

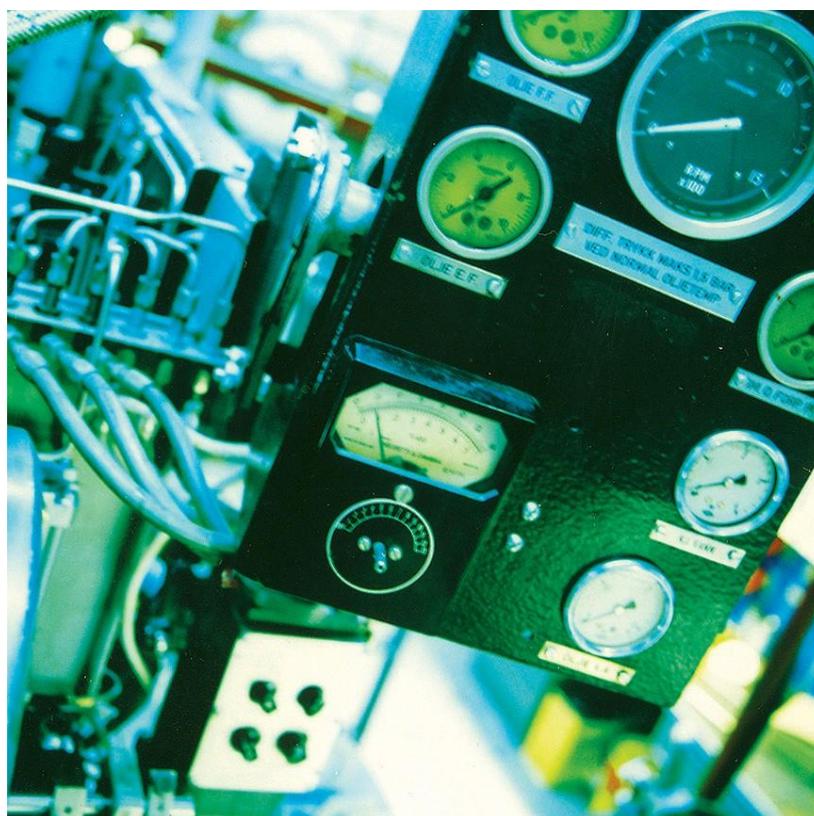
Ørjan Lønning

Verdiskaping i Private Equity

Hvilken verdiskaping har Norske fond sammenlignet med USA?

Stavanger 15.08.2017

Masteroppgave



NTNU
Norges teknisk-
naturvitenskapelige
universitet
institutt for industriell økonomi og
teknologiledelse



Norwegian University of
Science and Technology

MASTEROPPGAVE

**IØ6901 – Master i Organisasjon og ledelse, spesialisering i
strategi og forretningsutvikling**

Verdiskaping i Private Equity

Hvilken verdiskaping har Norske fond sammenlignet med USA

Ørjan Lønning

Stavanger, 15.08.17

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	4
Problemstilling.....	5
Omfang og begrensinger.....	5
Hva er private equity?	6
Det Norske PE markedet.....	7
PE Markedet i USA	7
Opprinnelse	7
Tidlig historie.....	7
Høyt og lavt.....	8
Hvordan skiller Norge seg fra USA?	9
Verdiskaping i aktive eierfond.....	10
Direkte verdidrivere	10
Finansielle drivere:.....	10
Finansiell kompetanse.....	10
Operasjonelle drivere	12
Økt eiendelutnyttelse	13
Strategiske drivere	13
Kjernevirksomhet.....	14
Oppkjøp.....	14
Indirekte verdidrivere.....	15
Prinsipal-agent teori	15
Insentiver til ledelsen	15
Tidligere forskning.....	16
Nøkkeltall.....	16
Likviditet.....	16
Varelagerets lagringstid	16
Kundekreditt	17
Leverandørkreditt.....	17
Arbeidskapital.....	17
Arbeidskapitalens omløpshastighet.....	17
Soliditet.....	18
Langsiktig gjeld i % av totalkapital:	18

Vekst, lønnsomhet og effektivitet:	18
Årlig vekst i omsetning	18
Ebitda margin	19
ROA	19
Data:	19
Metode	19
Utvalget	19
Reliabilitet	20
Validitet	21
Statistisk metode	21
Statistisk signifikans (p-verdi)	22
Resultat og testing	22
Finansiell optimalisering	23
Forbedret eiendelutnyttelse	23
Kostnadsreduksjoner	25
Økning i omsetning	26
Begrensinger i oppgaven og fremtidig forskning på området	26
Konklusjon	27
Kilder	28
Dataset og tall	30 - 53

Sammendrag

Denne masterutredningen spør; hvilken verdiskaping har Norske fond sammenlignet med USA? Dette er en kvantitativ undersøkelse på innvirkningen aktive eierfond har på verdiskapingen til porteføljeselskapene og forskjellene i verdiskaping mellom landene Norge og USA.

I oppgaven er det samlet inn offentlig tilgjengelig data på totalt seks porteføljeselskaper, tre i Norge og tre i USA. På bakgrunn av denne informasjonen vil jeg teste problemstillingen knyttet til forskjeller i verdiskaping mellom landene. Jeg ønsker da å se på hvilken verdi de aktive eierfondene i Norge og USA har skapt mens selskapene var porteføljeselskaper hos de respektive eierfondene.

Oppgaven tar kort for seg hva aktive eierfond er, så går jeg nærmere inn på det Norske PE markedet. Videre sier jeg noe om PE markedet i USA som er forløperen for bransjen og summerer deretter opp forskjellene mellom Norge og USA.

Videre går jeg inn på det teoretiske grunnlaget rundt verdiskaping i aktive eierfond. Hvor jeg ser på direkte drivere i verdiskapingen blant aktive eierfond. Jeg går her innom finansielle drivere, operasjonelle drivere og strategiske direkte drivere.

Videre ser jeg litt på det teoretiske grunnlaget bak indirekte drivere hos PE fond. Hvor et sentralt tema er agentproblematikken. Det tas så en rask oppsummering på tidligere forskning på området før jeg legger frem hvilke tall som ønskes brukt i datasettet.

Det blir etter dette tatt en gjennomgang på data og resultat av testingen av denne dataen.

Jeg finne her også at noen av resultatene til en viss grad korresponderer med tidligere studier.

