>	<b>90 993</b>	<b>38 335</b>	<b>25 236</b>	<b>12 962</b>	<b>18 677</b>	<b>44 441</b>	<b>33 759</b>
<b>Sum eiendeler</b>	<b>424 545</b>	<b>386 539</b>	<b>292 295</b>	<b>302 415</b>	<b>248 706</b>	<b>221 726</b>	<b>215 161</b>	<b>229 358</b>	<b>256 594</b>	<b>258 150</b>

**Tabell 4.2** Balanseoppstilling – Eiendeler

Denne tabellen viser Borussia Dortmund sitt balanseregnskap på eiendelsiden gjennom de 10 siste årene.

Tabell 4.2 viser eiendelene i balanseoppstillingen til Borussia Dortmund. Verdien på tomter, bygninger og annen fast eiendom er merkverdig høy. Dette henger sammen med at Borussia Dortmund eier selskapet, Westfalenstadion Dortmund GmbH & Co. KG, som er eier av Signal Iduna Park. Dette er en stadion som det er bundet stor verdi til. Under immaterielle eiendeler finner vi blant annet spillerkontrakter. Her ser vi at klubben har hatt en stor økning de siste 10 årene, men en nedgang i det foregående regnskapsåret. Årsaken til dette fallet er at klubben solgte noen av sine beste spillere forrige sesong. Dette medfører også at både langsiktige og kortsiktige kundefordringer har økt. Det kan tenkes at klubben ikke har mottatt hele overgangssummen ved gjennomførelsen av spillersalgene.

Total sett ser vi tydelig at selskapet sine totale eiendeler har hatt en solid jevn økning i denne perioden. Balanseoppstilling viser at Borussia Dortmund sin egenkapital har styrket seg kraftig gjennom denne 10-års perioden. Den største økningen har vært de 3 siste årene hvor vi har vært vitne til mer enn en tredobling av egenkapitalen. Vi ser at forskjellen skyldes en økning i posten «fond for vurderingsforskjeller». Konsern med datterselskaper eller tilknyttede selskaper bruker denne posten for å bokføre positiv forskjell mellom verdi etter egenkapitalmetoden og anskaffelseskost.

BALANSEREGNSKAP	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Valutakode	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR
Annen egenkapital	92 000	92 000	61 425	61 425	61 425	61 425	61 425	61 425	61 425	61 425
Egne aksjer	-113	-114	-116	-119	-122	-127	-135	-138	-140	-142
Fond for vurderingsforskjeller	217 655	193 887	83 606	78 719	31 805	6 002	452	6 646	19 187	24 939
Sum opptjent egenkapital	309 542	285 773	144 915	140 025	93 108	67 300	61 742	67 933	80 472	86 222
Minoritetsinteresser	0	305	334	593	347	326	283	308	332	314
Sum egenkapital	309 542	286 078	145 249	140 618	93 455	67 626	62 025	68 241	80 804	86 536
Andre avsetninger for forpliktelser	1 372	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sum avsetninger for forpliktelser	1 372	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gjeld til kredittinstitusjoner	18 990	24 127	52 281	60 594	62 417	57 345	65 172	65 911	63 596	122 652
Øvrig langsiktig rentebærende gjeld	1 782	1 204	3 701	2 469	2 141	0	500	2 400	7 165	6 124
Sum langsiktig gjeld	20 772	25 331	55 982	63 063	64 558	57 345	65 672	68 311	70 761	128 776
Leverandørgjeld	18 055	22 809	18 165	14 200	9 636	10 525	6 610	10 674	11 835	5 267
Kassekreditt	0	0	0	0	0	2 246	10 026	6 098	0	0
Forskuddsbetalinger	32 517	36 507	41 023	38 268	47 966	49 661	51 147	54 774	55 591	8 165
Betalbar skatt	5 212	803	571	3 448	3 826	3 154	2 957	4 259	4 944	7 901
Skyldig offentlige avgifter	14 265	6 745	10 492	18 539	8 038	9 223	4 853	3 510	13 972	5 638
Annen kortsiktig gjeld	22 810	8 266	20 813	24 279	21 227	21 946	11 871	13 491	18 687	15 867
Sum kortsiktig gjeld	92 859	75 130	91 064	98 734	90 693	96 755	87 464	92 806	105 029	42 838
Sum gjeld	115 003	100 461	147 046	161 797	155 251	154 100	153 136	161 117	175 790	171 614
Sum egenkapital og gjeld	424 545	386 539	292 295	302 415	248 706	221 726	215 161	229 358	256 594	258 150

**Tabell 4.3** Balanseoppstilling – Gjeld og egenkapital

Denne tabellen viser Borussia Dortmund sitt balanseregnskap på gjeld og egenkapital siden gjennom de 10 siste årene

Ut ifra tabell 4.3 finner vi en positiv og betryggende tendens når det kommer til gjeld. Den totale gjelden har jevnlig blitt redusert i løpet av perioden. Selskapet har redusert sin langsiktige gjeld, samtidig som den kortsiktige gjelden har holdt seg stabil gjennom hele perioden. Borussia Dortmund har de siste årene levert gode årsresultat og dette gjenspeiles i at den totale egenkapitalen har hatt en veldig sterk oppsving de siste årene.

#### 4.3 Regnskapsanalyse sammenlignet med andre klubber

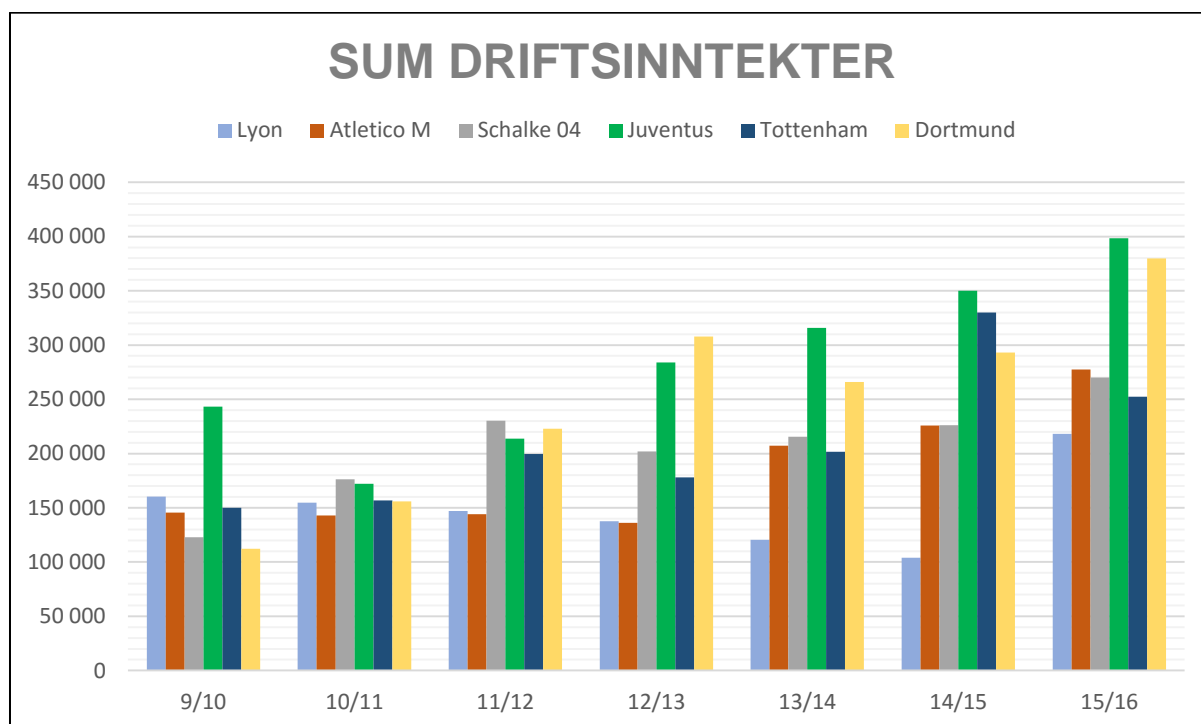
Fotballbransjen er som sagt preget av sterk konkurranse blant de eksisterende klubbene. Vi har derfor valgt å gjøre en regnskapsmessig sammenligning med noen av de store klubbene som befinner seg i bransjen. De utvalgte klubbene er på størrelse med Borussia Dortmund og befinner seg i samme definerte bransje. Vår definerte bransje er som tidligere nevnt de beste tyske klubbene og europeisk fotball, de utvalget befinner seg innenfor disse avgrensningene. Dette er ikke en håndfast avgrensning og hvilke klubber som kan defineres som en europeisk toppklubb kan selvfølgelig diskuteres. De klubbene vi har valgt å ta med for å skaffe et økonomisk innblikk i bransjen er:

- 🏆 **Tottenham Hotspur.** En engelsk fotballklubb som spiller på et øverste nivået i England. Har de siste årene har hatt fin utvikling og etablert seg som en av toppklubbene i Premier League

- ⚽ **Juventus.** En italiensk toppklubb som spiller på det øverste nivået i Italia, Serie A. Har de siste årene vært det suverent beste laget i Italia og gjenreist klubben etter en kampfiksing skandale tidligere på 2000-tallet.
- ⚽ **Schalke 04.** Tysk fotballklubb som konkurrerer med Dortmund i den hjemlige ligaen. Har hatt fin utvikling på de siste årene og er et av toppklubbene i Tyskland.
- ⚽ **Atletico de Madrid.** Spansk toppklubb som har hatt en fantastisk utvikling og vært en trofast deltager i Champions League de siste årene.
- ⚽ **Olympique Lyonnais.** Lyon er en fransk toppklubb som har vært i en nedgangsperiode, men er på vei tilbake til eliten av europeisk toppfotball.

Vi har også valgt å ta med tall fra den hjemlige ligaen, Bundesliga, for å få et bredere innblikk i bransjen.

#### 4.3.1 Driftsinntekter



**Figur 4.3** Driftsinntekter i sammenlignbare klubber

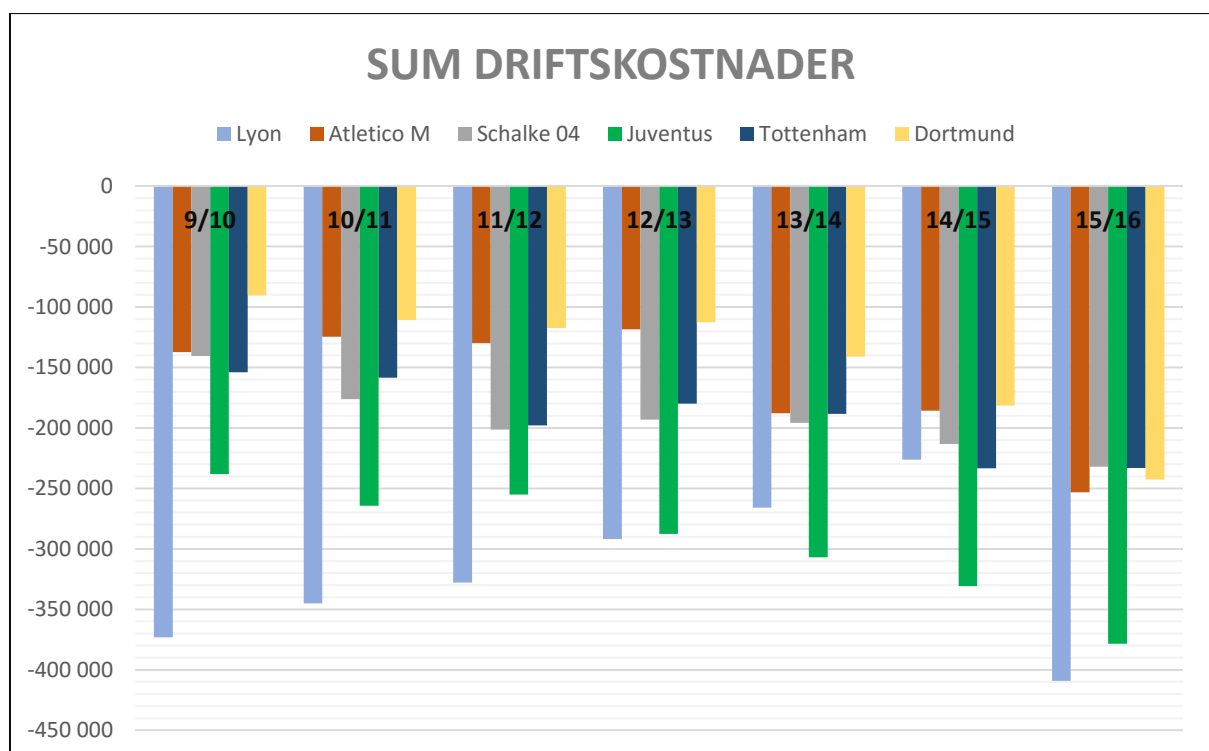
Denne figuren viser et sammendrag av de årlige driftsinntektene til de sammenlignbare klubbene gjennom de 7 siste årene. De sammenlignbare klubbene er Lyon, Atletico Madrid, Schalke 04, Juventus og Tottenham. De gule søylene representerer Borussia Dortmund.

Vi kan se ut fra figur 4.3 at det er Juventus som har hatt de høyeste driftsinntektene over de siste årene. Ved å gå litt dypere inn i regnskapstallene til Juventus, kan vi blant annet se at de

har hatt veldig høye medie- og UEFA-inntekter i forhold til de andre klubbene. Dette er mye av årsaken til de høye driftsinntektene som Juventus innehar. Dette har en sterk sammenheng med de sportslige prestasjonene til klubben. Juventus har de siste årene hatt som tradisjon å kvalifisere seg til sluttspillet i Champions League, noe som innebærer store inntekter.

Dortmund sine driftsinntekter har jevnt over vært økende de siste tre årene, noe som indikerer en fin utvikling. Videre kan vi se på unntakene, 2010-2013, hvor Juventus ikke hadde de høyeste driftsinntektene. De to første årene hadde Schalke de høyeste driftsinntektene, mens i 12/13 toppet Dortmund listen. Nok en gang kan dette forklares med gode sportslige prestasjoner. Schalke 04 nådde helt til semifinale (2010) og kvartfinale (2011) i Champions League, mens Dortmund tapte finalen i 2013. Sportslige prestasjoner og driftsinntekter har uten tvil en stor sammenheng, og dette er gjennomgående for alle de utvalgte klubbene.

#### 4.3.2 Driftskostnader



**Figur 4.4** Driftskostnader i sammenlignbare klubber

Denne figuren viser et sammendrag av de årlige driftskostnadene til de sammenlignbare klubbene gjennom de 7 siste årene. De sammenlignbare klubbene er Lyon, Atletico Madrid, Schalke 04, Juventus og Tottenham. De gule søylene representerer Borussia Dortmund.

Ikke særlig uventet viser det seg at driftskostnadene tilnærmet gjenspeiler driftsinntektene. Det er ikke unaturlig at når klubbene opplever en økning i inntektene, så medfører dette også

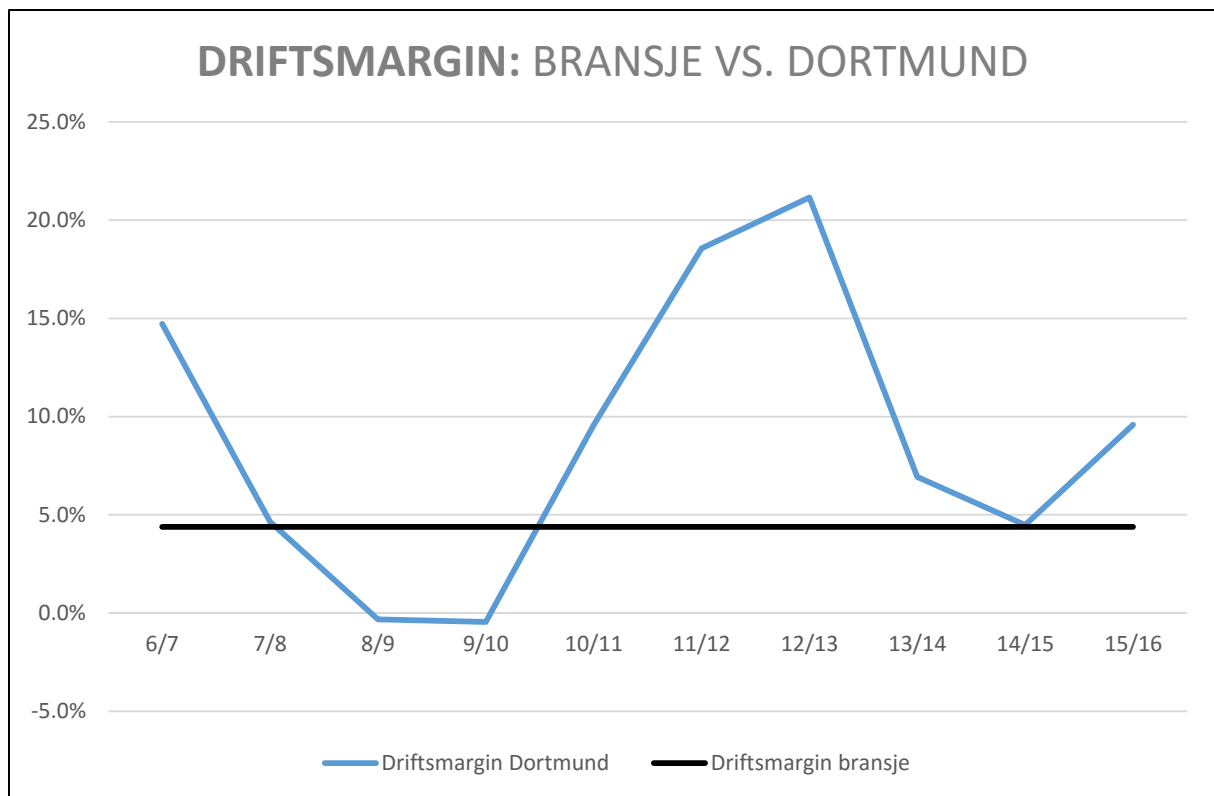
en økning i kostnadene. Figur 4.4 viser at driftskostnadene har vært økende for alle klubbene utenom Lyon. Lyon har hatt fallende driftskostnader de siste 7 årene med unntak av det siste regnskapsåret. Den franske toppklubben har de siste årene hatt tunge sportslige tider, som har ført til en nødvendig kutt av kostnader. Vi ser allikevel at driftskostnadene har økt mye det siste året, noe som tyder på at klubben vil vise økonomiske muskler for å komme tilbake til gammel storhetstid.

Når det gjelder Borussia Dortmund ser vi at driftskostnadene har hatt en jevn utvikling, uten store variasjoner i tidsperioden. Med bakgrunn av at disse klubbene er i stor utvikling, så er det ingen stor overraskelse at driftskostnadene har økt i perioden. Det er ikke uvanlig at fotballklubber opererer uten et overordnet mål om å drive med fortjeneste. Derfor er det ikke uventet at kostnadene er høye og øker over tid.

#### 4.3.3 Driftsmargin

Driftsmargin kan være med på å beskrive lønnsomheten til en bedrift. Desto høyere driftsmarginen i prosent er, jo mer tjener Borussia Dortmund per krone av omsetningen. Vi har regnet ut den årlige driftsmarginen for Dortmund ved å ta driftsresultat/sum driftsinntekter og kommet frem til et gjennomsnitt på 8,9% de siste 10 årene. Dette gjennomsnittet trekkes veldig opp av perioden 2011-2013, hvor Dortmund hadde høye driftsinntekter mye grunnet store overgangsinntekter og solide prestasjoner i Champions League disse årene.

Når vi nå har funnet den gjennomsnittlige driftsmarginen for selskapet, kan vi sammenligne denne med den gjennomsnittlige driftsmarginen i vår utvalgte bransje. Driftsmarginen til de forskjellige lagene varierer i stor grad. I vår gjennomsnittlige driftsmargin har vi valgt å utelate Lyon, siden klubben har i mange år blitt drevet med et negativt driftsresultat. Vi ser først nå i det siste regnskapsåret at de har greid å snu dette til positive tall. Klubbene har ofte høye driftskostnader og dersom de opplever svake sportslige resultater, vil dette føre til svikt i driftsinntektene og dermed et negativt driftsresultat. Med våre gitte forutsetninger ble den gjennomsnittlige driftsmarginen i bransjen 4,4%. Dette er en ganske lav driftsmargin, men ikke utenkelig i og med at fortjeneste ikke er alle fotballklubbers overordnede mål.