Problemstilling

Innspirert av en tidligere kollega som jobbet tett mot et aktivt eierfond, ønsket jeg å skrive nærmere om aktive eierfond. Det jeg så som mest interessant var hvilken verdiskapingen disse fondene hadde. Det vært særlig interessant å se på om Norge som en relativt ung spiller i det globale PE markedet kunne måle seg på verdiskaping sammenlignet med større markeder.

Dette var grobunnen for valget av tema for masteroppgaven. Hvor jeg har valgt å fokusere på hva som driver verdiskaping under aktivt eierskap fra et fond. Jeg vil videre se på verdiskapingen i Norske fond sammenlignet mot USA. Spørsmålet jeg da ønsker å løse i denne oppgaven formuleres slik:

Verdiskaping i Private Equity Fond – Hvilken verdi klarer Norske fond å skape sammenliknet med USA?

Dette spørsmålet kan så deles i to:

1. Hvordan kan aktive eierfond skape verdi for sine porteføljeselskaper og hva karakteriserer disse verdidriverne fra et teoretisk ståsted?

Det første steget blir da å kartlegge hvordan aktive eierfond opererer og se på hvilken metoder de bruker for å skape verdi for sine porteføljeselskaper.

2. Hvilken verdi klarer Norske fond å skape sammenliknet med USA?

Det neste steget vil da være å se på kvantitativ data ved hjelp av et utvalg selskaper fra begge landene for å se om det er noen signifikant forskjell i verdiskaping blant aktive eierfond.

I denne oppgaven ønsker jeg å svare på spørsmålene gjennom teoretiske drøftelser rundt verdiskaping, og kvantitativ data fra et utvalg Norske og amerikanskeide selskaper.

Omfang og begrensinger

Målet med denne oppgaven er kun å identifisere verdidrivere bak investeringer gjort av aktive eierfond. Denne oppgaven vil ikke dekke om verdien vedlikeholdes etter exit eller hvordan verdiene blir distribuert mellom investorer.

Det vil også kun tas med et utvalg av selskaper for å representere markedene. Denne seleksjonen er gjort på grunnlag av bransje og størrelse. Det vil her kunne være sjevheter i utvalget, siden man ikke får perfekte testgrupper med samme forutsetninger i de forskjellige landene.

Hva er private equity?

Kort oppsummert er Private Equity risikokapitalinvesteringer i selskaper med stort potensiale for vekst, fasilitert av et Private Equity gjennom et dedikert fond hvor den eksterne kapitalen er hentet.

PE fond blir ofte delt inn i kategoriene Såkornfond, Venture Fond og Buyout Fond (oppkjøpsfond). Hovedforskjellen på disse begrepene er livssyklusen til et selskapene de aktive eierfondene ønsker å investere. Såkornfond går gjerne inn i teknologibedrifter i en svært tidlig fase. Gjerne før selskapet har omsetning og det er klart om teknologien vil fungere. Venture Fond ønsker gjerne å komme inn på et relativt tidlig tidspunkt med vekstkapital og erfaring til selskaper med stort vekstpotensial, men skiller seg fra såkorn i at selskapet gjerne er en del lengre på vei hva kommer teknologi, marked og salg. Mens oppkjøpsfond gjerne ønsker å investere kapital og da gjerne en majoritetsandel i mer modne bedrifter. Ofte har oppkjøpsfondet med seg ledelsen og nøkkelansatte i bedriften (om aktive eierfond, 2012).

Private equity eller aktive eierfond skiller seg også på flere områder fra offentlige fond eller børs, også kalt public equity. Hvor den viktigste gjerne er aktivt eierskap. PE fond går ikke bare inn med penger i porteføljeselskapene. Aktiv deltakelse gjennom erfaring og kunnskap er også viktige faktorer for å skape verdi i selskapene de investerer fondets penger i. Videre vil den andre større forskjellen være hvor de investerer kapitalen sin. Mens offentlige fond gjerne investerer i noterte aksjer vil et PE fond som regel investere i unoterte aksjer. I noen tilfeller vil de også kunne ta noterte aksjer av børs igjen. Den tredje større forskjellen er investeringshorisont, PE fond har som regel en lengre tidshorisont en offentlige fond. Dette har sin rot i illikviditeten i unoterte aksjer og tiden det tar å skape verdi gjennom aktivt eierskap (Kaplan & Strömberg, 2009).

Det Norske PE markedet

Private Equity i Norge er en relativt ny aktiva klasse sammenlignet med mer utviklede markeder internasjonalt. Før 1980 tallet var det lite risikokapital i Norge. Dette skyldes gjerne mye statseide selskaper og en relativt liten børs. Tidspunktet for avregulering av kredittmarkedet i Norge kan også ha hatt en innvirkning på risikokapitalen, siden dette skjedde på et senere tidspunkt enn resten av de utviklede landene.

Før avreguleringen avgrenset staten tilgjengelig kreditt i markedet, mens de samtidig ga billige lån, subsidier og garantier over en lav sko til et utvalg av industrier. Dette kombinert med en relativt høyt belånt tradisjonell industri ga lite rom for et PE marked.

Det ble i 2016 reist mer kapital i Norske PE fond en noen gang tidligere. Hele 17 milliarder norske kroner er plassert inn i til sammen 9 nye fond. De Norske PE fondene investerte også mer i 2016 enn noen andre år tidligere og fortsetter da trenden med vekst de siste 5 årene. Totalt sett er det investert mindre i norske porteføljeselskaper i 2016 en tidligere. Da utenlandske PE fond ikke har investert like mye som tidligere år (NVCA, 2017).

PE Markedet i USA

Opprinnelse

Begynnelsen på aktive eierfond kan spores helt tilbake til den industrielle revolusjonen. På den tiden hadde investorer allerede begynt å investere i private selskaper samt kjøpe selskaper. J. Pierpont Morgan kjøpte i sin tid Carnegie Steel Co. Fra Andrew Carnegie og Henry Phipps for 480 millioner dollar i 1901 (How did J.P morgan finance 480mill to pay andrew carnegie?, 2014). Som fortsatt anses for å være det første store oppkjøpet. Mot begynnelsen på 1900 tallet begynte J.P. Morgans selskap å finansiere industrielle selskaper og togutbygging (company history, 2017). Før andre verdenskrig var aktive oppkjøpsfond i forbeholdt velstående familier som Rockefeller, Vanderbilts og Warburgs.

Tidlig historie

Det er etableringen av American Reserch and Development Corporation (ARDC) i 1946 som markerer starten på profesjonelt drevne oppkjøpsfond. Dette var et børsnotert selskap som ønsket

å tilby finansiering til nye og mindre selskaper. Rundt denne tiden ble investeringer i private bedrifter mest gjort på ad hoc basis. Det som fikk ordentlig fart på aktive eierfond i USA var når det ble lovfestet at man kunne føre finanskostnader mot ordinære inntekter for dem som investerte minst 25.000 dollar i mindre bedrifter. Det ble etter dette oppretter aktive eierfond som hentet femti ganger kapitalen ARDC klart på tretten år, bare på fem år.

På seksitallet så man tidligfase fond etablere seg. Selv om disse var små hadde de på slutten av tiåret klart å reise 171 millioner dollar. På slutten av sekstitallet økte skattesatsene på finansinntekter og reduksjon i antall børsnoteringer. På denne tiden ble fokuset flyttet over fra å finansiere nye selskaper til å ekspandere eksisterende porteføljeselskaper.

Konseptet Private Equity kom gjennom fremveksten av KKR. Som var drevet av Jerome Kohlberg Jr., Henry Kravis og George Roberts. De ønsket å investere i familieeide bedrifter som slet med generasjonsskiftet. Disse selskapene slet både med mangel på alternative exit løsninger og børsnotering grunnet størrelsen. Istedenfor å selge til en konkurrent så gründerne det bedre å selge selskapene til en finansiell kjøper.

Høyt og lavt

På grunn av regulatoriske endringer og et gunstig skattesystem vokste aktive eierfond voldsomt fra 1980 til tidlig 1990 tallet. Det var i denne perioden Santa Clara Valley i California vokste frem til Silicon Valley vi kjenner i dag.

Det er gjerne oppkjøpet av drikkevareselskapet snapple i 92 som blir sett på som begynnelsen på en ny era i PE- markedet, Der Thomas H. Lee Partners solgte selskapet til Quaker Oats for 1.7 milliarder dollar i 1992. Dette var også den tiden hvor man så fremveksten i teknologiselskaper som Apple og Microsoft som ble båret frem av aktive eierfond.

Når lave rentenivåer kom tilbake igjen etter dot.com boblen ga det nytt liv til PE industrien. Det var på denne tiden man så de største oppkjøpene, men stor utbredelse av oppkjøpsfond. Det var også her man så fremveksten av store institusjonelle PE fond (The development of Private Equity and Venture Capital, 2012).

Hvordan skiller Norge seg fra USA?

I de siste årene har norske PE fond reist mer kapital hvert år. De har også i større grad klart å tiltrekke seg internasjonale investorer. Det er allikevel begrenset med litteratur som analyserer PE bransjen i Norge. Det meste av forskningen og analysene av PE bransjen skjer i USA. Hvor den empiriske dataen og teorier blir testet og utviklet på bakgrunn av dette. Amerikansk basert data og teori er ikke nødvendigvis overførbart til Norge og norsk kultur. Det kan være såpass store ulikheter i ledelseskultur, størrelsen på markedet og i struktureringen av bransjer og på hvordan kapitalmarkedene fungerer.

Noe av forklaringen på hvorfor Norge henger bak USA er mulighetene for en exit etter endt investering. Blant aktive eierfond er mangel på slike muligheter ofte den første forklaringen på hvorfor aktiviteten er lavere i noen land fremfor andre. Ofte den mest lønnsomme eksiten for et fond er gjennom børsnotering, hvis det er små muligheter for lokal notering og børsen er liten vil fondene gjerne se seg nødt til å velge andre, mindre lønnsomme exitformer (Metrick & Yasuda, 2011)

Jeg har nedenfor tatt en kort oppsummering av punkter som skiller det Norske PE markedet fra USA.

- Ledelsen sin motivasjonsfaktor kan være forskjellig mellom landene
- Markedet og gode porteføljeselskaper er forskjellige (mindre i Norge)
- Norge er relativt underutviklet i forhold til USA (markedsmessig)
- Å reise penger er vanskeligere i Norge
 - Må hente fra int.investorer med veldig forskjellige lover og regler
- Færre lånekilder (kredittmuligheter)
- Bankdominert i Norge (lite diversifiser kapitalmarked)
- Størrelsen på det norske markedet sammenlignet med BNP er mye lavere en i USA.
- Aksjemarkedet er mye mindre både i størrelse og substans. Noe som kan måles i markedsverdi og handelsvolum sammenlignet med BNP.
- Rettssystemet i Norge og USA er forskjellig
- Det er mindre sammenheng mellom produktivitet og lønn i Norge, flatere lønnsstrukturer.

(Robert Spliid, 2013)

Verdiskaping i aktive eierfond

Direkte verdidrivere

Finansielle drivere:

Med fremveksten av nye finansieringsalternativer og finansiell optimalisering, kunne aktive eierfond tilegne seg nye selskaper på tidlig 80-tallet ved hjelp av store mengder gjeld. Denne gjelden kunne i neste rekke brukes for å optimalisere kapitalstrukturen på porteføljeselskapet for utnytte skatteletter på bakgrunn av dette (Renneboog et al., 2006)

Optimalisering av kapitalstruktur har blitt bruk flittig av aktive eierfond for å øke verdien i selskapet. Det de ønsker å oppnå med dette er å finne den rette kombinasjonen av egenkapital og gjeld porteføljeselskapet skal ha. Ser man videre på gjelden aktive eierfond ofte benytter er dette gjerne en kombinasjon av flere typer gjeld som strekker seg fra mer tradisjonelle banklån til høyrentelån. Grunnen til de aktive eierfondene i stor grad pleier å øke gjelden når de erverver selskaper er det flere grunner til. For det første gjør dette at driften av selskapet gjerne må strammes opp og forbedres slik at selskapet evner å overholde gjeldsforpliktelser. En annen hovedgrunn gjerne være for å minimere kostnaden av kapital etter skatt, ved at rentekostnadene reduserer det betalbare resultatet.

I konteksten av denne oppgaven som skal se på verdiskaping vil gjerne ikke skattefordeler ses på som verdiskapende men heller verdiøkende for aksjonærer og direkte interessenter i porteføljeselskapet. Skatteoptimalisering vil å så måte øke redistribusjon av penger.