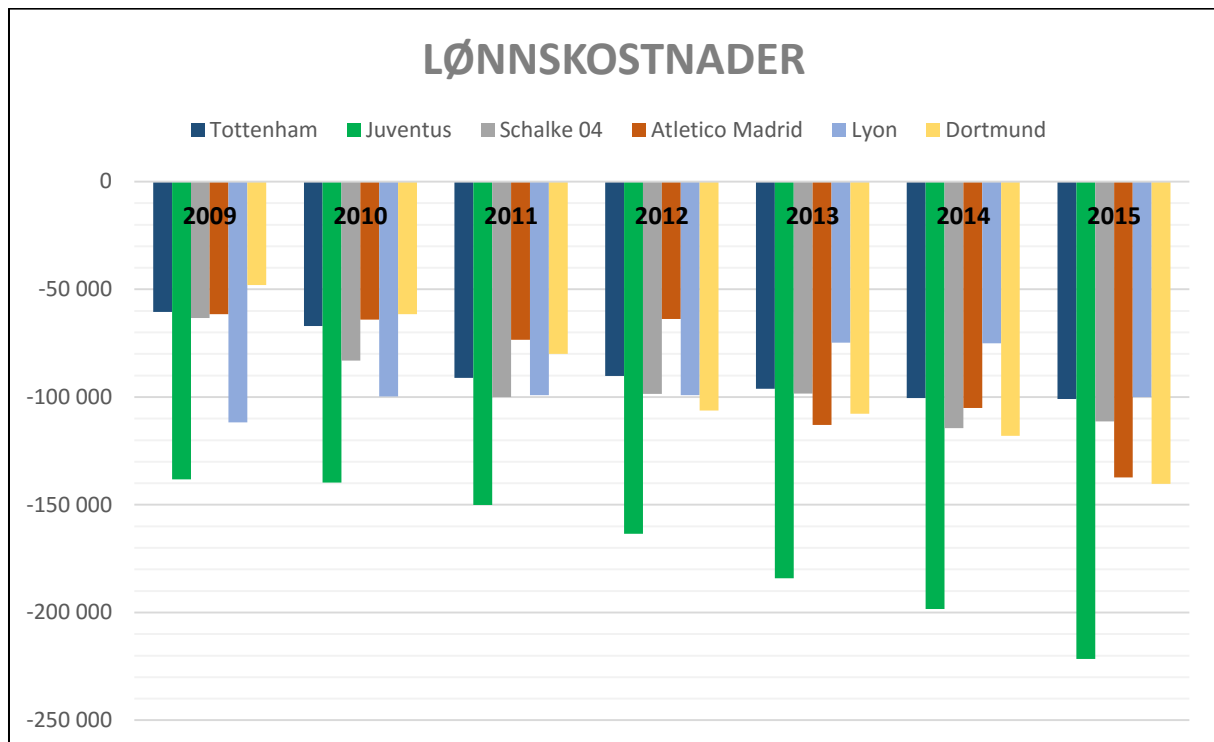
**Figur 4.5** Driftsmargin i bransjen og Borussia Dortmund

Denne figuren er en sammenligning mellom utviklingen i driftsmargin i fotballbransjen og Borussia Dortmund.

Figur 4.5 viser at Dortmund har en driftsmargin som både har vært over og under bransjegjennomsnittet de siste årene. Etter den gode perioden i 2011-2013 ser vi at driftsmarginen har vært mellom 4,5-9,8%. Driftsmarginen har stort sett vært over bransjens gjennomsnitt, men også her i stor grad varierende. Vi ser for oss at den vil nærme seg den gjennomsnittlige driftsmarginen i bransjen etter hvert som klubbens vekst blir mer stabil.



#### 4.3.4 Lønnskostnader



**Figur 4.6** Lønnskostnader i sammenlignbare klubber

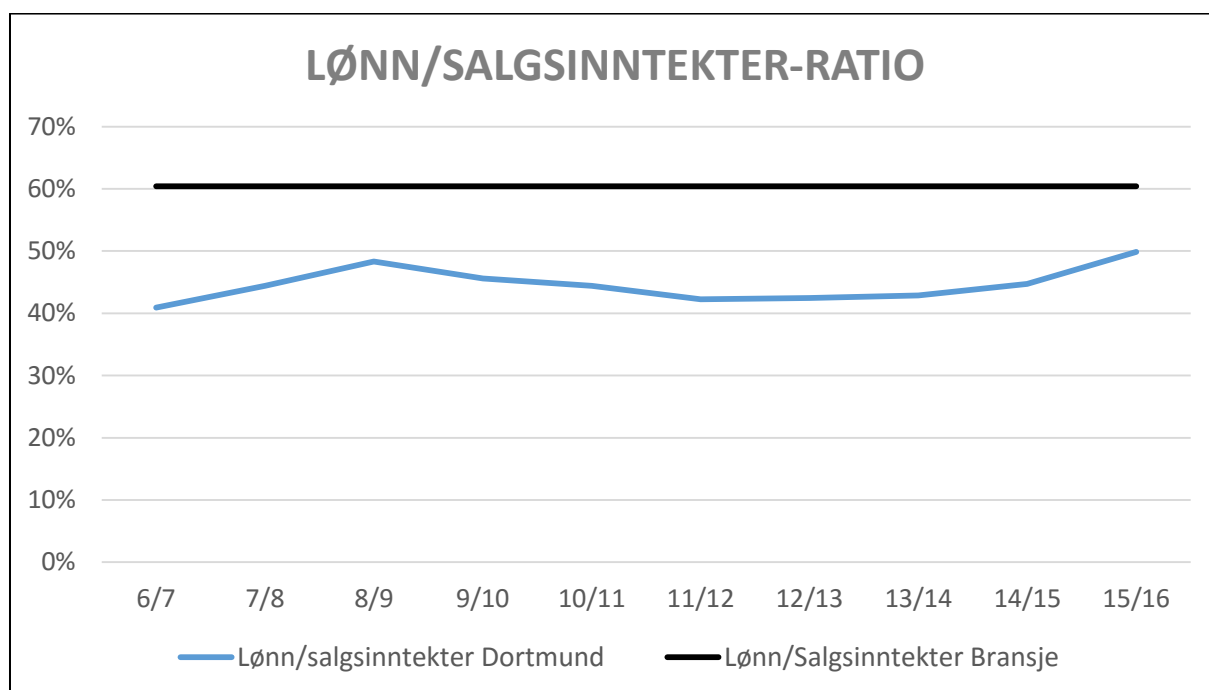
Denne figuren viser et sammendrag av de årlige lønnskostnadene til de sammenlignbare klubbene gjennom de 7 siste årene. De sammenlignbare klubbene er Lyon, Atletico Madrid, Schalke 04, Juventus og Tottenham. De gule søylene representerer Borussia Dortmund.

Det er slik at lønnskostnadene utgjør mye av de totale kostnadene til en klubb, derfor vil det være hensiktsmessig å sammenligne lønnskostnadene til de forskjellige klubbene. Dette er noe som kan være av interesse for investorer og det vil gi en indikasjon på hvordan utviklingen i bransjen er som en helhet. En reduksjon i lønninger kan indikere at klubben sliter og at man derfor ikke burde investere i den.

Som vi ser av figur 4.6 er det klubben Juventus som har hatt de høyeste lønnskostnadene gjennom hele vår analyseperiode. Juventus er et lag som er kjent for å ha og har hatt mange gode spillere som ofte krever høye lønninger. De har i løpet av denne perioden hatt verdensstjerner i troppen som blant annet Paul Pogba, Zlatan Ibrahimovic og Edgar Davids. Dette er bare noen få av mange store navn som har krevd sin del av klubbens lønningsbok. Det er gjennomgående for alle klubbene at lønnskostnadene er relativt høye og har vært svakt økende de siste årene.

Dortmund har på sin side hatt en jevn økning i lønnskostnader i denne perioden, noe som også reflekterer bransjen sin utvikling de siste årene. Vi kan altså si at Dortmund følger bransjen sin utvikling. Lønnsnivået til Dortmund ligger også rundt det nivået de sammenlignbare selskapene ligger på. Dortmund hadde fra 2014-2015 en lønnsøkning på 19,6%, dette er en ganske høy økning. En anerkjent rapport fra Deloitte, publisert i 2016, viser at den gjennomsnittlige økningen i lønnskostnader i Bundesligaen dette året lå på 11%. De ligger da altså godt over gjennomsnittet, uten at det skaper noe grunnlag for bekymring.

En ratio som kan være interessant å ta en titt på er lønnskostnader i forhold til salgsinntekter. Fotballbransjen er en tjenestebasert bransje som tilbyr underholdningstjenester til sine kundegrupper og forholdstallet viser hvor mye av salgsinntektene som går til lønninger. Dette kan avdekke noe om den økonomiske utviklingen til en klubb og kan enkelt sammenlignes med andre klubber. Menneskelige ressurser er i fokus og dette skaper høye lønnskostnader. Figur 4.7 viser at Dortmund har et veldig lavt lønnsnivå i forhold til vår utvalgte bransje. Dette er positive indikasjoner som tilsier at klubben har en fornuftig tilnærming til lønnskostnader. Vi ser at dette forholdet har vært relativt konstant over mange år på et nivå mellom 40-50%, noe som er svært viktig for å oppnå fremtidig økonomisk suksess.



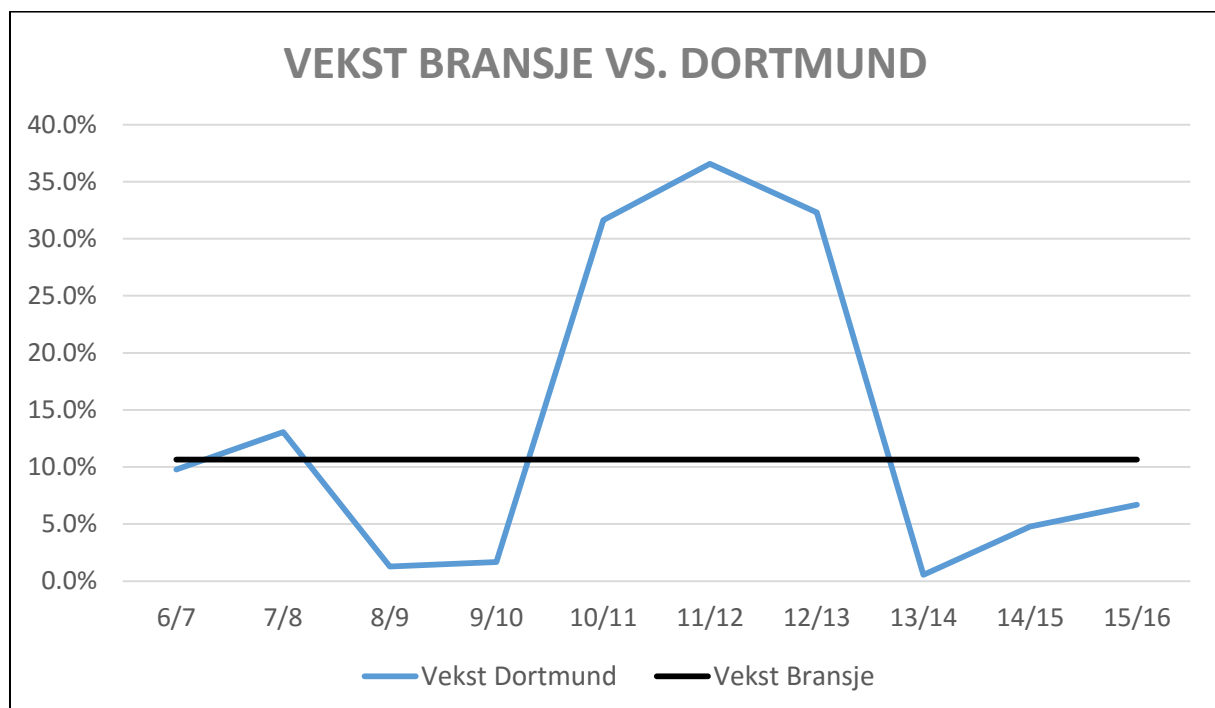
**Figur 4.7** Lønn/salgsinntekter-ratio

Denne figuren viser utviklingen i lønn i forhold til salgsinntekter i Dortmund, og lønn i forhold til salgsinntekter i vår avgrensede bransje gjennom de 10 siste årene.

#### 4.4.5 Vekst

For å beregne den gjennomsnittlige veksten i bransjen, har vi tatt en titt på veksten i salgsinntektene i vår utvalgte bransje. Vi har valgt å ekskludert posten «gevinst ved spillersalg», for å få et riktig bilde på hvordan veksten i salgsinntekter har vært. Grunnen til dette er at denne posten varierer i stor grad og kan gi et feil bilde på hvordan den økonomiske situasjonen til klubbene faktisk er. Vi har kommet frem til en årlig, gjennomsnittlig vekst på 10,7%. Dette er en solid vekst og vi kan konkludere med at klubbene har hatt en god utvikling. Vi regnet deretter ut veksten til Dortmund over en litt lenger periode og fant en gjennomsnittlig vekst på rundt 13,8%. Dortmund ligger altså over gjennomsnittet til bransjen. Dette indikerer at Dortmund er i en større utvikling enn de sammenlignbare klubbene.

Her er det også verdt å merke seg at Dortmund har hatt en varierende vekst. Det siste årene har veksten variert fra en oppgang på 0.6% til så høyt som 36,6% i 2011/2012 sesongen. Dette viser at salgsinntektene til Dortmund er relativt ustabile og kan varere mye fra år til år. Analysene stemmer godt overens med fotballbransjen generelt, hvor vi ofte ser en stor variasjon i inntektene. Inntektene har som nevnt tidligere en sterk sammenheng til de sportslige prestasjonene.



**Figur 4.8** Vekst i bransje og Borussia Dortmund

Denne figuren viser den gjennomsnittlige veksten i vår avgrensede bransjen i forhold til Dortmund sin vekst gjennom de 10 siste årene.

## 5.0 Prognose

Fremtidsprognosen vi har laget bygger på det vi har kommet frem til gjennom vår strategiske analyse, i tillegg til hvordan utvikling vi har sett gjennom utarbeidelsen av vår historiske analyse av regnskapstallene til Borussia Dortmund. Vår prognosemodell er basert på en top-down modell, hvor vi ser på noen sentrale punkter i regnskapet og fra andre analyser, og lager en prognose ut ifra dette. Hadde vi hatt informasjon fra innsiden av selskapet, kunne vi gjort det som kalles en bottum-up modell. Disse er de mest detaljerte modellene, hvor man går dypt ned i materien og kan gi en mer presis verdivurdering. Dessverre er dette informasjon vi ikke har tilgang til. Her skal vi se på hvordan vi mener utviklingen i inntekter, kostnader, og arbeidskapital vil utvikle seg de kommende årene.

### 5.1 Tidshorisont

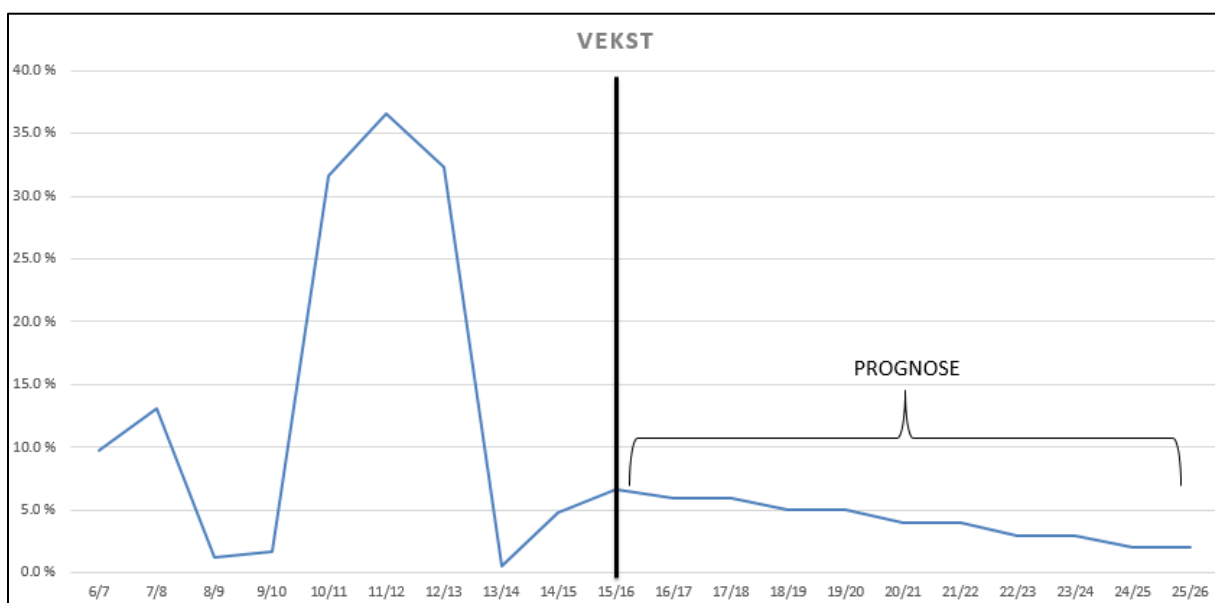
Når man skal lage en fremtidsprognose, så må man avgrense det innenfor en bestemt tidshorisont. Valg av tidshorisont er viktig for å kunne lage et fornuftig verdiestimat, fordi vi skal kunne gi en presis prediksjon av den fremtidige utviklingen til selskapet. Vi har kommet frem til at vår fremtidsprognose skal være på 10 år frem i tid. Prognosen vil da være helt frem til sesongen 2025/26. Dette valget er også tatt med grunnlag i at vår foreleser i faget Verdsettelse ved HIOA, Helge Nordahl, har uttalt gjennom sine forelesninger at 10 år er en fornuftig lengde på en prognose. Tidshorizonten er lang nok til at man får med seg de eventuelle svingningene som kan oppstå i en bransje, men samtidig ikke lenger enn at det blir umulig å predikere utviklingen til klubben.

### 5.2 Vekst

For å lage en prognose for veksten til Dortmund ser ut, så har vi valgt å se på veksten i salgsinntekter. Fra resultatregnskapet så ser vi at vi har en egen post for gevinst ved spillersalg. Dette er en post som er veldig varierende og veldig vanskelig å si hvordan vil utvikle seg i fremtiden, det er ingen som vet hvilke spillere en klubb vil selge de neste årene og hvor mye de vil selges for. Vi har derfor valgt å ekskludere denne posten ved beregningen av den fremtidige veksten i salgsinntekter. Gjennom vår historiske analyse så kom vi, som tidligere nevnt, frem til en gjennomsnittlig vekst de siste 10 årene på 13,8%. Klubben har de siste 10 årene vært i stor utvikling og er i ferd med å feste en posisjon blant Europas største fotballklubber. Det høye gjennomsnittet drives opp av at klubben opplevde en enorm vekst i perioden fra 2011-2013.

I vår prognose for de neste 10 årene har vi valgt å sette den evige veksten på 2%. Vi er kanskje litt pessimistisk med på hva gjennomsnittet i bransjen er i dag. Mye av årsaken til at vi har valgt denne veksten er at det vil være fornuftig å anta at denne store veksten vil avta ettersom at klubben blir større. Vi tar også hensyn til forsiktighetsprinsippet, som handler om at man skal være forsiktig ved å sette for høye verdier i en prognose. Derfor antar vi at Dortmund sin vekstfaktor i inntekter vil avta fra 6% til 2% på langt sikt. Når vi videre skal se på prognosen for driftsinntekter vil man få en dypere forståelse for hvorfor vi velger denne veksten.

Vi finner også støtte for denne prosentsetsatsen på bakgrunn av vår analyse av bransjen, hvor vi kom frem til at tilskuerantallet i Tyskland og Bundesligaen fortsatt er stigende. Dette indikerer videre vekst blant de store tyske klubbene. Vekst er, som alt annet, vanskelig å forutsi med stor grad av sikkerhet. Desto lenger frem i tid vi skal forutsi vekst, desto vanskeligere blir det. I alle tilfeller vil det da åpne seg rom for feilvurderinger. Derfor vil vi senere analysere veksten i en sensitivitetsanalyse.