Finansiell kompetanse

I kjernen av lånefinansierte oppkjøp er en relativt avansert bruk av gjeld og egenkapital i oppkjøpet av porteføljeselskaper. De aktive eierfondene har som regel meget god kunnskap og meget godt nettverk inn mot banker og andre kapitalmiljø som muliggjør bedre vilkår en porteføljeselskapene gjerne ellers kunne oppnådd på egenhånd (Anders, 1992).

Siden aktive eierfond er avhengig av en eller flere finansielle partnere som kan utstede og gi gunstige lånevilkår ender de ofte opp som gjentakende kunder. Dette vil igjen føre til at det bygges opp et tillitsforhold mellom aktive eierfond og finansieringspartnere. Hvor fondet får tilgang til bedre lånevilkår en porteføljeselskapet hadde klart å oppnå på egenhånd (Cotter and Peck , 2001).

Styrke markedet

En spennende effekt aktive eierfond kan ha (spesielt i mindre markeder som Norge), er at de kan fungere som et substitutt for et svakt kapitalmarked (Boucly, Sraer, and Thesmar, 2008). Chung, 2010 har også gjort en studie på dette området på det britiske PE markedet. Resultatene av dette studiet viste at aktive eierfond fungerte som substitutter for kapitalmarkedet også her. Hvor Storbritannia tilsynelatende har et av de mest velfungerende kapitalmarkedene, vil allikevel aktive eierfond kunne bidra med kapital inn hvor mer tradisjonelle former for finansiering rekker. Dette kan gi indikasjoner på at hvor det er enda mindre velfungerende kapitalmarkeder kan gi enda større muligheter for aktive eierfond.

Gjeld

For aktive eierfond har gjeld vært helt sentralt i evnen til å erverve større foretak. Lånefinansierte oppkjøp er blitt et begrep og dette gjør at aktive eierfond kan kjøpe større foretak med lite egenkapital som sikkerhet. Dette gjør at de da får større avkastning på egenkapitalen de går inn med. Når man girer egenkapitalen på denne måten øker man muligheter og svingninger i avkastningen på investert egenkapital. Den høye gjelden som påføres porteføljeselskapene har også sine bakkedler, som gjenspeiles i den økte finansielle risikoen ved høy belåning. Ethvert tap porteføljeselskapet gjør vil forsterkes. Dette gjør at aktive eierfond er meget opptatt av at porteføljeselskapene skal ha tilstrekkelig og sikker kontantstrøm til å betale de økte låneforpliktelsene. Gitt at porteføljeselskaper har tilstrekkelig og stabil kontantstrøm vil man kunne si at den økte gjelden vil være en kilde til økt verdiskaping (Nikoskelainen, & Wright, 2010).

En indirekte effekt av økt gjeld det er gjort flere studier på, er effekten den har på ledelsen i porteføljeselskapene. Den økte gjeldsbyrden kan påvirke ledelsen i selskapene til å handle mer i tråd med ønskene til fondet. De økte rente og avdragskostnadene øker insentivene for operasjonell effektivisering og reduserte kostnader (Rappaport, 1999). Et annet argument for for

økt gjeld taler for at man får et tosidig insentiv som kombinerer og forsterker en oppside og nedside. Dette holder ledelsen konsentrert og øker insentivene (Butler, 2001).

Kapitalstrukturen i lånefinansierte oppkjøp refererer typisk til forholdet mellom gjeld og egenkapital på kort og lang sikt. Den optimale kapitalstrukturen vil her være en balansert gjeldsgrad som minimerer kapitalkostnaden.

Operasjonelle drivere

Allerede sent på 80-tallet begynte forskere på oppkjøpsfond å finne en økende bevisgrad for at fondene også tok med seg signifikante forbedringer både operativt og i produksjonen (Chung, 2010). Det ble i studier avdekket at primærkilden i verdiskapingen til aktive eierfond på 80-tallet var organisatoriske endringer som førte til forbedringer i selskapets operasjonelle og investerings beslutninger.

For å kunne bidra på det operasjonelle planet må det aktive eierfondet også besitte en hvis kompetanse innenfor ønskede felt. Kan fondene bli en operasjonell partner for porteføljeselskapet (Acharya et al, 2011)

I denne forbindelse vil fondsforvalterne kunne være sparringpartnere med ledelsen, tilrettelegge for langsiktige beslutninger og ikke legge for mye press på kvartalsvis rapportering. De vil også kunne stake ut strategiske endringer, veksttiltak og effektiviseringstiltak (Kaplan & Strömberg, 2009). De aktive eierfondene har ofte også ansatt spesialister med erfaring fra konsulentselskaper eller tung faglig kompetanse innen nødvendige forretningsområder som IT, HR eller marked/salg. Disse kan gi innsikt, strategisk rådgiving og en hjelpende hånd med veksten av selskapene . Aktive eierfond kan også fasilitere operasjonell kunnskap mer indirekte gjennom styret eller ledelsen, ved å tilby porteføljeselskapet et kontaktnett av relevante og dyktige personer. Pensjonerte ledere med erfaring fra industrien i respektive porteføljeselskaper eller innenfor mandatet til fondene kan bistå fondet når de leter etter potensielle oppkjøpskandidater og kan senere bli satt inn som styremedlemmer i selskapene. Størrelsen på transaksjonene og nivået av kontroll fra det fondet styrer ofte hvor mye kapital som ønskes å investeres i overhead kostnader (Matthews et al, 2009).

Hvis porteføljeselskaperes resultater er dårlige kan dette komme av suboptimal ledelse og hvis man erstatter ledelsen kan dette føre til operasjonelle forbedringer. Ved å erstatte ledelsen i forbindelse med oppkjøp kan fondet tilføre nødvendig kompetanse på de områder selskapet sliter mest. Hvis endringer i ledelsen er nødvendig, vil fondet ønske å gjøre disse så raskt som mulig for å få best mulig utellig. Det første året etter oppkjøpet er viktig, da dette ofte indikerer hvor god investeringen vil være over tid, da tidlig suksess med operasjonelle forbedringer, som regel resulterer i en permanent endret selskapskultur. Det å gjøre selskapet mer effektiv gjennom organisk vekst og operasjonell forbedring er ikke den eneste kilden til verdiskaping. Konsolideringer og synergier ved oppkjøp kan hjelpe porteføljeselskaper med å oppnå kritisk masse samtidig som desinvesteringer av deler av selskapet som ikke er kjernevirksomheten kan være en måte i øke avkastningen på investert kapital.

Økt eiendelutnyttelse

En viktig nøkkel i forbedringer rundt produktivitet og effektivitet for et porteføljeselskaper er å øke eiendelutnyttelsen. Hvis man øker utnyttelsen av eiendelene vil dette kunne øke kontantstrømmen, tilgjengeliggjøre ressurser og senke kapitalkravene til porteføljeselskapet (Baker & Smith 1998). Det er vist tidligere at aktive eierfond oppnår kostnadsreduksjoner ved optimalisere både anleggsmidler og omløpsmidler. De forbedrer også styringen av arbeidskapitalen i porteføljeselskapene (Butler, 2001) Dette løses gjerne i praksis ved å minimere kundekreditt og varer på lager, samtidig som man ønsker å øke leverandørkreditten siden disse har en direkte effekt på selskapets kontantstrøm og da verdivurderingen. Denne oppnås ved forhandle på priser og betalingsvilkår, samt være mer effektive rundt lageret og ikke ende opp med mye ukurans (Neimeyer & simpson, 2008).

Strategiske drivere

De aktive eierfondene som lykkes ønsker ofte å ta en aktiv del i utvalget av den strategiske kursen til et porteføljeselskap (Zong, 2005). Ønsket om aktiv deltakelse i stretegi og veivalg er basert på troen på at dette er en viktig kilde til verdiskaping i porteføljeselskapet (Muscarella & Vetsuypens, 1990)

Det er spesielt to strategiske alternativer som går igjen hos fondene. Fokus på kjernevirksomhet og organisk vekst eller konsolidering av markedet. Disse strategiske alternativene blir også ofte kombinert sammen med klare mål om vekst i markedet. Et vanlig problem for porteføljeselskaper før oppkjøp er at de gjerne prøver å gjøre for mange ting samtidig. Dette er noe av det aktive eierfond ofte bringer til bordet. De gir da gjerne selskapene klare og få mål. De får vekk en del støy og ufokuserte innsatser.

Kjernevirksomhet

En reduksjon i kompleksitet har vist seg for mange porteføljeselskaper som en fornuftig strategi. Det har bidratt til å bedre operasjonell effektivitet og verdien på selskapet (Thomas, 2004).

Som en konsekvens av at aktive eierfond gjerne fokuserer på kjernevirksomheten i porteføljeselskapene vil det skje en desinvestering av det som ikke ses på som kjernevirksomheten. Desinvesteringene fører da med seg en del forbedringer ved at man ikke er overinvestert i modne eller fallende industrier. Flere produksjonslinjer skaper også ineffektivitet som reduseres ved eventuelle desinvesteringer (Aslan & Kumar, 2009).

Oppkjøp

Aktive eierfond brukte engang gjeld som hovedverktøyet for å øke internrenten i porteføljeselskapene. Nå har verdiskapingen flyttet seg mer fra finansielle krumspring til operasjonell forbedring. Hvor mange fond ønsker å øke verdien på porteføljeselskaper gjennom oppkjøp. Et studie gjort av Boston Consulting Group viser at oppkjøp er den mest brukte metoden for å forbedre den operasjonelle verdien i porteføljeselskapene, denne metoden ble brukt av 91% av de spurte fondene (*Private Equity: Engaging for Growth*, BCG report, January 2012).

I praksis kjøper fondene da et hovedselskap (plattform) med en velfungerende ledelse og infrastruktur. De bruke dette selskapet til å gjøre en opprulling eller oppkjøp av flere selskaper I samme sektor. Dette kan både akselerere omsetningsveksten og drive marginforbedringer ved å realisere synergier. Studiet til BCG så også på hvordan fondene skapte verdier men denne

strategien. De mindre porteføljeselskapene hadde mest å hente på oppkjøp, da de kan bruke oppkjøpene til å bygge dybde fremfor bredde.

Indirekte verdidrivere

I tillegg til verdiskaping fra direkte drivere, er det også ikke operasjonelle drivere som også er med på verdiskapingen som spiller en viktig rolle i dette. Disse driverne blir ofte kalt indirekte drivere fordi de ikke direkte påvirker, men forsterker effekten av de direkte driverne. Indirekte drivere er knyttet til organisatoriske endringer, eierstyring og selskapsledelse og eierstrukturen.

En av måtene aktive eierfond ønsker å skape verdi er gjennom reduksjon i agentkost. Ved å endre organisering og eierstruktur under et oppkjøp vil fondet kunne muliggjøre fordelene av mekanismer rundt reduksjonen i agentkostnader som igjen vil forbedre driften av selskapet (Smith, 1990).

Prinsipal-agent teori

Prinsipal agent teori problematikk blir gjort gjeldene i oppkjøpsfond grunnet forskjellige interesser mellom to parter, der den ene utfører oppgaver på vegne av den andre. Den som tildeler oppgaven kalles prinsipal, den som utfører oppgaven kalles agent. Agenten besitter gjerne spesiell kompetanse eller andre egenskaper som prinsipalen mangler, eller ønsker. Med tanke på denne oppgaven er det spesielt interessant å se på hva hovedårsakene til at agentrelasjoner er problematiske. Hvor den største utfordringen for prinsipalen er hvordan han kan få agenten til å handle i samsvar med prinsipalens interesser. Agentproblemer oppstår grunnet ulike målsetninger hos prinsipal og agent, asymmetrisk informasjon og ulik risikoaversjon.

Insentiver til ledelsen

Aktive eierfond ønsker å løse agentproblematikken ved å samkjøre insentivmodeller med ønskene til fondet. Det som ofte gjøres i oppkjøp er at toppledelsen øker eierposten sin betraktelig i selskapet. Noe som gir dem motivasjon til å jobbe hardere, samtidig som det drar

insentivene til fondet og ledelsen tettere mot hverandre. Det blir så tatt opp mye gjeld mot eiendelene i selskapet for å finansiere kjøpet. Dette gjør at ledelsen må effektivisere driften av selskapet for å klare de økte renteforpliktelsene (Smith, 1990)

Tidligere forskning

Tidligere empirisk forskning på emnet har vært fokusert på endringer i verdidriverne. Grunnen for dette kan nok være utfordringen med måling av de indirekte driverne i stor nok skala. Det er også vanskelig å konkret kvantifisere de indirekte driverne til noe substansielt man kan bygge noe rundt. Det er også i ordet private equity noe av hemmeligheten ligger. Det lar seg ikke lett gjøre å få tak i nødvendig informasjon fra privateide selskaper. Da det er begrenset tilgang i stor skala til slik informasjon. Dette er noe jeg også har opplevd i jobben med denne oppgaven.