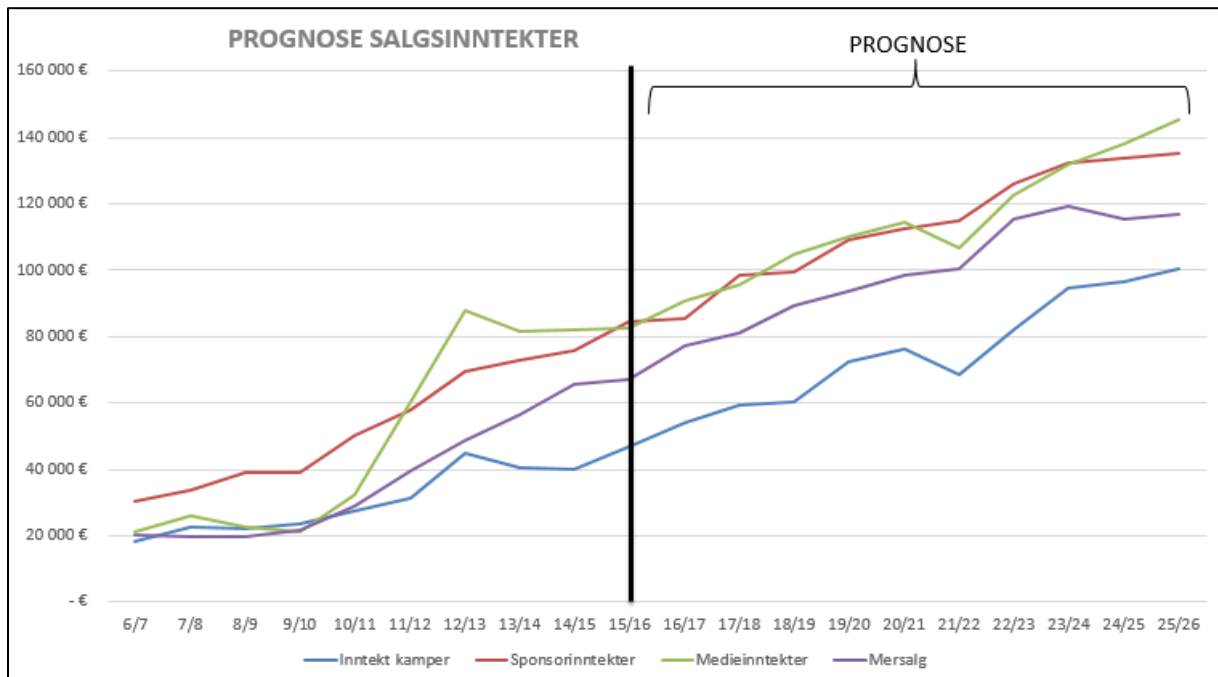
**Figur 5.1** Historisk og prognostisert vekst

Denne figuren viser utviklingen til Borussia Dortmund sin vekst de siste 10 årene, samt hvordan vi mener veksten vil utvikle seg de kommende årene.

### 5.3 Inntekter

Vi kan dele driftsinntektene til Dortmund inn i tre forskjellige hovedposter: Salgsinntekter, gevinst ved salg av spillere og andre driftsinntekter. Under salgsinntektene finner vi inntekt fra mersalg, billetter, sponsorer og medier. Disse postene er mer forutsigbare enn de to andre

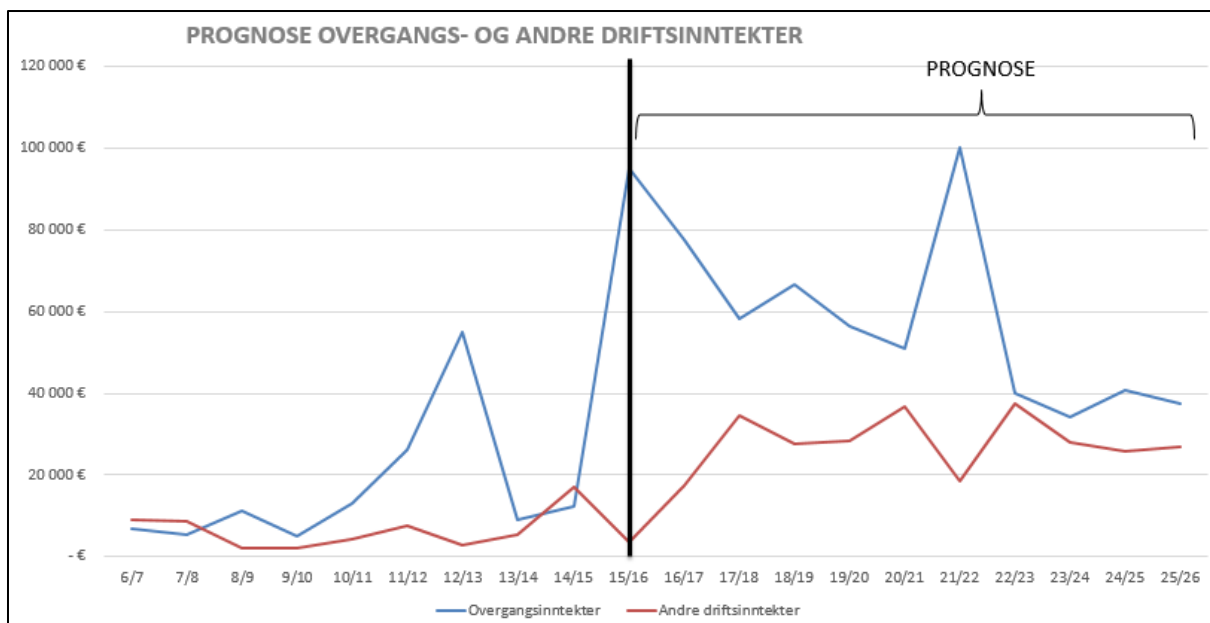
hovedpostene, siden det er enklere å predikere et mønster ut ifra historiske regnskapstall og den strategiske analysen. Gevinst ved salg av spillere og andre driftsinntekter varierer i stor grad fra år til år, mye på grunn av de sportslige prestasjonene.



**Figur 5.2** Historiske og prognostiserte salgsinntekter

Denne figuren viser utviklingen til Borussia Dortmund sine salgsinntekter de siste 10 årene, samt hvordan vi mener salgsinntektene vil utvikle seg de kommende årene.

Figur 5.2 viser de historiske og prognostiserte salgsinntektene fra perioden 2007-2026. Vi ser fra de historiske regnskapstallene at det har vært en relativt jevn økning i alle salgsinntektene. Noen unntak finnes det og vi ser blant annet en stor oppgang i salgsinntektene i 12/13-sesongen. Dette henger, som tidligere nevnt, sammen med de gode sportslige prestasjonene. Prognosen viser en jevn økning over de 10 neste årene, men med noen unntak. Det er vanskelig å forutse de sportslige prestasjonene til en fotballklubb med tanke på den harde konkurransen, men i enkelte år vil klubben sannsynligvis møte litt motgang. Dortmund er en klubb med store ambisjoner og med denne predikerte utviklingen, så vil klubben om 10 år være på størrelse med Manchester United slik de er i dag. Dette er ikke helt utenkelig når tenker såpass langt frem i tid og med tanke på hvor store økonomiske midler som blir investert inn i den moderne fotballbransjen.



**Figur 5.3** Historisk og prognostisert overgangs- og andre driftsinntekter

Denne figuren viser utviklingen i Borussia Dortmund sine overgangs- og andre driftsinntekter de siste 10 årene, samt hvordan vi mener de vil utvikle seg fremover.

Figur 5.3 gir en oversikt over de historiske og prognose regnskapstall for overgangsinntekter og andre driftsinntekter. Under andre driftsinntekter finner vi i hovedsak forsikringsmidler dersom klubben ikke skulle greie å kvalifisere seg til Champions League. Begge disse to postene vil variere i stor grad og det vanskelig å gi en god prediksjon. De toppunktene vi ser i grafen for overgangsinntekter henger selvfølgelig sammen med at klubben har solgt noen av sine beste spillere for store summer. Vi tror at overgangsinntektene vil fortsette å være relativt høye over tid, siden overgangssummene i dagens fotballbransje er utrolig høye. Dortmund, som alle andre klubber, bytter ofte ut spillere og salg av en eller to spillere kan innebære slike summer. Summen av inntekstpostene i denne delen gjenspeiler den veksten i inntektene vi har brukt i DCF-modellen, som vi senere skal ta en titt på.

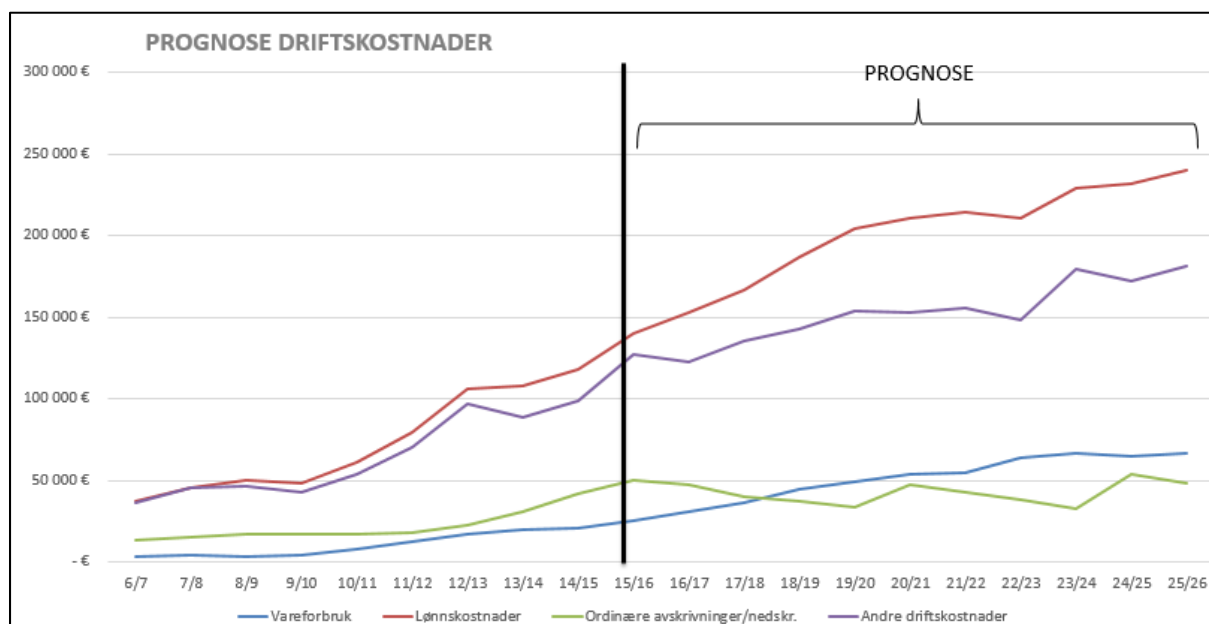
	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25	25/26
Inntekt kamper	94 998	53 783	59 162	60 345	72 414	76 034	68 431	82 117	94 435	96 323	100 176
Sponsorinntekter	46 768	85 490	98 314	99 297	109 227	112 504	114 754	126 229	132 541	133 866	135 205
Medieinntekter	84 644	90 820	95 361	104 898	110 142	114 548	106 530	122 509	131 697	138 282	145 196
Mersalg	82 564	77 378	81 247	89 371	93 840	98 532	100 502	115 578	119 045	115 474	116 629
Overgangsinnt.	67 285	77 541	58 156	66 558	56 574	50 917	100 252	40 101	34 086	40 903	37 631
Andre driftsinnt.	3 508	17 540	34 467	27 573	28 247	36 726	18 363	37 563	28 016	25 768	26 792
<b>Sum inntekter</b>	<b>379 767</b>	<b>402 553</b>	<b>426 706</b>	<b>448 042</b>	<b>470 444</b>	<b>489 261</b>	<b>508 832</b>	<b>524 097</b>	<b>539 820</b>	<b>550 616</b>	<b>561 628</b>
Vekst		6.0 %	6.0 %	5.0 %	5.0 %	4.0 %	4.0 %	3.0 %	3.0 %	2.0 %	2.0 %

**Tabell 5.1** Prognose for sum inntekter

Denne tabellen viser de prognostiserte inntektene (i millioner euro) fordelt på de ulike postene for hvert år. Summen av disse postene er inntektene vi har brukt i DCF-modellen senere i oppgaven.

## 5.4 Kostnader

Når det gjelder å lage prognose for driftskostnadene til Dortmund, så er dette til gjengjeld litt enklere enn ved inntektene. Driftskostnadene blir inndelt i vareforbruk, lønnskostnader, ordinære avskrivninger/nedskrivninger og andre driftskostnader. Omtrent 80% av de totale kostnadene til Dortmund er knyttet til lønnskostnader og andre driftskostnader i vår prognose. Lønnskostnadene til Dortmund har lagt på et relativt stabilt nivå i forhold til salgsinntektene og vi antar dette videre i vår prognose. Andre driftskostnader er vanskelig å predikere og her finner vi blant annet poster som kostnader knyttet til kamp, spillerkjøp, administrasjon, reklame osv.



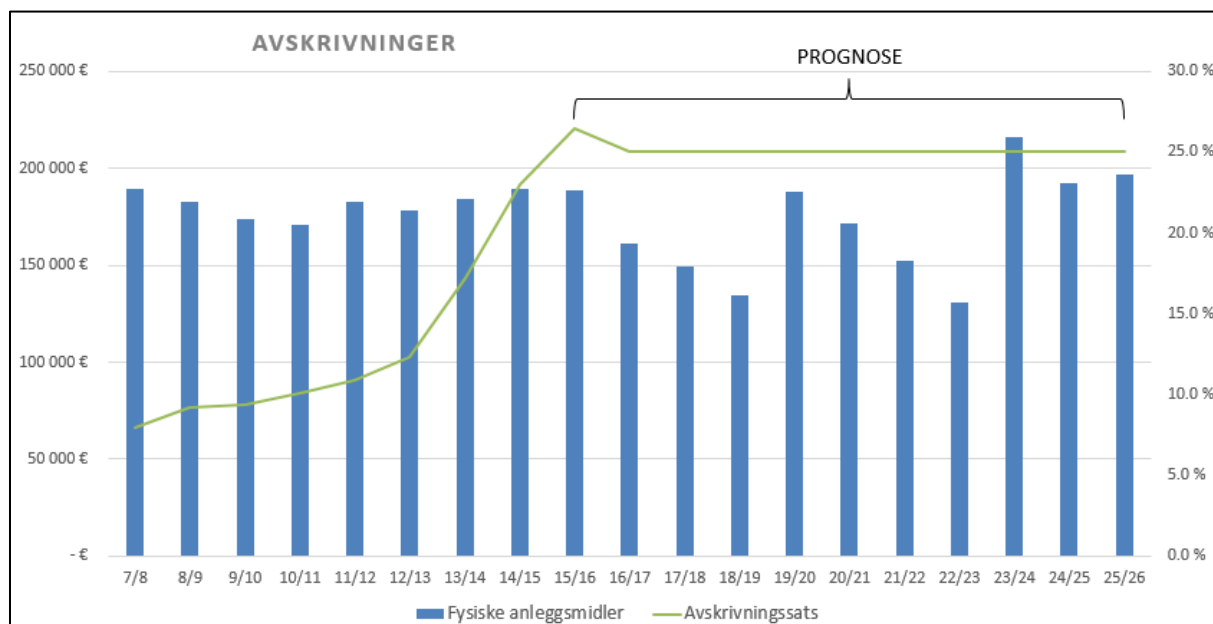
**Figur 5.4** Historiske og prognostiserte driftskostnader

Denne figuren viser utviklingen i Dortmund sine driftskostnader de siste 10 årene, samt hvordan vi mener de vil utvikle seg de fremtidige 10 årene.



Figur 5.4 viser utviklingen i kostnadene til Dortmund historisk sett og prognosen for de fremtidige 10 årene. Historisk sett ser vi at det har vært en jevn økning i alle postene og etter hvert som klubber vokser, vil kostnadene øke i takt. Vi har prognostisert at lønnskostnadene vil ligge et sted rundt 50% av salgsinntektene, noe som er et fornuftig forholdstall for å opprettholde en sunn drift av klubben. Andre driftskostnader har hatt en tendens til å følge utviklingen til lønnskostnadene, men siden poster som spillerkjøp er vanskelig å forutse vil nok disse kostnadene være i større grad varierende.

Vareforbruket antar vi at vil øke i takt med mersalget og derfor ha en jevn økende trend over hele perioden. Når det gjelder avskrivninger har gjort noen forenklinger i prognosedelen. Figur 5.5 gir en oversikt over de historiske og prognostiserte avskrivninger for Dortmund i analyseperioden. De fysiske anleggsmidlene varierer av å utgjøre mellom 25-40% av inntektene, mens avskrivningssatsen har vi satt til 25% i overskuelig fremtid. Vi har valgt å forenkle denne posten, i og med at den er veldig vanskelig å forutsi. Historisk sett har den gjennomsnittlige avskrivningssatsen vært 14%, men vi antar at denne satsen vil øke litt. Derfor antar vi at en avskrivningssats på 25% vil være en rimelig antagelse for de kommende årene. Små feilmarginer i denne posten vil heller ikke ha store utslag på vår estimerte sluttverdi.



**Figur 5.5** Historiske og prognostiserte avskrivninger

Denne figuren viser hvordan avskrivningene til Dortmund har fordelt seg de 10 siste årene, samt hvordan vi mener de vil utvikle seg fremover

Vi finner at driftskostnadene til Dortmund vil øke i takt med driftsinntektene. Tabell 5.2 viser summen av kostnadene som vi vil bruke i DCF-modellen vår.

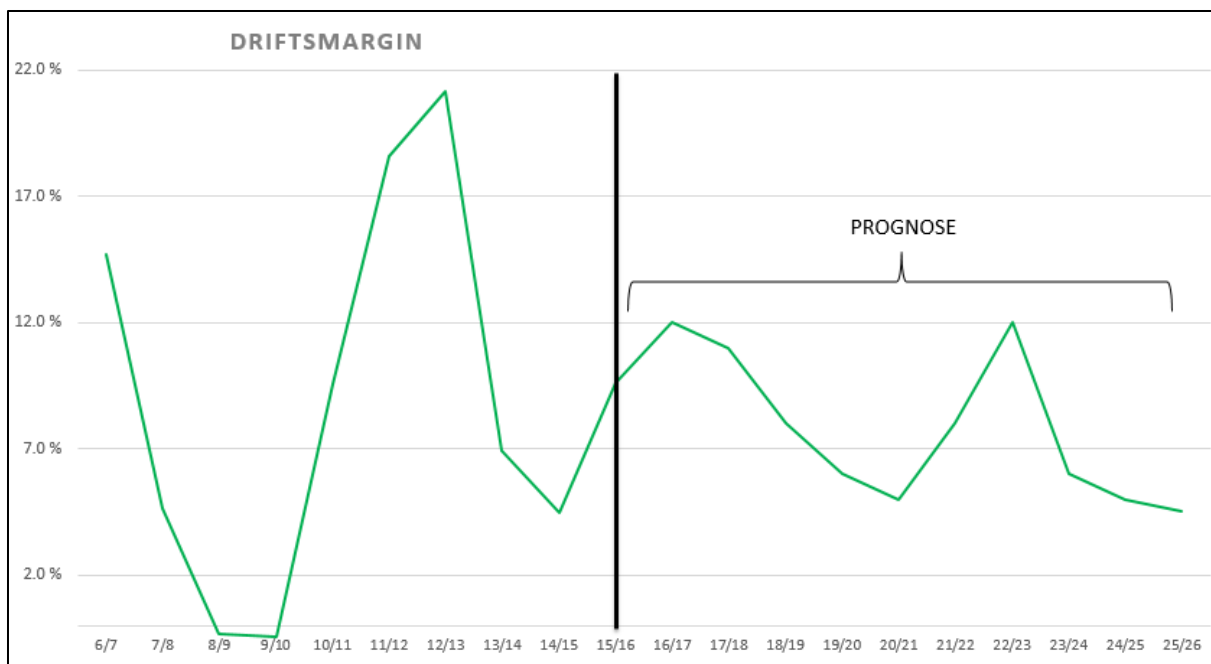
	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25	25/26
Lønnskostnader	153 202	167 042	186 955	204 630	211 037	214 619	210 902	228 859	231 973	240 000
I % av salgsinnt.	49.8 %	50.0 %	52.8 %	53.1 %	52.5 %	55.0 %	47.2 %	47.9 %	47.9 %	48.3 %
Vareforbruk	38 689	42 248	45 579	47 858	50 251	51 256	56 633	57 142	57 737	59 481
Avskrivninger	47 106	40 255	37 337	33 603	47 044	42 810	38 162	32 756	53 982	48 179
Andre driftskostn.	115 250	130 223	142 326	156 125	156 466	159 439	155 508	188 674	179 393	188 695
<b>Sum kostnader</b>	<b>354 246</b>	<b>379 769</b>	<b>412 198</b>	<b>442 216</b>	<b>464 799</b>	<b>468 125</b>	<b>461 206</b>	<b>507 431</b>	<b>523 085</b>	<b>536 355</b>

**Tabell 5.2** Prognose for sum kostnader

Denne tabellen viser de prognostiserte kostnadene (i millioner euro) fordelt på de ulike postene for hvert år. Summen av disse postene er kostnadene vi har brukt i DCF-modellen senere i oppgaven.