Nøkkeltall

Det vil brukes nøkkeltall i oppgaven for å kvantifisere og analysere verdiskapingen i porteføljeselskapene gjennom "holding perioden". Dette vil igjen brukes for å teste hypotesen. På et generelt grunnlag brukes nøkkeltall for å måle hvor bra selskaper gjør det i forskjellige kategorier år for år og sammenlignet med andre.

Likviditet

Varelagerets lagringstid

Viser hvor lenge varene ligger på lager i snitt. Formelen er hensiktsmessig å bruke når man skal vurdere omløpet på varene over tid. På generell basis sier lav omløpshastighet på varelageret oss at selskaper har for mye på lager, som kan indikere dårlig planlegging rundt lageret eller lite salg. For mye varer på lager binder kapitalen til selskapet og gjør selskapet utsatt for nedgang i markedspriser. På den andre siden kan høy omløpshastighet på varelageret indikere at selskapet selger mye eller planlegger varelageret godt. Det betyr også at selskapet ikke binder like mye kapital i varelager og har en mindre risiko for å sitte inne med ukurans i varelageret. Det er

likevel ikke alltid bra med for høy omløpshastighet på varelageret. For høye verdier kan indikere at selskapet gjerne går tom for varer ofte eller har en dårlig innkjøpsprosess.

$$\frac{\textit{Sum varelager} * 365}{\textit{Vareforbruk}}$$

Kundekreditt

$$\frac{\textit{Sum kundefordringer} * 365}{\textit{Varesalg}}$$

Dette tallet viser oss hvor lang reel kredittid kundene har på å betale sine fordringer til selskaper. Den viser altså hvor mange dager en faktura er utestående før den blir betalt. Det sier oss noe om hvor effektiv selskapet er på å kreve inn penger fra sine kunder.

Leverandørkreditt

Dette viser oss hvor lang tid selskapet i gjennomsnitt bruker på å betale sine leverandører.

$$\frac{\textit{Sum leverandørgjeld} * 365}{\textit{Varekjøp}}$$

Arbeidskapital

Omløpsmidler – kortsiktig gjeld

Arbeidskapitalens omløpshastighet

$$\frac{\textit{Salg}}{\textit{Arbeidskapital}}$$

Arbeidskapitalens omløpshastighet måler hvor mye arbeidskapital selskaper bruker på driftskostnader og varekjøp for å oppnå inntekter. Nøkkeltallet brukes for å analysere forholdet og effektiviteten mellom penger brukt på driften av selskapet og hvor mye man får ut av det i salgsinntekter.

Siden arbeidskapital er omløpsmidler minus kortsiktig gjeld, vil et høyt tall indikere at ledelsen i selskapet flinke til å bruke selskapets omløpsmidler og kortsiktige gjeld til å støtte inntektene. På den andre siden vil et lavt tall indikere at selskapet har for mye utestående fordringer og varelager til å støtte inntektene. Dette kan igjen føre til for mye tap på krav og ukurans i varelageret.

Soliditet

Langsiktig gjeld i % av totalkapital:

$$\frac{\textit{Langsiktig Gjeld}}{\textit{Totalkapital}}$$

Dette viser hvilken prosentsats av selskapets eiendeler er finansiert med lån eller andre fordringer som varer lengre enn et år. Nøkkeltallet gir et generelt overblikk på den langsiktige finansieringen av selskapet, samt evnen til å betale utestående lån.

En årlig nedgang i dette nøkkeltallet kan indikere at selskapet i mindre grad er avhengig av gjeld for vekst i selskapet. Derimot hvis et selskap har et høyt tall her kan dette indikere at selskapet gjerne har en større risiko for å ikke kunne tilbakebetale lånene sine på sikt uten ekstern kapital. Dette kan igjen gjøre både långivere og investorer skeptiske til å utstede nye lån eller investere deres i aksjer.

Vekst, lønnsomhet og effektivitet:

Årlig vekst i omsetning

Analysen av salgsinntektene tar sikte på å belyse hvor mye eller hvor raskt porteføljeselskapene vokser i størrelse. Jeg vil her se på den årlige vekstraten til selskapene for å gi en indikasjon på veksten i perioden selskapene har vært under aktivt eierskap av fond.

$$\text{Årlig vekst i omsetning} = \left(\frac{\text{omsetning ved salg}}{\text{omsetning ved kjøp}} \right)^{\frac{1}{n}} - 1$$

Ebitda margin

Dette er et mål på et selskaps lønnsomhet i prosent av total omsetning. Nyttene ved å anvende EBITDA margin som et nøkkeltall er at jeg da kan sammenligne selskaper av ulik størrelse i forskjellige industrier og land som i denne oppgaven.

$$\text{EBITDA Margin} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{omsetning}}$$

ROA

Dette gir en indikasjon på hvor effektiv ledelsen er i å bruke eiendelene til å generere inntekt.

$$\text{ROA} = \frac{\text{Netto inntekter}}{\text{omsetning}}$$

Data:

Metode

I dette avsnittet forklares det kort hvilken metode som er brukt i den kvantitative analysen. Den første delen forklarer utvalget og data, dette etterfølges av en gjennomgang på hvilke variabler og statistiske metoder brukt. Videre går jeg kort inn på reliabilitet og validitet i oppgaven.

Hensikten med metoden brukt i denne oppgaven er å avdekke om det er signifikante forskjeller mellom selskaper i Norge sammenligne med tilsvarende selskaper i USA.

Utvalget

En utfordring vil være forskjell i utvalg mellom USA og Norge. Det vil være flere selskaper i hver sektor å velge mellom i USA. Det vil også være en utfordring med et lite utvalg da, sammenlikningsgrunnlaget kan være skjevdistribuert mellom landene på grunn av utvalget.

Jeg har derfor valgt å en gruppe sammenlignbare selskaper fra hvert land. Det er valgt 5 selskaper i hvert land basert på likhet i bransje og omsetning.

Porteføljeselskapene bruk i utvalget ble identifisert gjennom PE fondene sine hjemmesider og pressemeldinger. Ved å bruke databaser som Zephyr og Thomson One ble ytterligere informasjon avdekket angående transaksjonen rundt porteføljeselskapene og utvalget gjort på bakgrunn av dette.

Regnskapstall for de gjeldende selskapene er hentet fra marketlink og proff.no for de norske selskapene. Ved å bruke sammenlignbare selskaper med tilsvarende størrelse hensyn tar jeg at selskaper av forskjellig størrelse ofte har relativt forskjellige resultat (Fama and French, 1995).

Reliabilitet

Et annet uttrykk for pålitelighet er reliabilitet. Reliabilitet oss et bilde på hvor nøyaktig observasjoner foretatt under forskning er (Hellevik, 2002).

Forskning har god reliabilitet dersom den måler det samme hver gang, uavhengig av hvem som utfører forskningen eller hvem det forskes på. Dette understreker hvor viktig det er å redusere sannsynligheten for feil i de ulike ledd i forskningen. Testing av reliabilitet skjer ved å etterprøve resultatene. Det skilles her mellom intersubjektivitet, hvor det foretas en vurdering av enigheten mellom forskere på området samt konsistens og stabilitet. Konsistens og stabilitet i forskningen oppnår man ved at det gjentatte ganger påvises samme resultat. Reliabilitet er vesentlig i den grad det indirekte indikerer hvor stor vekt man kan tilegne prøveresultatene (Undheim, 1996). En forutsetning for at data skal ha høy validitet er høy reliabilitet. Det vil være nødvendig å avdekke egenskaper i datamaterialet, dersom innsamling og behandling av data er feilaktig (Hellevik, 2002).

Det kan til tider være vanskelig å innfri kravet om reliabilitet grunnet ufullstendig data som kan inneholde utvalgsskjevhet.

Denne analysen vil være med på å generere kunnskap om forskjellen i verdiskaping i PE markedet i Norge og USA. Dette under de forutsetningene som er tatt, og man vil kunne benytte resultatene som sammenligningsgrunnlag mot andre studier på området.

Validitet

Når det er snakk om forskning er validitet eller gyldighet betegnelsen på hvor godt man klarer å måle det man ønsker å måle eller undersøke (Undheim, 1996). Det er tolkningen av dataen som valideres, ikke nødvendigvis målemetodene eller testene (Griprsrud, G. et al, 2004).

Datamaterialet som skal behandles I denne oppgaven vil karakteriseres som sekundærdata. Utfordringen ved empirisk analyse av tallene som er innhentet er eventuelt de svakheter datamaterialet skulle inneha.

Siden tallmaterialet benyttet i denne oppgaven i stor grad er kvantitativt, vil statistisk validitet være viktig. Statistisk validitet er at det er et statistisk grunnlag for å trekke konklusjoner i datamaterialet. Man oppnår økt statistisk validitet oppnår man gjennom valg av riktig analysemetode og økt antall observasjoner (Sander,2004).

Det oppnås statistisk validitet må resultatet være:

- Statistisk pålitelig - (mer info)
- Ingen målefeil - (mer info)
- Kjent usikkerhet - (mer info)
- Representativt - (mer info)

Statistisk metode

Den statistiske metoden brukt i denne oppgaven er en t-test (ofte kalt en students t-test). En t-test er en statistisk metode man bruker for å teste om det er signifikant forskjell mellom gjennomsnittet av to datasett.

$$t = \frac{(X_1 - X_2)}{\sqrt{\frac{(S_1)^2}{n_1} + \frac{(S_2)^2}{n_2}}}$$

Jeg for eksempel kan måle på differansen mellom EBITDA marginen for porteføljeselskapet ved oppkjøp og salg.

Statistisk signifikans (p-verdi)

Sannsynligheten for å observere noe som motsier nullhypotesen minst like mye som det jeg har observert, gitt at nullhypotesen er korrekt. Eller litt mer løselig, sannsynligheten for å observere noe minst like stort som det vi har observert, gitt at nullhypotesen er korrekt.

Et viktig poeng her er at vi alltid regner ut p-verdien under antagelsen om at nullhypotesen er korrekt ("gitt at nullhypotesen er korrekt"). I hypotesetesting antar vi i utgangspunkt at nullhypotesen er korrekt, og så regner vi ut hvor sannsynlige de observerte dataene er under denne antagelsen – dersom de er svært lite sannsynlige (liten p-verdi) konkluderer vi med at antagelsen (nullhypotesen) er feil.

Statistisk signifikans indikerer sannsynligheten for at den observerte forskjellen mellom datasettene skyldes tilfeldigheter.

Når vi skal ta stilling til om en hypotese skal forkastes eller ikke, må vi velge et nivå for hvor stor forkastningsfeil vi er villig til å akseptere. Det er vanlig å velge 5% signifikansnivå, $\alpha = 0,05$.

Hvis nullhypotesen er riktig godtar jeg 5% sjanse for å gjøre en forkastningsfeil.

Resultat og testing

I det følgende presenterer jeg resultatene fra beregningene og teste resultatene mot problemstillingen. Det er blitt utført t-tester.

Resultatene er kategorisert i 4 grupper:

- Finansiell optimalisering
- Forbedret eiendelutnyttelse
- Kostnadsreduksjoner/forbedret margin
- Økning i omsetning

Finansiell optimalisering

Jeg ønsker her å se på forskjellen i langsiktig gjeld i prosent av totalkapitalen fra Norge til USA.

Det blir her sett på utviklingen i porteføljeselskapene mellom inngangsåret og utgangsåret.

	INNGANG	UTGANG	ENDRING
Langsiktig gjeld i % av totalkapital			
Norge	0,27	0,22	-0,05
USA	0,65	0,16	-0,49
Forskjell	-0,38	0,06	-0,32

Jeg ser her på langsiktig gjeld sett mot totalkapitalen i selskapet. Det tas da for perioden fra kjøp til salg i begge landene. Resultatet vi ser er at USA har hatt en relativt mye større reduksjon en Norge på dette punktet. Da de startet høyere ved kjøp. De Norske selskapene hadde ikke så høye verdier i utgangspunktet.