## 5.5 Driftsmargin

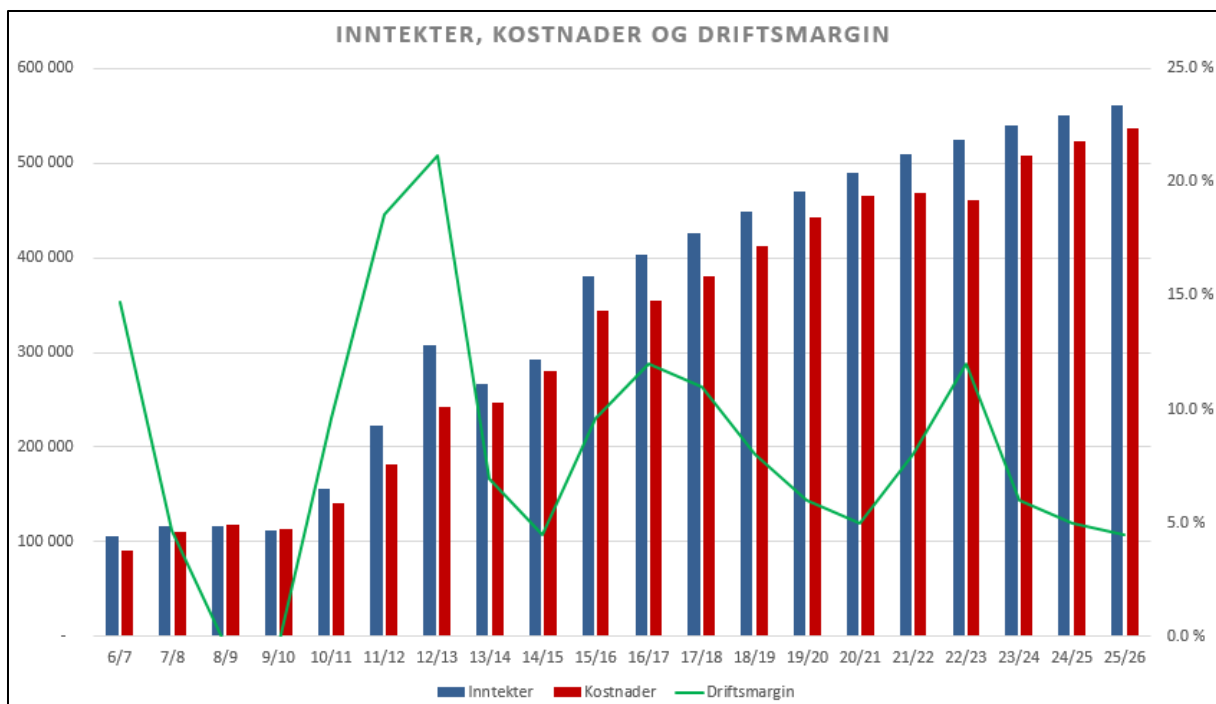
Vi tenker at driftsmarginen på lenger sikt vil gå ned mot vårt estimerte gjennomsnitt for bransjen grunnet endringene som kan oppstå. Som vi har nevnt tidligere har vi kommet frem til at en gjennomsnittlige driftsmarginen i vår bransje (uten Lyon) på 4,4%. Driftsmargin til Dortmund har de siste 10 årene hatt et gjennomsnitt på 8,9%. Den fremtidige driftsmarginen til Dortmund har vi dermed gradvis endret ned mot 4,5%. Dette er et nivå vi mener er en fornuftig antagelse av hvor driftsmarginen til Dortmund vil ligge på om 10 år. Denne kunne muligens vært satt høyere, men ut ifra det vi anser som usikre framtidsutsikter\_så har vi valgt 4,5%. I sensitivitetsanalysen kommer vi tilbake til scenarioet der vi endringer på driftsmarginen, for å se hvor mye denne påvirker verdien av klubben



**Figur 5.6** Historisk og prognostisert driftsmargin i %

Denne figuren viser hvordan driftsmarginen til Dortmund har vært de siste 10 årene, samt den prognosen for de fremtidige 10 årene.

Figur 5.6 viser den historiske og prognostiserte driftsmarginen til Dortmund. Vi tenker oss at driftsmarginen vil variere i ganske stor grad og i begge retninger. Vi har predikert at driftsmarginen vil være svakt synkende etter det første året, før den igjen får en oppgang. Denne oppgangen kan eksempelvis skyldes salg av spillere, en post som er vanskelig å forutse. I fra år 22/23 tror at driftsmarginen vil bevege seg mot 4,5% etter hvert som klubben vokser. Vi antar at de totale kostnadene vil øke og Dortmund selger kanskje ikke sine aller beste spillere lenger, for at klubben skal kunne opprettholde en posisjon blant Europas toppklubber. Figur 5.7 oppsummerer inntekter, kostnader og driftsmargin. Det viser utviklingen til Dortmund fra årene som har vært, men også prognosen for de kommende årene.



**Figur 5.7** Oppsummering av inntekter, kostnader og driftsmargin

Denne figuren er en oppsummering av inntektene, kostnadene og driftsmarginen de siste 10 årene, samt prognosene for de fremtidige 10 årene. Disse tallene vil bli brukt i DCF-modellen.

## 5.6 Skatt

Det kan være store forskjeller på skatten et selskap faktisk betaler, og det man skulle kunne forvente. Vi skiller mellom to ulike typer skattesatser:

- **Nominell skatt:** Dette er utgangspunktet for hvor mye skatt selskapet skal betale av det skattemessige overskuddet.
- **Effektiv skattesats:** Dette er den skattesatsen man får ved å dele betalbar skatt på regnskapsmessig resultat før skatt og er det selskapet faktisk betaler i skatt.

Den nominelle skattesatsen til Borussia Dortmund har lagt et sted mellom 31,6-39,9% i de historiske regnskapene. Dagens nominelle skattesats klubben benytter seg av er 32,8%, men historisk sett betaler de langt mindre skatt. Den effektive skattesatsen har variert mye historisk sett, men gjennomsnittet har vært 18,4% i analyseperioden. Ofte er det slik at store konsern har lavere skattekostnader enn de mindre selskapene. Årsaker til dette kan være mange, men eksempelvis kan det skyldes store skattefradrag eller at klubben akselerer avskrivningene på eiendeler for å betale mindre skatt på disse. Litt forenklet så har vi valgt å bruke den gjennomsnittlige effektive skattesatsen på 18,4% for hele prognoseperioden. Den

fremtidige effektive skattesatsen vil uten tvil variere, men det er ikke utenkelig at gjennomsnittet av de fremtidige 10 årene vil ligge et sted rundt dette. Figur 5.8 illustrerer historisk og prognostisert skattesats.



**Figur 5.8** Historisk og prognostisert effektiv skattesats

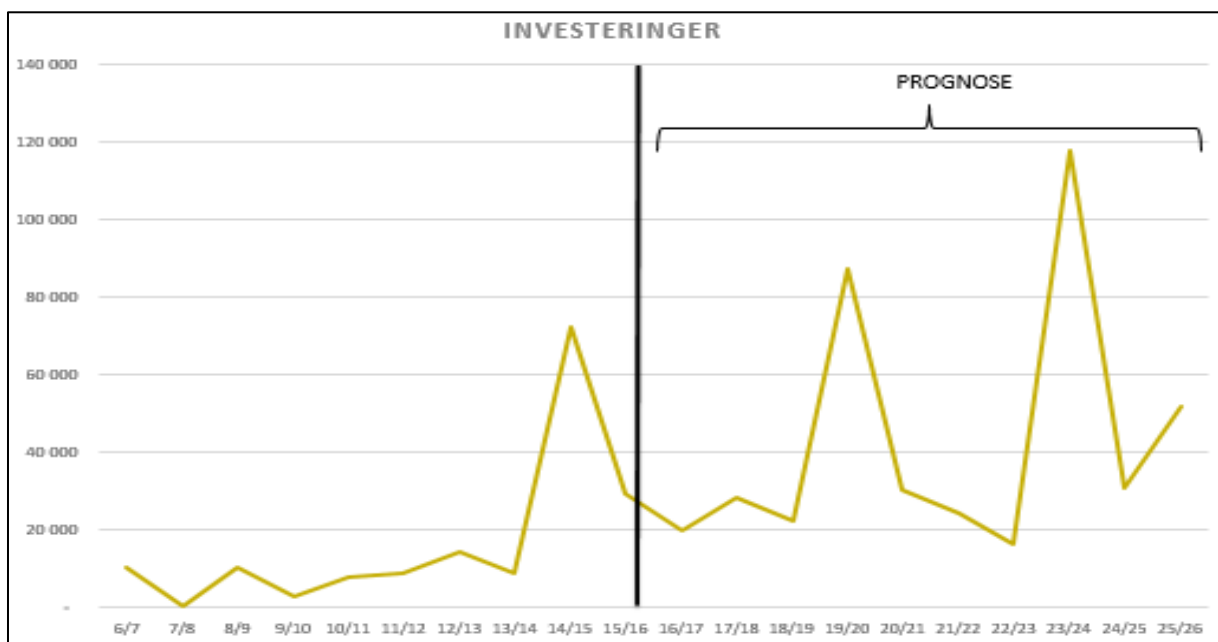
Denne figuren viser hvordan skattesatsen har variert de siste 10 årene, samt hvordan vi mener den vil utvikle seg de kommende årene.

## 5.7 Investeringer

Når vi tenker på investeringer i en fotballklubb relaterer man ofte dette med kjøp av spillere, men sammenhengen mellom kjøp av spillere og investeringer er kanskje ikke helt slik man forestiller seg. Investeringer som klubben foretar seg knyttes mer opp mot de immaterielle verdiene fremfor selve overgangssummen. En stor del av de immaterielle eiendelene er spillerkontrakter og når Dortmund kjøper eller selgere spillere, vil den bokførte verdien av spillerkontrakter påvirkes. Hvis vi ser på regnskapsåret 2014/2015 ser vi at investeringene hadde et toppunkt før de falt ned på omtrent det samme nivået. En økningen i de immaterielle eiendelene i form av spillerkontrakter var årsaken til dette hoppet. Det betyr at klubben har investert i en eller flere spillere som førte til at den bokførte verdien av spillerkontrakter økte betraktelig.

Fotballklubber har i likhet med mer ordinære selskaper eiendeler som bygninger, tomter, og inventar. Dortmund eier blant annet sin egen stadion, Signal Iduna Park, som det knyttes store

verdier til. Figur 5.9 viser både de historiske og prognostiserte investeringene. De historiske investeringene har vært innenfor et relativt jevnt nivå de siste 10 årene, med unntak av det ene året. I prognosedelen har tatt hensyn til at klubben må fornye seg med tanke på varige driftsmidler og at de vil oppleve slike scenarier som i 2014/2015. De to toppunktene i prognosen er derfor knyttet til de immaterielle eiendelene. For at klubben skal kunne hevde seg i Europeisk toppfotball må de kjøpe gode spillere, og dermed de oppleve en stor økning i sine immaterielle eiendeler. Beregning av investering gjøres ved å ta årlig verdiforskjell mellom varige driftsmidler og legge til avskrivninger i gjeldende regnskapsår.



**Figur 5.9** Historiske og prognostiserte investeringer

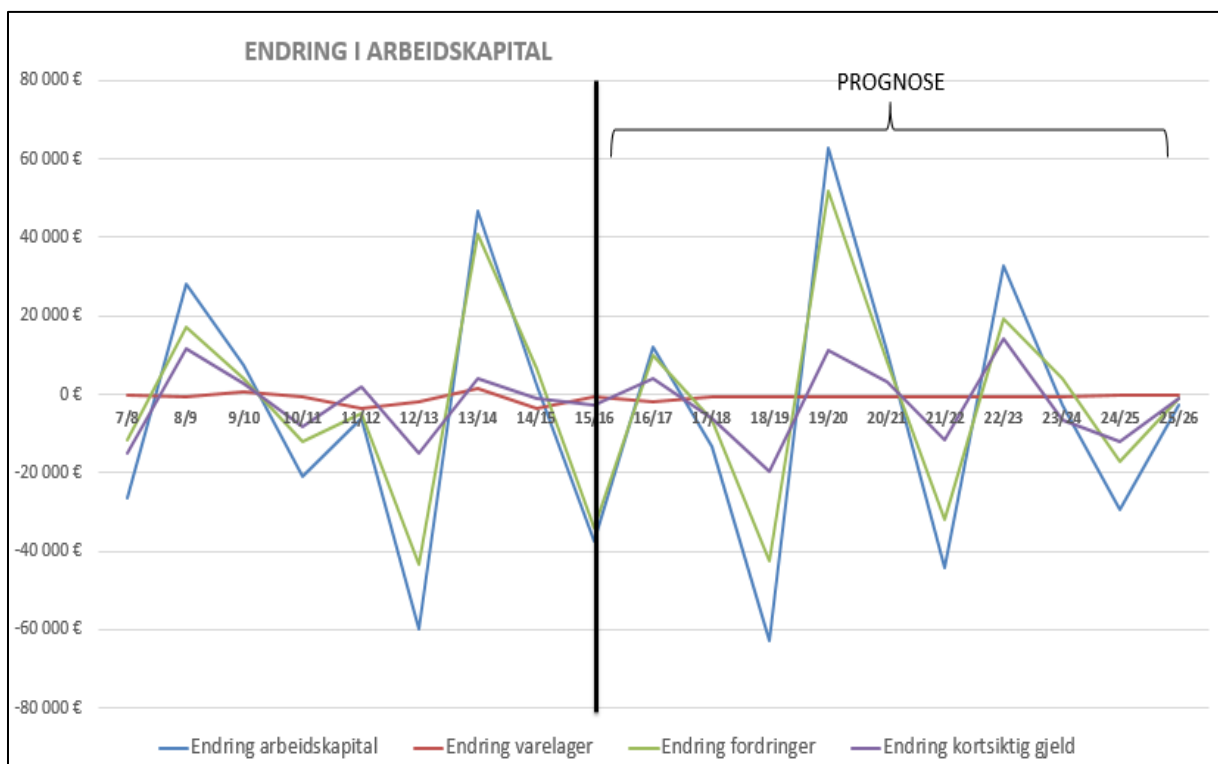
Denne figuren viser hvordan Dortmund sine investeringer har fordelt seg de siste 10 årene, samt prognosen for investeringer de fremtidige 10 årene.

### 5.8 Endring i arbeidskapital

Arbeidskapitalen kan defineres som kapital et selskap trenger for å finansiere den daglige driften inntil oppgjøret fra kundene er mottatt for varen/tjenesten. Arbeidskapital er forskjellen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, men i vår prognose er vi mer interessert i å undersøke endringen i arbeidskapitalen for å utarbeide DCF-modellen. Endring i arbeidskapital er summen av endringene i varelager, fordringer og kortsiktig gjeld.

Historisk sett har Dortmund hatt et relativt lite varelager, men med tanke på økningen i mersalg vil nok varelageret også øke hele perioden. Vi antar at varelageret vil utgjøre omtrent

3% av inntektene til Dortmund gjennom prognosedelen. Av figur 5.9 ser vi en tydelig tendens i at når det oppstår endringer i fordringer, så påfølger det også i en mindre grad endringer i kortsiktig gjeld. Bunnpunktene i fordringer skyldes mest sannsynlig at klubben har solgt spillere, men ikke mottatt den fulle overgangssummen i regnskapsåret. Når utestående fordringer blir innbetalt får vi en positiv endring i fordringer og vi ser også at den kortsiktige gjelden reduseres. Endringen i arbeidskapitalen styres i hovedsak av fordringene og den kortsiktige gjelden til Dortmund, siden varelageret er relativt konstant gjennom hele perioden. I prognosedelen har vi prøvd å samkjøre endringene i fordringer med årene der klubben opplever store overgangsinntekter.



**Figur 5.10** Endring i arbeidskapital

Denne figuren viser endringen i arbeidskapital de siste 10 årene. Faktorene som bestemmer arbeidskapitalen er endring i varelager, fordringer og kortsiktig gjeld.

## 6.0 Finansiell analyse

Vi ser på det som hensiktsmessig å ta med en finansiell analyse i forkant av selve verdsettelsen av Borussia Dortmund. I denne delen av oppgaven vil vi ha fokus på ulike nøkkeltall som kan være med på å gi oss ytterligere informasjon om Borussia Dortmund sin drift og tilstand. I fotballbransjen er vi ofte vitner til irrasjonell adferd når det gjelder bruk av økonomiske midler og investeringer. Vi skal derfor ta en titt på noen publiserte forskningsrapporter, for å belyse hvordan adferden til investorer og sportslige resultater påvirker selve aksjemarkedet. Det er ikke ukjent at det kan oppstå interessekonflikter i bedrifter, men i fotballklubber ser vi dette ofte. Det overordnede målet for store investorer er som regel å oppnå høyest mulig avkastning på sin investering. I en fotballklubb kan slik investeringsadferd havne i konflikt med fansen sine verdier. Supportere kjøper aksjer i sin favorittklubb av sentimentale grunner og har ingen stor interesse av å tjene seg rike på disse aksjene.

Norli (2006) forklarer at skuffende fotballresultater i viktige kamper påvirker gjeldende nasjon sitt aksjemarked i negativ forstand den påfølgende dagen. Norli finner også empirisk støtte i flere tidligere studier. Fotballkamper spilles ofte på kvelder og i helgene, derfor måles effekten av fotballresultatene på børsindeksen dagen etter en kamp. Dette betyr at man vil kunne se effekten i sin helhet førstkommande dag markedet åpner. Norli henviser blant annet til at markedet faller gjennomsnittlig med 0,49 prosent dagen etter et tap i en finalerunde i fotball-VM. Dette er ganske store endringer når vi tar til betraktning at dette gjelder hovedindeksen til en nasjon. Artikkelen dokumenterer tilsvarende tapseffekt etter andre viktige internasjonale sportstyper, dette er altså en effekt som ikke er særegen for fotballbransjen.

Studien er basert seg på internasjonale fotballresultater fra perioden 1973 til 2004. Effekten er målt ut i fra kamper knyttet til store mesterskap, samt cupene som spilles i Europa, Asia og Sør-Afrika. Det kommer klart frem i denne artikkelen er at det er en sterk kurseffekt etter tap, men ingen stor effekt på aksjekursen etter seiere. Det finnes mange mulige forklaringer på dette resultatet. En forklaring er at en seier i store turneringer innebærer at man går videre til neste runde (utenom i finalen). Det er altså ingen umiddelbar gevinst før man eventuelt vinner en finale, mens effekten av et tap og utslag fra en turnering oppstår umiddelbart.

En annen rapport, Bell et al. 2012, viser også lignende forskningsresultater når de undersøker hvilken effekt fotballresultater har på aksjekursen til en klubb. Her argumenterer de for



aksjekursen til en børsnotert fotballklubb til en grad påvirkes av de sportslige resultatene. En seier vil blant annet øke klubbens kontantstrøm på ulike måter. Dette kan innebære større oppmerksomhet rundt kampene og høyere billettpriser, økte inntekter fra reklame eller sponsorer, større inntekt fra salg av supporterutstyr, høyere inntekter fra TV rettigheter eller ligaen ettersom hvor høyt opp de kommer på tabellen. Rapporten konkluderer med at kampresultatet i en viss grad påvirker aksjekursen til en enkeltklubb, men at andre variabler har en sterkere påvirkning.

Dersom man ser på flere klubber sammen, kommer de frem til et mye tydeligere resultat. I likhet med Norli viser den andre rapporten at skuffende fotballresultater har en påvirkning på hovedindeksen til en nasjon. Fallet i aksjemarkedet kan sees på som et resultat av en endring i hvordan investorene ser på utsiktene for fremtiden. Et tap i en viktig internasjonal fotballkamp skaper en umiddelbar skuffelse og pessimisme blant innbyggerne. En mer pessimistisk investor vil naturlig nok revurdere sitt syn på hva børsnoterte selskaper er verdt, noe som kan føre til et fall på børsen. Rapporten viser også at overraskende gode resultat har en større effekt på kursen i positiv forstand. Overraskende seiere på hjemmebane gir sterkest effekt på aksjekursen til en klubb og denne effekten øker hvis det er et oppgjør mellom to rivaler.

Disse tidligere studiene viser at aksjekursene som settes av fotballinteresserte investorer ikke nødvendigvis er helt rasjonelle. Baser på dette er vi interessert i å se hvilken sammenheng det er mellom markedsverdien av fotballaksjer og verdien vi finner gjennom vanlige verdivurderingsmodeller.

### **6.1 Nøkkeltallanalyse av Borussia Dortmund**

Når man skal investere i aksjer, kan en nøkkeltallanalyse gi et godt innblikk i den økonomiske posisjonen til en utvalgt bedrift. I vår nøkkeltallanalyse av Borussia Dortmund skal vi analysere aspekter av deres økonomi som vi anser som viktige ved en investeringssituasjon. Det første vi skal på er effektiviteten på eiendelene, som blant handler om hvor mye salgsinntektene øker per investert kapital i eiendelene. De to neste aspektene hvor vi skal gå i dybden omhandler gjelden til en bedrift. Gjeldsnivået og hvorvidt selskapet evner å dekke sine gjeldsforpliktelser er ofte indikatorer på hvor godt en bedrift drives. Til slutt skal vi se på lønnsomheten til Borussia Dortmund, noe som er det vanligste å undersøke når man vurderer en bedrift. Figur 6.1 viser en oversikt over alle anvendte formler i denne analysen og

analyseperioden er de 5 siste regnskapsårene. Dette vil gi et innblikk i hvordan situasjonen til klubben er i dag og hvordan utviklingen har vært. Formlene er skrevet på engelsk, siden forholdstallet blir mer presist ved å bruke de originale regnskapene utført etter IFRS-standarder på Dortmund sine hjemmesider.

Effektiviteten på eiendelene	Gjeldsnivå
$\text{Total asset turnover} = \frac{\text{Sales}}{\text{Average total assets}}$	$\text{Interest burden} = \frac{\text{EBIT} - \text{Interest expense}}{\text{EBIT}}$
$\text{Fixed asset turnover} = \frac{\text{Sales}}{\text{Average fixed assets}}$	$\text{Interest coverage} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Interest expense}}$
$\text{Average storage time} = \frac{360}{(\text{Cost of good} / \text{Average inventories})}$	$\text{Leverage} = \frac{\text{Assets}}{\text{Equity}}$
$\text{Days receivables} = \frac{\text{Average accounts receivable}}{\text{Annual sales}} * 360$	$\text{Compound leverage factor} = \text{Interest burden} \times \text{Leverage}$
Dekning av gjeldsforpliktelse	Lønnsomhet
$\text{Current ratio} = \frac{\text{Current assets}}{\text{Current liabilities}}$	$\text{Return on assets} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Average total assets}}$
$\text{Quick ratio} = \frac{\text{Cash} + \text{Marketable securities} + \text{Receivables}}{\text{Current liabilities}}$	$\text{Return on equity} = \frac{\text{Net income}}{\text{Average stockholder's equity}}$
$\text{Cash ratio} = \frac{\text{Cash} + \text{Marketable securities}}{\text{Current liabilities}}$	$\text{Return on sales (Profi margin)} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Sales}}$

**Figur 6.1** Formler for nøkkeltallanalyse

Denne figuren viser de formelene for nøkkeltallene i vår finansielle analyse. Nøkkeltallene gir en indikator på hvor effektivt Borussia Dortmund forvalter eiendelene sine, gjeldsnivået, evnen til å dekke gjeldsforpliktelse og lønnsomheten til klubben.

### 6.1.1 Effektiviteten på eiendelene

Tabell 6.1 viser nøkkeltallene fra de 5 siste regnskapsårene og handler om hvor effektivt klubben forvalter sine eiendeler. De to første postene kan oversettes til omløpshastigheten på totale eiendeler og anleggsmidler. Disse to forholdstallene handler om hvor mye salgsinntektene øker per investert kapital i eiendelene. Omløpshastigheten på de totale eiendelene har vært relativt stabile de 5 siste årene og for hver investert euro i eiendelene, så øker salgsinntektene gjennomsnittlig med 0.93. Økningen i salgsinntektene er enda høyere per investert euro i anleggsmidler med et gjennomsnitt på 1.19 de siste 5 årene. Begge forholdstallene viser en positiv trend det siste regnskapsåret og Dortmund forvalter sine

eiendeler forholdsvis effektivt i forhold til mange av sine konkurrenter. Eksempelvis har storklubben Juventus en omløpshastig på sine totale eiendeler på rundt 0.77 (des. 2016).

De to siste postene i tabellen viser den gjennomsnittlige lagringstiden og kredittiden for kundene. Lagringstiden og kredittid for kundene er faktorer klubben kan gjøre noe med for å bedre sin likviditet, som vi kommer tilbake til senere i denne delen. Lagringstiden ligger på et relativt stabilt nivå og denne var 137 dager i 2016. Dette er en ganske lang lagringstid sammenlignet med andre bransjer, men i fotballbransjen antar vi at dette ikke er unormalt. Fotballklubbene endrer som regel kun design på drakter og annet supporterutstyr før starten av en ny sesong, noe som betyr at nye produkter ikke kommer inn fortløpende i løpet av året. Kredittiden til kundene varierer fra 18-53 dager i tidsperioden, og vi ser at kredittiden var 32 dager i fjoråret. Denne kredittiden er ofte brukt i mange selskaper og er et nivå som legger grunnlag for en god likviditet.

Effektiviteten på eiendelene	2016	2015	2014	2013	2012
Total asset turnover	0.93	0.81	0.88	1.11	0.92
Fixed asset turnover	1.30	1.03	1.13	1.45	1.06
Average storage time	137 dager	133 dager	119 dager	137 dager	117 dager
Days receivables	32 dager	18 dager	53 dager	50 dager	30 dager

**Tabell 6.1** Effektiviteten på eiendelene 2012-2016

*Denne tabellen viser historiske nøkkeltall for hvor effektivt Borussia Dortmund forvalter de totale eiendelene og anleggsmidlene, samt lagringstiden og kredittiden til kundene i perioden 2012-2016.*

### 6.1.2 Gjeldsnivå

Fotballklubber har et relativt frynsete rykte når det gjelder finansiering og irrasjonell bruk av økonomiske midler. Derfor er det svært interessant å se på gjeldsnivået til Borussia Dortmund. Det første nøkkeltallet i tabell 6.2 er interest burden og denne ville vært 1 dersom selskapet ikke hadde hatt noen gjeldsforpliktelser. Dette nøkkeltallet har vært relativt stabilt de 5 siste årene, med unntak av 2015. I 2016 er denne 0,94 og dette anser vi som veldig positivt for en fotballklubb. Regnskapsanalysen tidligere i oppgaven viste at rentekostnadene til Borussia Dortmund var fallende og interest coverage er et nøkkeltall som gir en indikator på hvor «enkelt» selskapet kan betale rentekostnadene sine. I 2016 var denne verdien ekstrem og driftsresultatet var 16,37 ganger så stort som rentekostnadene.

De to siste nøkkeltallene er leverage og compound leverage factor. Leverage viser sammenhengen mellom de totale eiendelene og egenkapital. Dersom leverage ratio er lik 1, så innebærer dette at eiendelene er fullt finansiert med egenkapital. Nivået til Borussia Dortmund er tilfredsstillende og man ser en tydelig positiv trend de siste 5 årene. Compound leverage factor er en indikator på hvorvidt gjelden har en positiv eller negativ innvirkning på eiendelenes avkastning. Denne har gjennom hele perioden, med unntak av i 2015, vært over 1 og dette indikerer at selskapets gjeld bidrar positivt til avkastningen på eiendelene.

Gjeldsnivå	2016	2015	2014	2013	2012
Interest burden	0.94	0.44	0.78	0.92	0.88
Interest coverage	16.37	1.78	4.50	12.61	8.27
Leverage	1.37	1.35	2.01	2.15	2.66
Compound leverage factor	1.29	0.59	1.57	1.98	2.34

**Tabell 6.2** Gjeldsnivå 2012-2016

*Denne tabellen viser nøkkeltall som beskriver gjeldsnivået til Borussia Dortmund i perioden 2012-2016. Her ser vi blant annet på hvor godt klubben kan dekke rentekostnadene, hvor høyt gjeldsnivået er og hvorvidt gjelden bidrar positivt til avkastningen*

### 6.1.3 Dekning av gjeldsforpliktelser

Tabell 6.3 viser nøkkeltall for hvor godt Borussia Dortmund evner til å betale sine gjeldsforpliktelser. Current ratio, kalt likviditetsgrad 1 på norsk, skal optimalt sett ligge rundt 2. Allikevel kan vi si at så lenge den er over 1 opprettholder Dortmund en sunn drift. Ved å trekke ifra varebeholdningen fra omløpsmidlene før man dividerer på den kortsiktige gjelden, så får man Quick ratio. Dette nøkkeltallet kjenner vi bedre som likviditetsgrad 2 og er et forholdstall for de mest likvide omløpsmidlene. Generelt sett bør likviditetsgrad 2 være større enn 1, noe den har vært de to siste årene.

Vi ser at både likviditetsgrad 1 og 2 har blitt betraktelig forbedret de to siste årene, men klubben kan selvfølgelig gjøre grep for å bedre denne ytterligere. Et tiltak kan eksempelvis være å konvertere noe av den kortsiktige gjelden til langsiktige låneavtaler. Gjeldsnivået til Borussia Dortmund er såpass lavt og derfor ville ikke dette skadet driften til klubben i noe særlig grad. Andre tiltak kan være å redusere varelageret eller forkorte kredittiden til kundene. Til slutt har vi forholdet mellom kontantbeholdningen og den kortsiktige gjelden. Dette er et forholdstall som ofte er brukt som et mål på betalingsevnen for en bedrift, men dette forholdstallet varier i stor grad i forskjellige bransjer. I enkelte bransjer er det en naturlig del

av strategien å ha en lav kontantbeholdning, men allikevel bør ikke denne være altfor liten. Forholdstallet skal helst være 1 eller høyere, som betyr at selskapet kan dekke den kortsiktige gjelden med kontantbeholdningen. Kontantbeholdningen til Borussia Dortmund har blitt kraftig forbedret de siste årene, noe som indikerer positiv utvikling. Vi kan uansett konkludere med at det ikke er noen store faresignaler rundt betalingsevnen til klubben.

Dekning av gjeldsforpliktelser	2016	2015	2014	2013	2012
Current ratio	1.55	1.57	0.60	1.21	0.62
Quick ratio	1.42	1.42	0.52	1.11	0.52
Cash ratio	0.66	0.87	0.26	0.17	0.09

**Tabell 6.3** Dekning av gjeldsforpliktelser 2012-2016

Tabellen over viser nøkkeltall i sammenheng av hvor godt Borussia Dortmund evner å dekke sine gjeldsforpliktelser. Her ser vi blant annet på likviditetsgrad 1 og 2, samt om kontantbeholdningen kan dekke gjeldsforpliktelsene.

#### 6.1.4 Lønnsomhet

Det er vanskelig å opprettholde driften av et selskap uten å være lønnsom over tid, men i fotballbransjen finner vi mange unntak. I fotballverdenen kan vi nevne mange eksempler på klubber som befinner seg i dype økonomiske kriser, men allikevel ikke går konkurs. Det er uansett interessant å se på lønnsomheten til Borussia Dortmund for å avdekke mulige faresignaler. De tre nøkkeltallene i tabell 6.4 kan oversettes til totalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet og bruttofortjeneste på norsk.

Totalrentabiliteten gir en indikator på hvor effektivt selskapet konverterer investert kapital til netto inntekt. Totalrentabiliteten har variert i stor grad, men har vært positiv i hele tidsperioden og viser en god trend det siste året. Vi ser at egenkapitalrentabiliteten er litt høyere enn totalrentabiliteten. Denne forskjellen er ikke nevneverdig stor, fordi selskapet har et lavt gjeldsnivå og mesteparten av totalkapitalen er egenkapital. Lite overraskende viser også egenkapitalrentabiliteten også en positiv trend. Til slutt har vi bruttofortjenesten til Borussia Dortmund som brukes for å kartlegge hvor mye av salgsinntektene som er profitt. Den økende trenden viser at selskapet generer profitt mer effektivt enn de to foregående årene, og kanskje beveger seg mot et slikt nivå de hadde for 4-5 år siden. Vi kan konkludere med at klubben har en relativt god lønnsomhet og skal ikke ha problemer med å dekke sine forpliktelser hvis de opprettholder et slikt nivå.

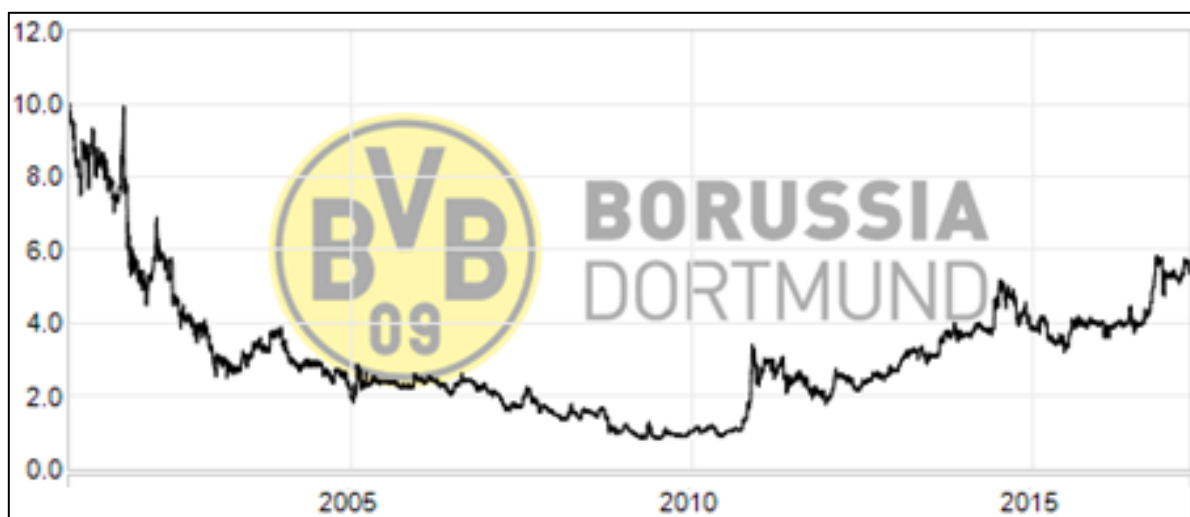
Lønnsomhet	2016	2015	2014	2013	2012
Return on assets	8.98 %	3.88 %	6.21 %	23.63 %	17.60 %
Return on equity	9.88 %	2.57 %	8.37 %	43.74 %	34.18 %
Return on sales	9.68 %	4.77 %	7.08 %	21.35 %	19.23 %

**Tabell 6.4** Lønnsomhet 2012-2016

Tabellen ovenfor viser nøkkeltall for lønnsomheten til Borussia Dortmund i perioden 2012-2016. Nøkkeltallene beskriver blant annet avkastningen på de totale eiendelene, egenkapitalen og salgsinntektene.

## 6.2 Aksjekurs Borussia Dortmund

Borussia Dortmund ble notert på børs i 2000. Kursen på åpningsdagen var ca. 10 euro per aksje. Figur 6.2 viser kursutviklingen fra børsnoteringen 31.10.2000 til 24.04.2017.



**Figur 6.2** Historisk kursutvikling Borussia Dortmund

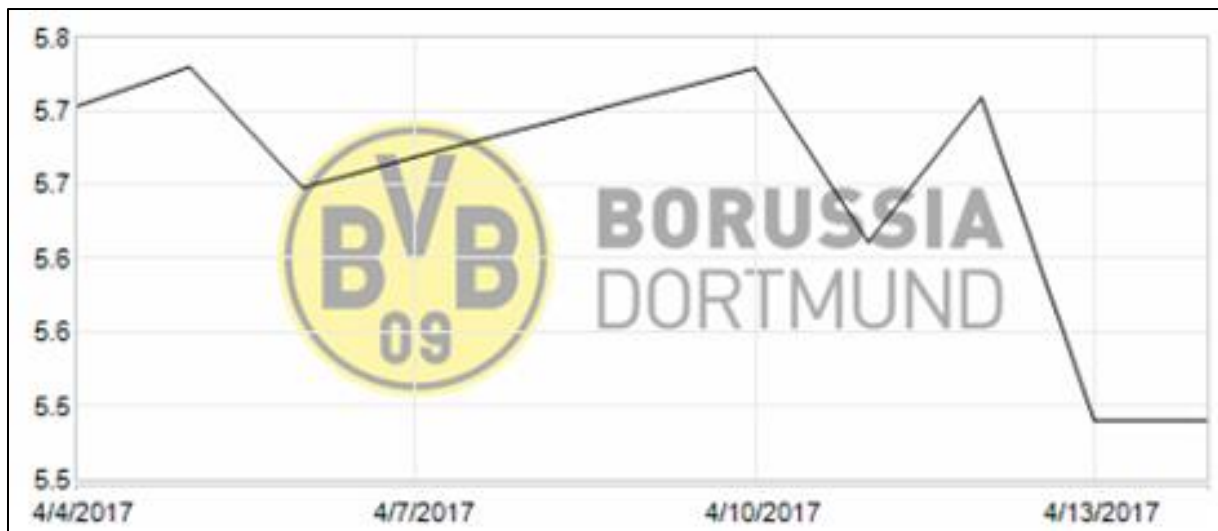
Denne grafen viser den historiske kursutviklingen til Dortmund (pris per aksje i euro) fra de ble børsnotert i 2000 og frem til i dag.

Vi ser aksjekursen har variert mye i den perioden Dortmund har vært registrert på børs, men at den jevnt over i perioden har vært fallende. Vi ser samtidig at kursen nådde et bunnpunkt rundt 2009 og at kursen nå viser en svakt stigende trend. 6 Juli 2009 var aksjekursen helt nede i 0,85 Euro per aksje. Borussia Dortmund er plassert på Frankfurt børsen og består ifølge deres hjemmeside (bvb.de «BASIC DATA». 2017) av 92 millioner aksjer. Deres børsverdi i euro blir da 92 millioner multiplisert med dagens kurs (26.04.2017) på 5,57. Dette tilsvarer en verdi i

overkant av 512 millioner euro. Valutakursen for en euro er i dag 9,34 NOK (26.04.2017) og omregnet børsverdi blir dermed omtrent 4,78 milliarder norske kroner.

Den 11. april 2017 ble spillerbussen til Borussia Dortmund angrepet av flere sprengladninger på vei til en Champions League kamp mot Monaco (Oltermann, Philip. 2017). Flere av sprengladningene traff siden av bussen som førte til knuste ruter og en skadet spiller, men heldigvis ingen dødsfall. Dette førte til at kampen ble utsatt til dagen etter. Man antok tidlig at dette var et terrorangrep utført av radikale grupper. Det viste seg senere at gjerningsmannen hadde et uvanlig formål med bombesprengingen og motivet bak bombingene var økonomiske grunner. Den 28 år gamle mannen som stod bak ugjerningen hadde i forkant av angrepet investert en salgsopsjon bestående av 15 000 aksjer i Borussia Dortmund til en verdi på om lag 760 000 NOK. Ved å kjøpe en salgsopsjon gir det deg retten til å selge et verdipapir på et gitt tidspunkt til en avtalt pris i fremtiden. Om vedkommende hadde lyktes med å drepe en spiller på laget ville mest sannsynlig aksjekursen falt dramatisk og verdien på gjerningsmannen sin salgsopsjon ville økt betraktelig. Ifølge nettavisen Guardian (Oltermann, Philip. 2017) og andre nettaviser kunne et dødsfall ført til at gjerningsmannen hadde fått en fortjeneste på opp imot 3,9 millioner dollar. Denne summen tilsvarer 33 millioner norske kroner.

Dette var et forsøk som feilet og det ryktes at han skal ha kjøpt aksjene til en kurs på om lag 5,6 euro dagen før angrepet. Angrepet resulterte i et lite fall i aksjekursen, ned til 5,5 Euro per aksje. Dagen deretter falt kursen ytterligere til 5,36 Euro per aksje. Årsaken til dette fallet var at Borussia Dortmund tapte den viktige kampen i Champions League mot Monaco 0-3. Det dårlige utgangspunktet på hjemmebane førte til at et videre avansement ble lite sannsynlig og utfallet ble også at de røk ut av Champions League.



**Figur 6.3** Kursutvikling rundt bussangrepet

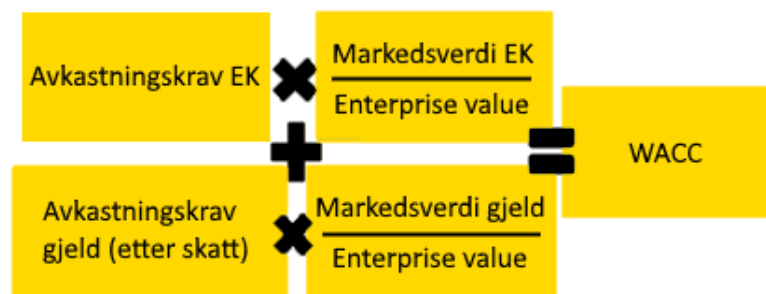
*Denne grafen viser kursutviklingen på Borussia Dortmund sin pris per aksje (i euro) i perioden rundt bussangrepet som hendte i forkant av en Champions League kamp mot Monaco i 2017.*

Figur 6.3 viser at fallet i aksjekursen ikke var nevneverdig stort dagen etter terrorangrepet. Det overraskende tapet mot Monaco dagen etter resulterte i et større fall i aksjekursen. Dette støtter også oppunder at resultater og sportslige prestasjoner i stor grad er med på å bestemme en fotballklubb sin aksjeverdi.



## 7.0 Avkastningskrav

Avkastningskravet til en bedrift eller et prosjekt er en refleksjon på hvor stor avkastning man kan oppnå ved å plassere investert kapital i et annet alternativ med samme risiko. Modellen vi ser under viser hvordan vi kalkulerer avkastningskravet til totalkapitalen (WACC). Avkastningskravet er gjennomsnittlig vektet mellom avkastningskravet til egenkapital og gjeld. Totalkapitalen til Borussia Dortmund er hovedsakelig finansiert med egenkapital som medfører at avkastningskravet til egenkapital vil ha størst påvirkning på avkastningskravet til totalkapitalen.



**Figur 7.1** Kalkulering av WACC

Denne figuren illustrerer hvordan man kalkulerer vektet gjennomsnittlig totalkostnad, som er avkastningskravet til totalkapitalen.

### 7.1 Risikofri rente

Risikofri rente kan defineres som den renten man kan få på en investering uten å ta risiko. Den risikofrie renten settes vanligvis etter en statsobligasjonsrente. En slik statsobligasjon har som regel en løpetid på en, tre, fem eller ti år. Vi har valgt en risikofri rente ut ifra 10 år med statsobligasjoner og denne ligger for øyeblikket på 0,30%. Den risikofrie renten varierer litt, men vi har valgt å bruke denne prosentsatsen i oppgaven. Vi bruker 0,30% risikofri rente for prognostisering av de ti første årene. For perioden etter de 10 første årene har vi valgt å ta utgangspunkt i 30 år med statsobligasjoner. Dette ansees som en normalisert langsiktig rente og ligger på 1,14%.

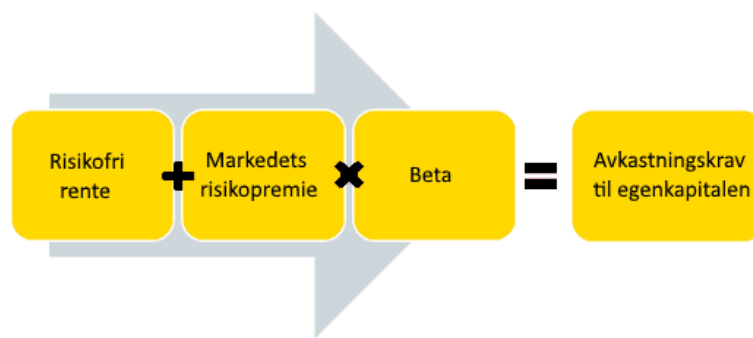
### 7.2 Markedets risikopremie

Det er normalt å legge til en risikopremie knyttet til markedet og i denne oppgaven må vi se på det tyske markedet. Risikopremien kan defineres som forskjellen mellom

markedsavkastningen og den risikofrie renten ( $E[R_m] - R_f$ ). En undersøkelse gjennomført av Statista.com viser at den gjennomsnittlige risikopremien i Tyskland har vært relativt stabil de siste 6 årene (statista.com. 2017). Det er ingen antydning til at risikopremien skal forandre seg, derfor bruker vi samme risikopremie som i 2016 hvor den var på 5,3%.

### 7.3 Avkastningskrav til egenkapitalen

For å beregne avkastningskravet til egenkapitalen har vi brukt kapitalverdimodellen som er illustrert under. Kapitalverdimodellen tar for seg forholdet mellom risiko og forventet avkastning.



**Figur 7.2** CAPM-modellen

*Denne figuren viser hvordan man kommer frem til avkastningskravet til egenkapitalen. Denne kalles kapitalverdimodellen der input i formelen er risikofri rente, markedets risikopremie og beta.*

Den første parameteren i kapitalverdimodellen er den risikofrie renten som vi har fastsatt til 0,3% de første 10 årene og til 1,14% etter denne perioden. Den andre parameteren er markedets risikopremie, som er satt til 5,3%. Den siste parameteren er betaverdi. Betaverdien gir et mål på hvor mye en aksje svinger i forhold til markedet. Det er flere måter å finne betaen på, men vi ønsket her å gjøre egne utregninger på denne verdien. Vi innhentet de daglige aksjekursene til Borussia Dortmund og den tyske børsen for de siste 5 årene, og beregnet daglig fortjeneste i prosent. Deretter tok vi kovariansen mellom fortjenesten til den tyske børsen og Borussia Dortmund dividert på variansen i den tyske børsen. Dermed fikk vi en betaverdi på 0,43. Dette forholdstallet forteller oss at aksjekursen til Borussia Dortmund svinger ikke i like stor grad som børsindeksen. Hadde betaverdien vært 1, så hadde aksjene vært perfekt positivt korrelert og svingningene ville vært identiske.

Avkastningskrav til egenkapitalen ved CAPM	
Risikofri rente f/10 år	0.30 %
Risikofri rente e/10 år	1.14 %
Markedet risikopremie	5.3 %
Beta	0.43
<b>Avkastningskrav til EK</b>	<b>2.58 %</b>
<b>Avkastningskrav til EK (e/10 år)</b>	<b>3.42 %</b>

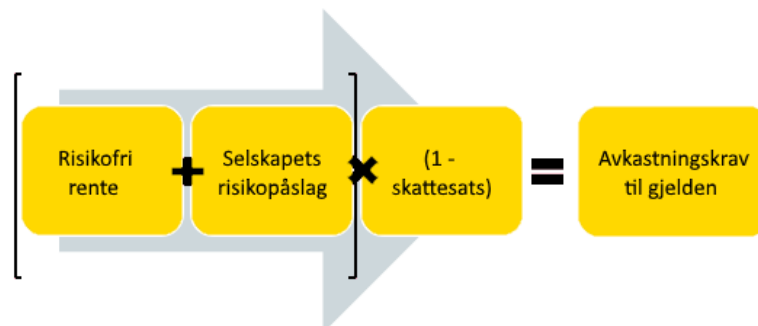
**Tabell 7.1** Avkastningskrav til egenkapitalen

Tabellen over viser de kalkulerede avkastningskravene til egenkapitalen som blir brukt for å beregne avkastningskravet til totalkapitalen. Det ene avkastningskravet blir brukt for de 10 første årene i modellen, mens det andre for årene etter.

Når vi fyller inn våre gitte verdier inn i formelen får vi et avkastningskrav til egenkapitalen på 2,58% de første 10 årene og 3,42% etter 10 år.

#### 7.4 Avkastningskrav til gjeld

For å beregne avkastningskravet til gjelden etter skatt bruker vi denne modellen:



**Figur 7.3** Kalkulering av avkastningskrav til gjeld

Denne figuren viser hvordan man beregner avkastningskravet til gjelden. Input i formelen er risikofri rente, selskapets risikopåslag og nominell skattesats.

Den risikofrie renten er fortsatt fastsatt til 0,3% (første 10 år) og 1,14% (etter 10 år). For å beregne selskapets risikopåslag har vi dividert årets rentekostnad på gjennomsnittlig rentebærende gjeld for de to siste årene. Den rentebærende gjelden ble redusert fra €24 127 000 til €21 630 000 det siste regnskapsåret (hentet ut fra Dortmund sine egne årsrapporter). Reduksjonen i den rentebærende gjelden til Borussia Dortmund indikerer en veldig positiv trend og klubben kan vise til en god kapitalstruktur. Selskapets risikopåslag blir dermed 9,73%. Summen av den risikofrie renten og selskapets risikopåslag multipliseres

deretter med 1 – nominell skattesats. Den nominelle skattesatsen til klubben er 32,8%, som ble nevnt i prognosedelen. Grunnen til at man gjør dette er at det er forbundet skattefordeler ved betaling av gjeld. Dette betyr altså at kostnaden av gjeld er lavere etter enn før skatt. Vi fyller deretter inn de gitte verdiene inn i modellen overnfor, og får et avkastningskravet til gjeld (etter skatt) de første 10 årene på 6,74% og 7,30% i perioden etter.

<b>Avkastningskrav til gjelden</b>	
Risikofri rente f/10 år	0,30 %
Risikofri rente e/10 år	1,14 %
Selskapets risikopåslag	9,73 %
Skatt	32,81 %
<b>Avkastningskrav til gjeld</b>	<b>6,74 %</b>
<b>Avkastningskrav til gjeld (e/10 år)</b>	<b>7,30 %</b>

*Tabell 7.2 Avkastningskrav til gjelden*

Tabellen over viser de kalkulerte avkastningskravene til gjelden som blir brukt for å beregne avkastningskravet til totalkapitalen. Det ene avkastningskravet blir brukt for de 10 første årene i, mens det andre for årene etter.

### 7.5 Avkastningskrav til totalkapitalen (WACC)

For å beregne avkastningskravet til totalkapitalen anvender vi en vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad, og formel ser slik ut:

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

Formelen viser et veid gjennomsnitt av avkastningskravet til egenkapital og gjeld etter skatt. Her må vi ha kjennskap til kapitalstrukturen til Borussia Dortmund og finne ut hvor stor andel av totalkapitalen som er egenkapital eller gjeld. Vi benyttet oss av Thompson Reuters til å finne ut at andelen gjeld var 14,55% og de gjenværende 85,67% av totalkapitalen var egenkapital ved forrige regnskapsperiode. Ved å multiplisere andelen med de tilhørende avkastningskravene kommer vi frem til et kortsiktig og et langsiktig avkastningskrav til totalkapitalen. Tabell 7.3 viser avkastningskravet de første 10 årene i DCF-modellen er 3,18% og 3,98% i årene etter. Det er alltid muligheter for feilmarginer ved kalkulering av avkastningskrav, men i sensitivitetsanalysen senere i oppgaven skal vi se hvordan endringer i avkastningskravene påvirker verdiestimatet av klubben.

WACC	
Andel EK	85,67 %
Andel gjeld	14,33 %
<b>WACC f/10 år</b>	<b>3,18 %</b>
<b>WACC e/10 år</b>	<b>3,98 %</b>

**Tabell 7.3** Avkastningskrav til totalkapitalen

Denne tabellen viser beregnet avkastningskrav til totalkapitalen før og etter 10 år. Disse avkastningskravene er vektet i forhold til andel gjeld og egenkapital. Dette er de to avkastningskravene vi bruker i vår DCF-modell senere i oppgaven.

## 8.0 Verdivurdering

Det er flere ulike metoder som kan benyttes når et selskap skal verdsettes. De tre vanligste verdsettelsesmetodene er diskontert kontantstrømmetode, multiplbasert verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. Valg av verdsettelsesmetode avhenger av bransje, størrelse, og hvor i livssyklus selskapet befinner seg. De tre metodene er ikke gjensidig utelukkende, men kan også brukes sammen i en kombinasjon.

I denne delen av oppgaven har vi anvendt diskontert kontantstrømmetode og multiplbasert verdsettelse, fordi disse to metodene egner seg best for Dortmund. Hovedsakelig ligger DCF-modellen til grunn for vårt estimat, men vi bruker også en multiplbasert verdsettelse for sammenligning. En multiplbasert verdsettelse er en komparativ verdsettelse som kan medbringe enkelte usikkerheter rundt estimert verdi, men fungerer godt som et supplement.

Vi har valgt å se bort ifra opsjonsbasert verdivurdering i denne oppgaven, siden dette omhandler real opsjoner, noe som er mest vanlig i olje- og gruvebransjen. Derfor anser vi ikke denne metoden som veldig relevant ved verdsettelse av en fotballklubb.

### 8.1 Verdsettelse med DCF-modell

Vår verdsettelse baseres i hovedsak på en diskontert kontantstrømmmodell (DCF-modell). Denne formen for verdsettelse er den mest grundige og tidkrevende av de 3 verdsettelsesmetodene. Modellen handler om å utarbeide prognoser for fremtidig kontantstrøm basert på kvantitative og kvalitative undersøkelser. Aspekter fra den historiske og strategiske analysen ligger til grunn for estimeringen av de ulike resultat- og balansepostene. Borussia Dortmund innehar varige konkurransefortrinn med tanke på publikum, klubbens historie og den demografiske utviklingen i byen. Dette er faktorer vi må ta hensyn til i denne delen av oppgaven. Videre underbygger også bransjeanalysen både i strategidelen og fra de historiske regnskapene at bransjen er i stor vekst. Den store utviklingen gjenspeiler seg også i resultat- og balanseregnskapet til selskapet.

En svakhet med DCF-modellen er at den baseres på en rekke fremtidige forutsetninger, noe som åpner for mulige feilmarginer. I sensitivitetsanalysen senere i oppgaven skal vi se hvor mye sluttverdi påvirkes når vi endrer på noen av våre forutsetninger. Denne metoden er mest utbredt i moderne og voksende bransjer. Noe som gjør verdsettelse mer troverdig er god

tilgang til informasjon og et stort arkiv av historiske regnskapstall. Derfor anser vi DCF-modellen som svært passende for å utføre en presis verdsettelse av Borussia Dortmund.

	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25	25/26
Inntekter	402 553	426 706	448 042	470 444	489 261	508 832	524 097	539 820	550 616	561 628
Kostnader	354 247	379 769	412 198	442 217	464 798	468 125	461 205	507 430	523 085	536 355
<b>EBIT</b>	<b>48 306</b>	<b>46 938</b>	<b>35 843</b>	<b>28 227</b>	<b>24 463</b>	<b>40 707</b>	<b>62 892</b>	<b>32 389</b>	<b>27 531</b>	<b>25 273</b>
Skatt	-8 865	-8 614	-6 578	-5 180	-4 489	-7 470	-11 542	-5 944	-5 052	-4 638
<b>Driftsresultat e/skatt</b>	<b>39 441</b>	<b>38 324</b>	<b>29 265</b>	<b>23 046</b>	<b>19 974</b>	<b>33 236</b>	<b>51 350</b>	<b>26 445</b>	<b>22 478</b>	<b>20 635</b>
Avskrivninger	47 106	40 255	37 337	33 603	47 044	42 810	38 162	32 756	53 982	48 179
Investeringer	19 704	28 581	22 402	87 368	30 108	24 218	16 537	117 660	30 770	52 033
Endring arbeidskapital	12 262	-13 365	-62 939	62 726	10 914	-44 034	32 871	-2 830	-29 474	-2 533
Endring varelager	-1 919	-725	-640	-672	-565	-587	-458	-472	-324	-330
Endring fordringer	10 040	-6 682	-42 671	51 973	8 280	-31 704	19 132	4 140	-17 274	-1 101
Endring kortsiktig gjeld	4 141	-5 958	-19 628	11 425	3 199	-11 742	14 196	-6 499	-11 876	-1 101
<b>Kontantstrøm</b>	<b>79 105</b>	<b>36 633</b>	<b>-18 739</b>	<b>32 007</b>	<b>47 824</b>	<b>7 795</b>	<b>105 846</b>	<b>-61 289</b>	<b>16 216</b>	<b>14 248</b>
Sluttverdi										735 613
<b>Kontantstrøm + sluttverdi</b>	<b>79 105</b>	<b>36 633</b>	<b>-18 739</b>	<b>32 007</b>	<b>47 824</b>	<b>7 795</b>	<b>105 846</b>	<b>-61 289</b>	<b>16 216</b>	<b>749 861</b>

**Tabell 8.1** DCF-modell Borussia Dortmund

Tabellen viser en utarbeidet DCF-modell for Borussia Dortmund. Tallene brukt i modellen gjenspeiler prognosene tidligere i oppgaven.

For å beregne sluttverdien (€ 735 613 000) av Borussia Dortmund har vi brukt «Gordon growth model», som er en ofte anvendt modell for verdivurdering av aksjer eller selskaper. Formelen ser slik ut:

$$\text{Sluttverdi} = \frac{\text{Forventet kontantstrøm siste år}}{(1 + R_{E\%}) - g\%}$$

« $R_{E\%}$ » er det langsiktige avkastningskravet og « $g$ » er evig vekst. Vi har forutsatt et langsiktig avkastningskrav på 3,98% og en evig vekst på 2%. Videre har vi brukt en nettonåverdiformel i Excel til å beregne nåverdien av selskapet. Input i denne formelen er «kontantstrøm + sluttverdi» for alle årene (2017-2026) og det kortsiktige avkastningskravet på 3,18%. Da får vi en nåverdi på € 767 758 000 og det gjenstår kun å trekke ifra netto rentebærende gjeld. For å beregne netto rentebærende gjeld tar vi kontanter (€51 835 000) og trekker ifra rentebærende gjeld (€21 630 000). I Borussia Dortmund sitt tilfelle skal vi legge til €30 205 000 og ender opp med et verdiestimat av på € 797 964 000.

## 8.2 Multiplbasert verdsettelse

I enkelte situasjoner kan en verdsettelse være tidspresset og man ønsker en rask vurdering av verdien til en bedrift. I slike tilfeller kan en multiplbasert verdsettelse være fornuftig å bruke. Multiplikatorer er nøkkeltall som beregnes ut ifra hva aksjer eller eiendeler handles for

i øyeblikket. Ved bruk av denne verdsettelsesmetoden, kan det potensielt oppstå store feilmarginer. Derfor er det viktig å finne passende selskaper til sammenligning. Det mest optimale i vårt tilfelle er å finne selskaper i samme bransje og har en tilnærmet lik posisjon i verdikjeden. Dette vil gjøre verdivurderingen av Borussia Dortmund mer presis og gi den større troverdighet.

Vi har valgt å fokusere på fire forskjellige multipler: Price/Earnings, EV/EBITDA, EV/Sales, og Price/Book. Anvendt data er hentet fra programmet Thompson Reuters. Ulempen med denne metoden er at den er veldig knyttet til helheten av bransjen selskapet befinner seg i, og fokuserer derfor ikke kun på selskapet. Det vil si at dersom det er oppgangstider i bransjen, så kan det medføre en overvurdering av selskapet. I det motsatte tilfellet, når det er nedgangstider i bransjen, kan det oppstå en underverdi av selskapet.

### 8.2.1 Sammenlignbare selskaper

Vi har valgt å sammenligne Borussia Dortmund med 7 internasjonale fotballklubber, som alle er børsnoterte:

- 🌐 Manchester United PLC
- 🌐 Arsenal Holding PLC
- 🌐 Juventus SpA
- 🌐 Roma SpA
- 🌐 Lazio SpA
- 🌐 Fenerbahce
- 🌐 Galatasaray

Det er en stor spredning i utvalget av sammenlignbare klubber, men vi anser alle som konkurrenter i det samme internasjonale markedet. Manchester United, Arsenal og Juventus er større aktører enn Borussia Dortmund, og befinner seg høyere opp i verdikjeden. Roma, Lazio, Fenerbahce og Galatasaray anser vi som mindre klubber. Vi anslår derfor at gjennomsnittet i multiplene fra disse 7 klubbene vil gi et godt bilde på hva verdien av Borussia Dortmund er.

### 8.2.2 Multiplikatorer

Et av de mest brukte forholdstallene når det kommer til verdsettelse av selskaper er Price/Earnings. Dette forholdstallet sier noe om hvor mye en investor er villig til å betale per

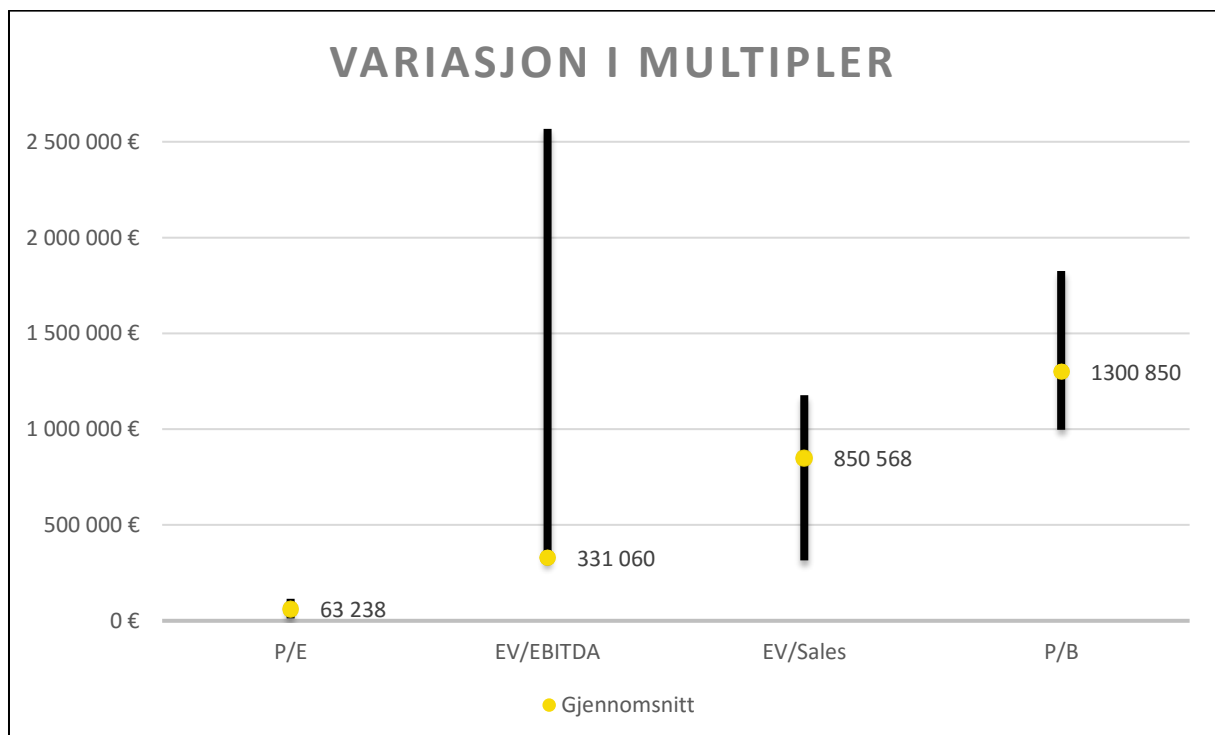


krone i avkastning. Desto lavere P/E-ratio er, desto større avkastning vil en investor sitte igjen med. For å få en estimert sluttverdi må vi multiplisere gjennomsnittet eller medianen av forholdstallet med det ordinære resultatet til Borussia Dortmund i 2015/2016.

Den neste multiplikatoren er Enterprise Value/EBITDA og sier noe om markedsverdien av sysselsatt kapital i forhold til driftsinntekter før avskrivninger. Estimert sluttverdi beregnes ved å multiplisere forholdstallet med driftsresultat og deretter trekke ifra netto rentebærende gjeld eller eventuelt legge til netto rentebærende innskudd.

Videre har vi EV/Sales som er et mål på markedsverdien i forhold til omsetningen. Selskaper med lav EV/Sales antas å være mer attraktive eller undervurderte. Ved å multiplisere forholdstallet med salgsinntekter og nok en gang trekke ifra netto rentebærende gjeld eller legge til netto rentebærende innskudd, så får vi estimert sluttverdi.

Til slutt har vi Price/Book som er markedsverdien på et selskap dividert på bokført verdi av bedriftens egenkapital. Desto lavere dette forholdstallet er, desto høyere avkastning. Vi får dermed estimert sluttverdi ved å multiplisere forholdstallet med bokført egenkapital i Borussia Dortmund.



**Figur 8.1** Variasjon i multipler

Figuren viser variasjonen i multiplene og de ulike verdiene ved bruk av de forskjellige multiplene.

Figur 8.1 er en illustrasjon av variasjonen i de ulike multiplene. Vi kan først og fremst bemerke oss en veldig stor variasjon i EV/EBITDA. Grunnen til dette er at de to tyrkiske klubbene har en veldig lav EBITDA, Fenerbahce og Galatasaray, noe som gjør forholdstallet blir ekstremt høyt. Derfor har vi valgt å utelate de to tyrkiske klubbene fra gjennomsnittet i EV/EBITDA. Spredningen er betydelig mindre i EV/Sales og P/E, mens ved bruk av P/E får vi nesten ingen variasjon i verdien. Vi har brukt gjennomsnittet av de fire nevnte multiplene og kommer frem til en gjennomsnittlige markedsverdi av Dortmund sin egenkapital på ca. € 827 000 000. Deretter legger vi til netto rentebærende gjeld akkurat som vi gjorde i DCF-modellen og får en enterprise value på € 857 698 000. I tabell 8.2 ser vi verdiestimatene ved bruk av de to verdsettelsesmodellene, og vi kan se at differanse mellom verdiene ikke er altfor stor. Det er heller ikke utenkelig at verdien til Dortmund ligger et sted i dette verdiintervallet. Multiplikatormodellen kan føre til store feilmarginer, men vi anser verdiestimatet som troverdig når vi i ettertid sammenligner denne med DCF-modellen.

<b>DCF-modellen</b>	€ 797 964 000
<b>Enterprise Value v/multipler</b>	€ 857 698 000
<b>Differanse</b>	€ 59 734 000

**Tabell 8.2** Sammenligning av DCF-modell og multipler

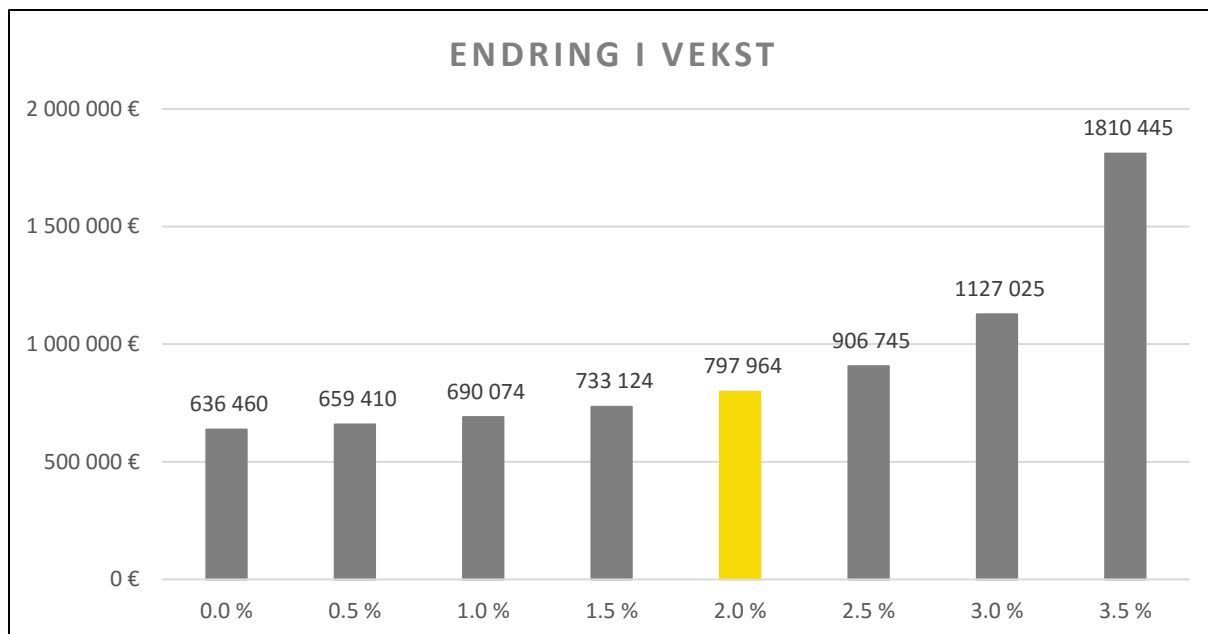
*Denne tabellen viser en sammenligning av verdien vi har kommet frem til gjennom vår DCF-modell og verdien ved bruk av multiplbasert verdsettelse.*

## 9.0 Sensitivitetsanalyse

I denne delen av oppgaven skal vi endre litt på noen av de forutsetningene vi har gjort i ulike deler av verdivurderingen og se hvor sensitiv parameterne er for sluttverdien. I vår sensitivitetsanalyse skal vi se på endring i vekst, driftsmargin, beta og avkastningskrav. Ved endring i vekst, driftsmargin og avkastningskrav endrer vi en parameter om gangen og holder de andre forutsetningene konstante. Når det gjelder beta blir dette litt annerledes, fordi denne endring vil påvirke både på det kortsiktige og langsiktige avkastningskravet. Avkastningskravene vi får ved å endre beta bruker vi videre i sensitivitetsanalysen for avkastningskrav. Dette gjør vi for å finne ut hvilken endring i avkastningskravene som har størst utslag på sluttverdien.

### 9.1 Endring i vekst

En viktig parameter og forutsetning vi har tatt i DCF-modellen er veksten til selskapet. Vi har satt en evig vekst på 2%, noe som kan beskrives som moderat optimistisk. Denne parameteren har ofte et stort utslag på sluttverdien av et selskap, det er derfor interessant å se hvor store disse utslagene er. Figur 9.1 illustrerer sluttverdien for ulike vekstsatser i intervallet 0-3,5%. Dersom vi er veldig pessimistiske og setter den evige veksten til 0% ser vi at verdien faller med omtrent € 150 millioner. Er vi i overkant optimistiske oppnår selskapet en skyhøy verdi i overkant av € 1,8 milliarder. Borussia Dortmund er for tiden i en relativ stor vekst, men vi antar at denne vil flate ut etter hvert som klubben blir enda større. Derfor anser som det mest realistiske at det er en evig vekst som ligger et sted i mellom 1-2% med grunnlag i vår strategiske analyse. I dette intervallet varierer verdien med omtrent € 100 millioner. Dersom vi ser vekk fra den ekstreme verdien med 3,5% vekst, så kan vi konkludere med at endringen i evig vekst er middels sensitiv.

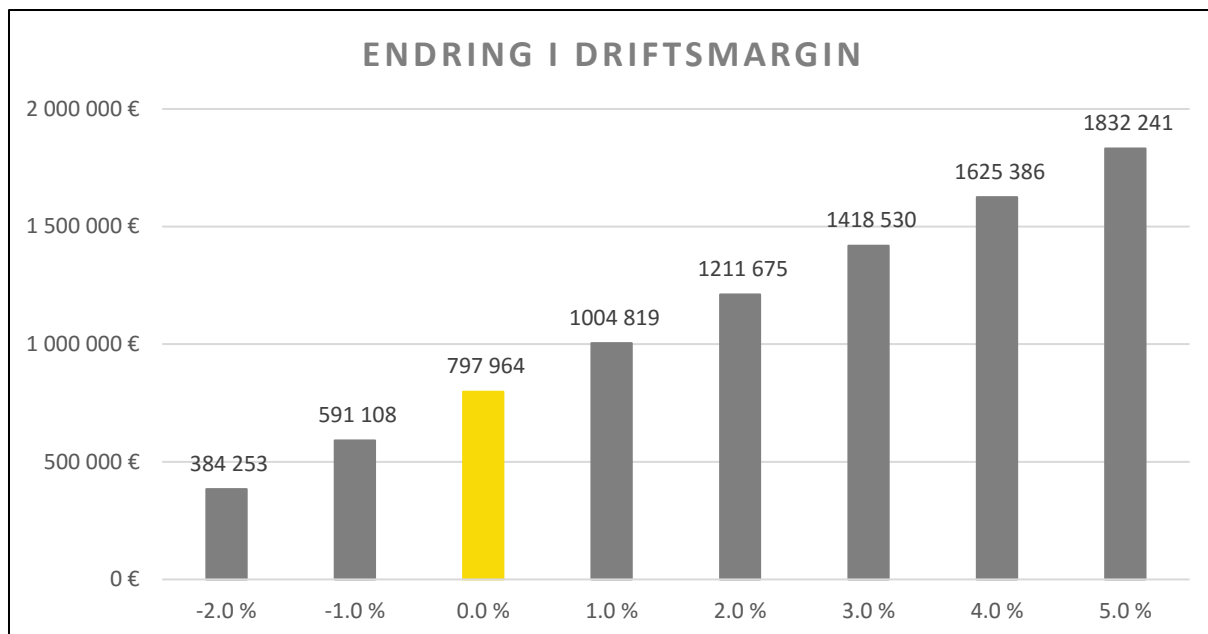


**Figur 9.1** Endring i evig vekst

Denne figuren viser hvor mye verdien til Dortmund endres når vi justerer veksten, men holder de andre parameterne konstante.

## 9.2 Endring i driftsmargin

Den neste parameteren vi skal se på er endring i driftsmargin. Her har vi opp- og nedjustert driftsmarginen årlig i perioden 2017-2026. Vi har i utgangspunktet brukt en driftsmargin som varierer i intervallet 12%-4,5%. Her har vi endret hver enkelt år i perioden med prosentsatsene under, og ikke kun det siste året (2026) som ble gjort når vi så på endring i vekst. Driftsmargin er muligens den parameteren som har vært mest utfordrende å estimere og figur 9.2 illustrerer hvor sensitiv denne er. Dersom vi nedjusterer de årlige driftsmarginene med 2%, så faller verdien på selskapet fra € 797 millioner til €385 millioner. Dette scenarioet er absolutt ikke helt utenkelig, men det vil bety dårlige tider for Borussia Dortmund. Øker vi de årlige driftsmarginene med 5% slik at den ender på 9,5% i 2026, vil klubbens verdi være ca. € 1,8 milliarder. Dette anser vi som altfor optimistisk, så vi kan konkludere med at driftsmarginene mest sannsynlig vil ligge rundt 3,5-5% under normale forutsetninger. Verdiintervallet i denne sensitivetsanalysen er ca. € 385-1800 millioner. Dette indikerer at endring i driftsmargin er veldig sensitivt og har en stor betydning for sluttverdien av selskapet.

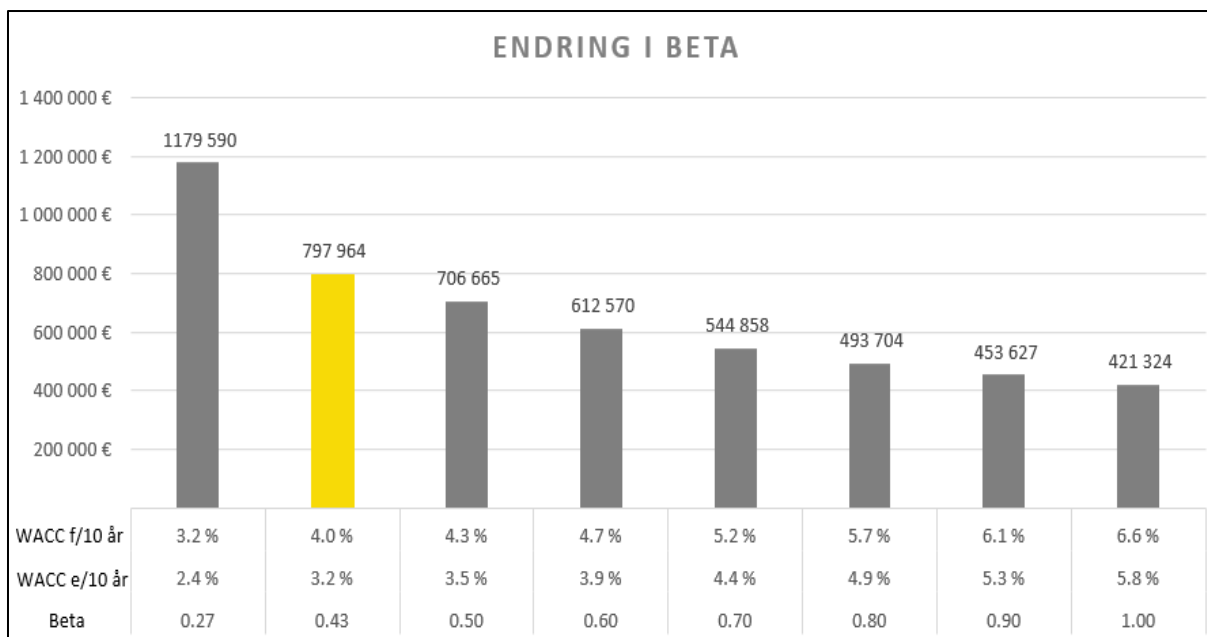


**Figur 9.2** Endring i driftsmargin

Denne figuren viser hvordan verdien til Dortmund endrer seg nå vi endrer driftsmarginen og holder de andre parameterne konstante.

### 9.3 Endring i beta

Det kan ofte knyttes usikkerhet til betaverdien når man skal kalkulere avkastningskrav. Derfor kan det være interessant å se hvordan denne parameteren påvirker sluttverdien. Vi endrer kun denne parameteren, men betaverdien har en innvirkning på både det kortsiktige og langsiktige avkastningskravet. Vår kalkulerte betaverdi fra de siste 5 årene havnet på 0,43, mens betaen fra børsindeksen ligger på 0,27. Vi velger derfor å se på verdien innen intervallet 0,27-1,00. Dersom vi velger å bruke børsen sin betaverdi, som indikerer lav korrelasjon mellom Borussia Dortmund og den tyske børsen, får vi en veldig høy sluttverdi. Hvis det er en perfekt korrelasjon mellom den tyske børsen og klubben, altså betaverdi lik 1, så vil sluttverdien ligge rundt € 420 millioner. Verdien ligger med andre ord et sted mellom ca. € 420-1180 millioner med disse ned- og oppjusteringene. Vi kan derfor konkludere at endring i beta er til middels til stor grad sensitiv.

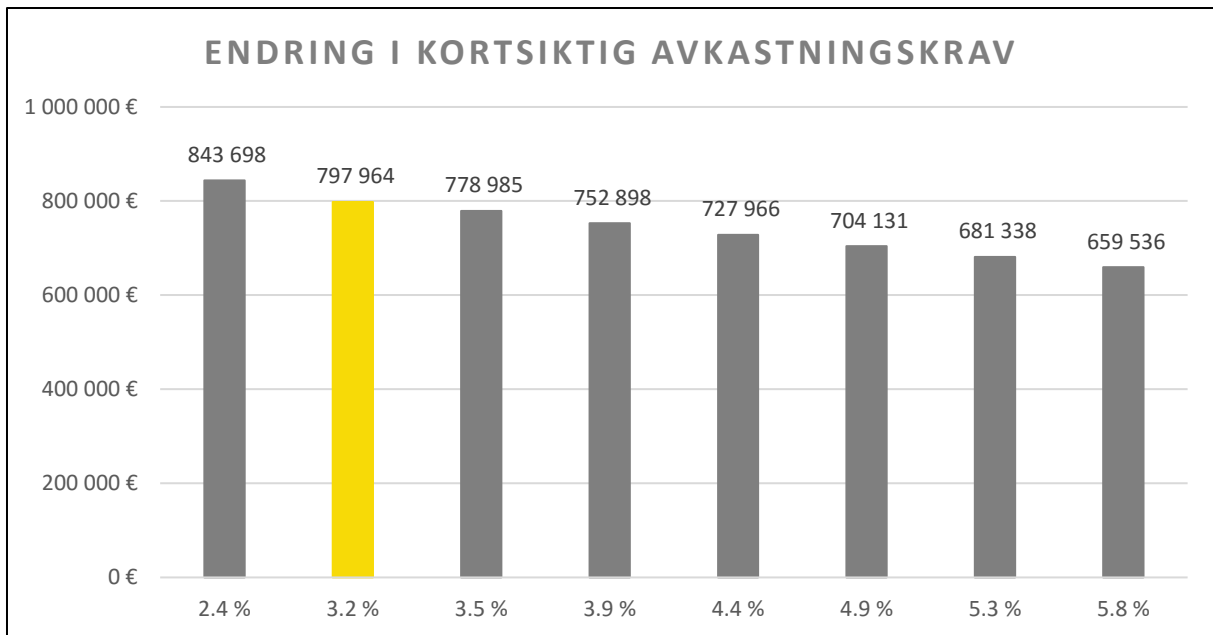


**Figur 9.3** Endring i beta

Denne figuren viser hvor sensitiv den estimerte verdien av Borussia Dortmund er ved endring i parameteren beta. Dette påvirker også avkastningskravet til totalkapitalen og vi bruker de nye avkastningskravene videre i sensitivitetsanalysen av WACC.

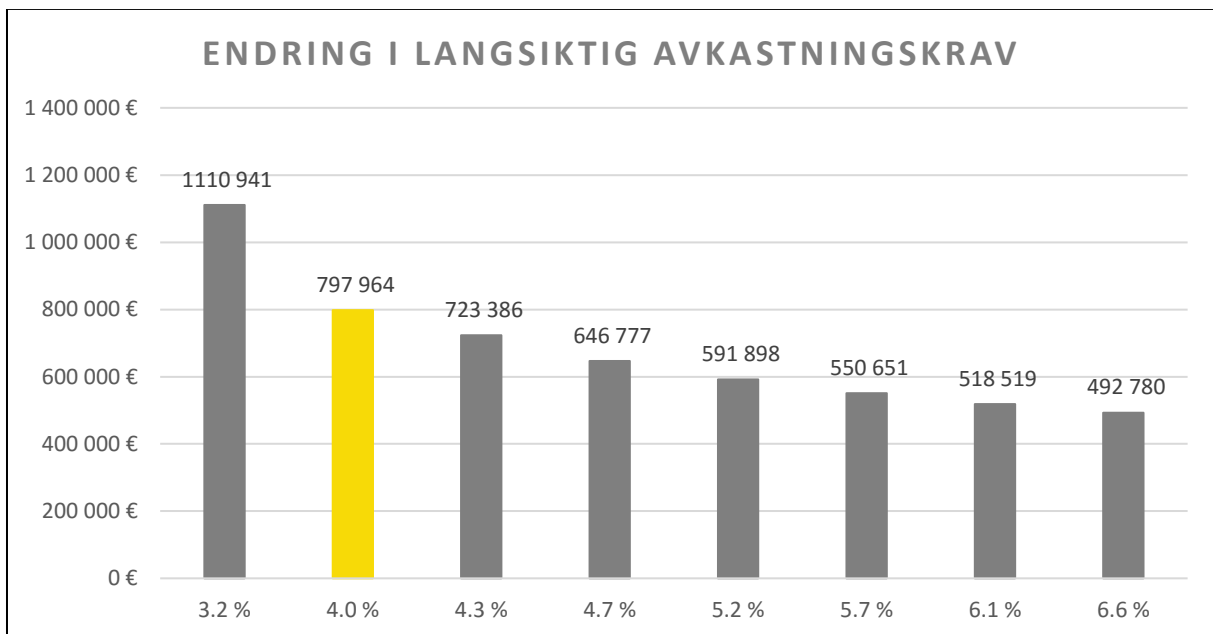
#### 9.4 Endring i avkastningskrav

De to siste parameterne vi endrer på er det kortsiktige og langsiktige avkastningskravet. Her endrer vi kun en om gangen og holder den andre konstant. Det er alltid en utfordring å finne riktig betaverdi og vi velger å bruke de avkastningskravene fra forrige delkapittel. Vi ser på verdiene når vi opp- og nedjusterer det kortsiktige avkastningskravet i intervallet 2,4-5,8%. Figur 9.4 viser at sluttverdien varierer med underkant av € 200 millioner, noe som tyder på at det kortsiktige avkastningskravet er i liten grad sensitiv. I figur 9.5 har vi holdt det kortsiktige avkastningskravet konstant, mens det langsiktige endres innenfor intervallet 3,2-6,6%. Verdiintervallet blir større i dette tilfellet og her varierer sluttverdien fra ca. € 490-1100 millioner. Vi kan dermed fastslå at det langsiktige avkastningskravet har en større påvirkning på sluttverdien enn det kortsiktige og vi anser denne som middels til stor grad sensitiv.



**Figur 9.4** Endring i kortsiktig avkastningskrav

Figuren over viser estimerte verdier når vi endrer det kortsiktige avkastningskravet, men holder det langsiktige avkastningskravet konstant.

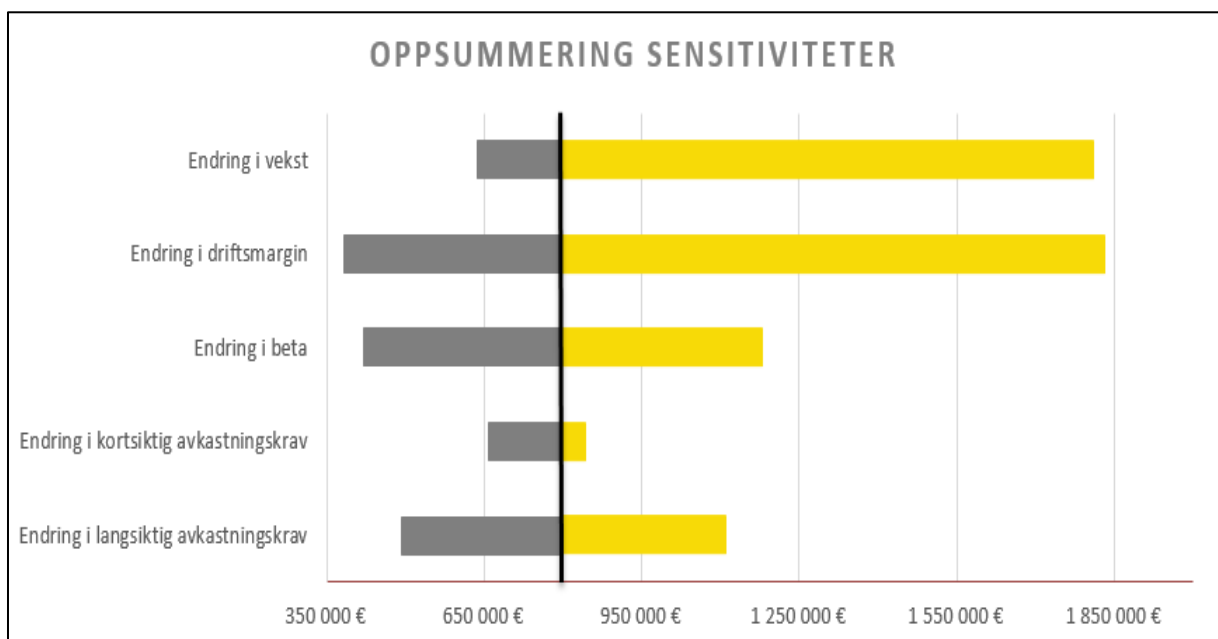


**Figur 9.5** Endring i langsiktig avkastningskrav

Figuren over viser estimerte verdier når vi endrer det langsiktige avkastningskravet, men holder det kortsiktige avkastningskravet konstant.

## 9.5 Oppsummering sensitiviteter

For å oppsummerer det vi har funnet ut gjennom sensitivitetsplanen har vi illustrert verdiintervallene i figur 9.6 når vi endrer de ulike parameterne. Vi kan med en gang se at driftsmargin og vekst skiller seg ut fra de andre og er veldig sensitiv ved endring. Dersom vi velger å se vekk fra den ekstreme verdien med en vekst på 3,5%, ville verdiintervallet vært betydelig mindre. Endring i beta er middels til høy grad sensitiv, og endring i denne parameteren vil påvirke både avkastningskravene og sluttverdien. Videre ser vi at det langsiktige avkastningskravet er til større grad sensitiv for endring enn det kortsiktige.



**Figur 9.6** Oppsummering sensitiviteter

Figuren er en oversikt over de ulike sensitivitetsanalysene. Vi ser at endring i driftsmargin og vekst har stort utfall på verdiestimatet, mens de tre gjenværende parameterne har liten til moderat påvirkning.



## 10.0 Konklusjon

Det hersker ingen tvil rundt den rike historien til klubben og deres gode rykte ute i fotballverdenen. Historien strekker seg over 100 år tilbake i tid og klubben har vært en av få fotballklubber som har vært børsnotert over en lang periode. Gjennom den strategiske analysen av klubben kom vi frem til at Borussia Dortmund i hovedsak befinner seg i en stor bransje som kunne avgrenses til europeisk toppfotball. Dette er en bransje i stor vekst og interessen rundt fotball i Tyskland har aldri vært større. Allikevel kan vi konkludere med at de eksterne faktorene utgjør en relativ lav trussel for Borussia Dortmund sin økonomiske posisjon. Mye av årsaken er at høye inngangs- og utgangsbarrierer legger etableringshindringer for nye inntrengere i europeisk toppfotball. Samtidig ligger de interne faktorene til grunn for Borussia Dortmund sin solide posisjon. Publikummet, historien og den demografiske utviklingen i byen bidrar til varige konkurransefortrinn i forhold til deres konkurrenter.

Videre i oppgaven tok vi for oss den økonomiske og finansielle posisjonen til Borussia Dortmund. Resultatregnskapet kunne vise til en solid utvikling i både inntekt- og utgiftsposter, men også et positivt årsresultat de siste 6 årene. På balanseoppstillingen kunne vi se en bemerkverdig utvikling, der egenkapital har blitt mer enn tredoblet de siste 3 årene. Den fine utviklingen til klubben er noe vi tok hensyn til videre i selve verdivurderingen. Den historiske regnskapsanalysen la også grunnlag for videre analyser av den finansielle posisjonen til klubben. Fotballklubber har ofte et frynsete rykte når det gjelder kapitalstruktur og finansiering, men Borussia Dortmund kan vise til relativt gode nøkkeltall. Klubben har de siste årene redusert gjeldsnivået sitt og evner til å betale sine gjeldsforpliktelser, noe som legger grunnlag for videre suksess. Klubben kan også vise til en god lønnsomhet og vi kan konkludere med at de forvalter sine eiendeler effektivt.

I selve verdivurderingen av Borussia Dortmund anvendte vi en diskontert kontantstrømmodell og en multippelbasert verdivurdering for å estimere verdien av selskapet. DCF-modellen, som er basert på en rekke fremtidige forutsetninger, ga en estimert verdi på 797 964 millioner euro. Til sammenligning var verdiestimatet fra den multippelbaserte verdsettelsen 857 698. De sammenlignbare klubbene vi brukte i denne analysen befinner seg både over og under i verdikjeden. Vi har valgt å legge mest fokus på verdiestimatet fra DCF-modellen og bruke den multippelbaserte verdsettelsen til å underbygge vår verdivurdering. Det interessante med en

verdivurdering av et børsnotert selskap er at vi kan sammenligne verdiestimatet med verdien på børs og drøfte eventuelle verdiforskjeller.

Børsverdien av Borussia Dortmund (26.04.2017) er ca. 512 millioner euro og verdiforskjellen fra vår verdivurdering blir dermed i underkant av 300 millioner euro. Det kan være flere årsaker til disse avvikene. I den finansielle delen av oppgaven drøftet vi irrasjonell investeradferd knyttet til fotballresultater. Forskningsrapporter kan vise til signifikante funn som tilsier at skuffende resultater i store fotballkamper har en innvirkning på humøret til en investor. Dette fører til irrasjonell investeradferd som til og med kan påvirke hovedindeksen til en hel nasjon. En annen årsak til det store avviket kan være at vi har brukt for optimistiske variabler i vår DCF-modell. Den variabelen som har størst påvirkning på verdiestimatet er driftsmargin. Hadde vi satt driftsmargin en prosent lavere hvert år i prognosedelen hadde verdiestimatet vært 591 millioner euro, noe som er betydelig nærmere.

På bakgrunn av vår strategiske, regnskap og finansielle analyser valgte vi et scenario basert på at klubben har gode forutsetninger for å bli en av verdens største fotballklubber. Vi konkluderer derfor med at verdien av egenkapitalen til Borussia Dortmund per 31.06.2017 er 796 964 millioner euro.

## 11.0 Kilder

Arkive.bvb.de "Basic Data". Lest 26.04.2017 fra

<http://aktie.bvb.de/eng/BVB-Share/Basic-Data>

Arkive.bvb.de, 2017 "COMPANY PORTRAIT" Lest 06.02.2017 fra

<http://aktie.bvb.de/eng/BVB-at-a-glance/Company-Portrait>

Bell, Adrian , Brooks, Chris , Matthews, David and Sutcliffe, Charles. 2010. *Over the Moon or Sick as a Parrot? The Effects of Football Results on a Club's Share Price*. ICMA Centre, University of Reading. Lest 24.04.2017

<http://centaur.reading.ac.uk/20978/1/20978.pdf>

Bors.e24.no "Currencies" Les 26.04.2017 fra

<https://bors.e24.no/?#!/currencies>

Bundesliga.com. 2015. «Goal-line technology to be used in 2015/16». Lest 30.03.2017 fra

<http://www.bundesliga.com/en/news/Bundesliga/Goal-line-technology-to-be-used-in-2015-16.jsp>

Bvb.de. "Borussia's history" Lest 30.01.2017 fra

<http://www.bvb.de/eng/BVB/History/1909>

Bvb.de. "SIGNAL IDUNA PARK". Lest 30.01.2017 fra

<http://www.bvb.de/eng/BVB/Signal-Iduna-Park/SIGNAL-IDUNA-PARK>

Chaffer, Alex 2016. "New Bundesliga television deal worth 4.64 billion euros". Dw.com. Lest 20.02.2017 fra <http://www.dw.com/en/new-bundesliga-television-deal-worth-464-billion-euros/a-19318613>

Corless, Liam. "Borussia Dortmund introduce 'No beer for racists' campaign to deter Neo-Nazi uprising". *Mirror.co.uk*. 12 mai 2015. Lest 08.03.2017 fra

<http://www.mirror.co.uk/sport/football/news/borussia-dortmund-introduce-no-beer-5318685>

Dirdal, Are. 2009. "Verdivurdering av VIKING FOTBALL ASA". Masteroppgave, Norges handelshøyskole

Espnfc.com. "Statistics". Lest 13.03.2017

<http://www.espnfc.com/german-bundesliga/10/statistics/performance?season=2006>

fifa.com "What we stand for" Lest 15.4.2017 fra

<http://www.fifa.com/about-fifa/who-we-are/explore-fifa.html>

Finance.yahoo.com. 2017. "Borussia Dortmund GmbH & Co. Kommanditgesellschaft auf Aktien (BVB.DE) ". Lest 04.04.2017 fra

<https://finance.yahoo.com/quote/BVB.DE/history?p=BVB.DE>

Finance.yahoo.com. 2017. "DAX (^GDAXI) ". Lest 04.04.2017 fra

<https://finance.yahoo.com/quote/%5EGDAXI/history?p=%5EGDAXI>

Investopedia.com. 2017. "Enterprise-Value-To-Sales - EV/Sales". Lest 08.04.2017 fra

<http://www.investopedia.com/terms/e/enterprisevaluesales.asp>

Investopedia.com. 2017. "Price-Earnings Ratio - P/E Ratio". Lest 08.04.2017 fra

<http://www.investopedia.com/terms/p/price-earningsratio.asp?ad=dirN&qo=investopediaSiteSearch&qsrc=0&o=40186>

Investopedia.com. 2017. "EBITDA/EV Multiple". Lest 10.04.2017 fra

<http://www.investopedia.com/terms/e/ebitda-ev-multiple.asp?ad=dirN&qo=investopediaSiteSearch&qsrc=0&o=40186>

Investopedia staff. Investopedia.com. 2017. "Understanding The P/E Ratio". Lest 10.04.2017 fra

<http://www.investopedia.com/university/peratio/?ad=dirN&qo=investopediaSiteSearch&qsrc=0&o=40186>

Investopedia.com. "Porter's 5 Forces" . Lest 20.2.2017 fra

<http://www.investopedia.com/terms/p/porter.asp>

Jones, Dan. *Reboot Annual Review of Football Finance 2016*. Sports Business Group. 2016. Side 11.

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

Koylu, Enis. "A majority of 15 clubs in the German top flight voted in favour of the use of hawk-eye from the start of the 2015-16 season". *Goal.com*. 4 desember 2014. Lest 16.02.2017 fra

<http://www.goal.com/en/news/15/german-football/2014/12/04/6763652/bundesliga-approves-goal-line-technology>

Norli, Øyvind. "Fotball og aksjemarkeder".

*Magma Econas tidsskrift for økonomi og ledelse*, utgave 6::1-2. 2006

<http://magma.no/fotball-og-aksjemarkeder>

Oltermann, Philip.. "Dortmund attack: man arrested on suspicion of share-dealing plot". *theguardian.com*. 21 april 2017. Lest 26.04.2017 fra

<https://www.theguardian.com/football/2017/apr/21/dortmund-bus-attack-suspect-arrested-as-police-allege-share-dealing-plot>

Population.city.com. 2015. "Dortmund · Befolkning". Lest 30.03.2017 fra

<http://befolkning.population.city/tyskland/dortmund/#1>

Reuters. "Borussia Dortmund's boast Europe's highest average crowd as 80,000-plus pack Westfalenstadion for each home game" *dailymail.co.uk*. 12 Mai 2014. Lest den 24.02. 2017 fra

<http://www.dailymail.co.uk/sport/football/article-2626311/Borussia-Dortmunds-boast-Europes-highest-average-crowd-80-000-plus-pack-Westfalenstadion-week.html>

Seifert, Christian. 2016. *BUNDESLIGA REPORT 2016*. DFL Deutsche Fußball Liga GmbH. Lest 26.02.2017

<http://www.bundesliga.com/en/media-service/report/>

Skjerdingsstad, Anders. "Sarkozy tar VM-grep". *Nettavisen.no*. 2010. Lest 08.03.2017.

<http://www.nettavisen.no/sport/sarkozy-tar-vm-grep/2929246.html>

Sportsmail reporter. "Bill Shankly: The top 10 quotes of a Liverpool legend 50 years to the day since he took over" *dailymail*, 1 Des 2009. Lest 08.03.2017 fra

<http://www.dailymail.co.uk/sport/football/article-1232318/Bill-Shankly-The-quotes-Liverpool-legend-50-years-day-took-over.html#ixzz4aisRQ0rE>

statista.com. 2017. "Average market risk premium in Germany from 2011 to 2016" Lest 01.04.2017 fra

<https://www.statista.com/statistics/664825/average-market-risk-premium-germany-europe/>

Stenersen, Steffen. "Det nyopprykkede laget har satt sinnene i kok i Tyskland. Nå spås de å kunne bli et europeisk topplag". *Aftenposten*, 9 sept 2016. Lest 20.02.2017

<http://www.aftenposten.no/100Sport/fotball/Det-nyopprykkede-laget-har-satt-sinnene-i-kok-i-Tyskland-Na-spas-de-a-kunne-bli-et-europeisk-topplag-2815b.html>

Telegraph.co.uk. "The 20 greatest stadiums in European club football". *Telegraph.co.uk*. 7 april 2016. Lest 07.03.2017 fra <http://www.telegraph.co.uk/football/2016/03/09/the-20-greatest-stadiums-in-european-club-football/signal-iduna-park-dortmund/>

SPORTSMAIL REPORTER. "Bill Shankly: The top 10 quotes of a Liverpool legend 50 years to the day since he took over". *Dailymail.co.uk*. 1 desember 2009. Lest 30.04.2017 fra

<http://www.dailymail.co.uk/sport/football/article-1232318/Bill-Shankly-The-quotes-Liverpool-legend-50-years-day-took-over.html>

tradingeconomics.com, 2017. "Germany Government Bond 10Y. Lest 28.03.2017 fra <http://www.tradingeconomics.com/germany/government-bond-yield>

Transfermarkt.com. 2017. "Borussia Dortmund". Lest 28.03.2017 fra <https://www.transfermarkt.com/borussia-dortmund/alletransfers/verein/16>

Tress, Thomas og Watzke, Hans-Joachim. *Annual report*. Alle årsrapporter fra 2006 til 2016. Hentet fra: <http://aktie.bvb.de/eng/Publications/Annual-Reports>

UEFA.com. "Borussia Dortmund". Lest 07.03.2017 fra <http://www.uefa.com/teamsandplayers/teams/club=52758/profile/>

Yngve Kaldestad og Bjarne Møller. *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. 2. utgave. Fagbokforlaget, 2016.

### **Multipler:**

Et program på stasjonerte datamaskiner på HiOA. Det heter «Thompson Reuters» (Lesedato: 1. Februar 2017)