Forbedret eiendelutnyttelse

	INNGANG	UTGANG	ENDRING
Kundekreditt			
Norge	25,56	15,63	9,93
USA	57,11	30,96	26,15
Forskjell			
Varelagerets lagringstid			

Norge	138,67	106,67	32
USA	105,38	147,2	-41,82
Forskjell			
Leverandørkreditt			
Norge	67,49	94,33	-26,84
USA	47,74	40,88	6,86
Forskjell			
Arbeidskapitalens omløpshastighet			
Norge	7,78	21,81	-14,03
USA	21,56	4,3	17,26

Porteføljeselskapene i begge land har her klart å redusere kundekreditten betraktelig. Det er dog Norge som har lavest kredittid til kunder, men dette kan være en vridning som er bransjeavhengig. Lagringstiden er redusert i de Norske selskapene, men har faktisk økt i de amerikanske. Reduksjonen i de Norske selskapene kan tyde på at fondene har lyktes med en strategi rundt lagerhåndteringen og innkjøp.

Leverandørkreditten i de Norske selskapene har økt betraktelig. Noe som kan tyde på at man har utviklet en bedre forhandlingsposisjon med sine leverandører i løpet av perioden. De norske selskapene har da utnyttet dette og har utvidet sin kreditt mot leverandører. Dette kan også være noe bransjeavhengig. Selskapene fra USA har faktisk redusert sin kredittid til leverandørene. Dette kan i sin grad tyde på at de har styrket arbeidskapitalen såpass mye at de gjerne ønsker å benytte seg av kredittrabatter og lignende ved hurtig betaling til leverandører.

Arbeidskapitalens omløpshastighet har forverret seg for de Norske selskapene. Men blitt signifikant redusert for selskapene fra USA.

Kostnadsreduksjoner

	INNGANG	UTGANG	ENDRING
EBITDA Margin			
Norge	0,11	-0,03	0,14
USA	-0,03	0,07	-0,1
Forskjell			
ROA			
Norge	0,32	0,02	0,3
USA	-0,05	0,02	-0,07

Dette oppsummerer endringene i EBITDA margin og ROA. Når vi tester de Norske selskapene mot USA ser vi en signifikant forbedring i EBITDA margin på de amerikanske selskapene på 0,1 i forskjell. Med andre ord har de aktive eierfondene i USA vært dyktige i forbedringen av den operasjonelle effektiviteten i porteføljeselskapene. Når jeg ser på endringer i porteføljeselskapene på ROA, ser vi at de kommer likt ut ved utgangen av perioden. Hvor USA har styrket seg relativt mer fra oppkjøp til salg. Det er dog ikke signifikant forskjell mellom landene.

Resultatene isolert sett for selskapene både på EBITDA margin og ROA var som forventet. Jeg hadde kanskje sett for meg at EBITDA marginen hadde vært noe sterkere i Norge. Men det ble observert økning i ratioene på begge områder og for begge land.

Økning i omsetning

	Økning	
Økning i omsetning		
Norge	14 %	
USA	9 %	
Forskjell	5% poeng	

Vi ser av tabellen at selskapene har hatt signifikant vekst i årlig omsetning mens de var under aktivt eierskap. Ser vi på Norge mot USA i denne forbindelse har Norge gjennomsnittlig 5 prosentpoeng høyere økning i årlig omsetning fra kjøp til salg. Jeg klarer ikke å gjøre forskjell på ekstern og intern omsetningsvekst, og vil derfor ikke kunne identifisere om all omsetningsøkning er basert på organisk vekst eller oppkjøp.

Begrensinger i oppgaven og fremtidig forskning på området

Den empiriske delen av oppgaven har vært fokusert på de direkte verdidriverne og nøkkeltall. Bruken av nøkkeltall kunne vært utvidet for å vise et annet perspektiv på utviklingen av disse driverne. Tidligere studier har vist at effekten av slike drivere på verdiskaping kan testes forskjellig. Det kunne også vært spennende i en slik studie å måle på et bredere spekter av verdidriver. Man kunne også sett på et større utvalg selskaper, eller tatt undersøkelser rundt indirekte drivere. Dette hadde vært mulig om man fikk med seg noen aktører fra hvert land på oppgaven.

Innsamlingen av data kunne vært utvidet til et større utvalg. Da et større utvalg vil kunne gi en bedre industri-justert måling. Videre kan man testet problemstillingen igjen om noen år vil man få et større utvalg i Norge og vil da kunne få et mer signifikant resultat og bedre konklusjoner. Det norske PE markedet er fortsatt relativt ungt, men det gjøres spennende ting på statlig nivå for å stimulere til investering i private selskaper.

Det hadde også vært spennende kunne samarbeide tettere med et par aktive eierfond i Norge for å hente ut enda bedre data enn det som er offentlig tilgjengelig. Det er da mye man kunne testet på.

Konklusjon

Det investorer ser etter når de investerer i aktive eierfond er ønske om meravkastning og verdiskaping gjerne utover andre aktiva. Tidligere empiri har i stor grad vist ulike resultater, og i enkelte tilfeller har oppfatningen av verdiskapingen vært noe optimistisk. Det må likevel påpekes at tidligere forskning har gitt lite konkluderende svar på endel områder rundt verdiskaping i aktive eierfond og at forskningen i stor grad er gjort med utgangspunkt i data fra USA. Det finnes en del studier med europeisk perspektiv, men disse er i et mindretall.

Målet med denne oppgaven var å se på hvilken verdiskaping Norske fond har sammenlignet med USA og analysere data fra et utvalg selskaper fra begge landene. Oppgaven har vist at det ikke er noen signifikant fordel til USA i dette tilfellet, hvis man ser alle verdidrivere under ett. Teorien presentert i denne oppgaven viser også at det er assosiert verdiskaping til aktive eierfond.

Kombinasjonen av at utvalget av selskapene var begrenset grunnet utvalget av selskaper som falt inn under kriteriene i Norge få, gjorde at det ble noe skjevfordeling på de ulike landene som gjorde at tester ikke kunne regnes som gyldige. På tross av dette utførte jeg testene, men det var som nevnt over ikke noen signifikant forskjell sett under et, det kan likevel ikke avkreftes at det finnes signifikante forskjeller mellom landene gitt et større utvalg.

Jeg vil avslutningsvis anbefale at noen forsker videre på dette når det er mer tilgjengelig data, splittet for venture og buyout avtaler. Dette muliggjør testing av statistiske sammenhenger og forklaringer ved hjelp av regresjoner, eventuelt paneltester der man tester for hele Norge og hele USA.

Kilder

- Acharya, V. V., Gottschalg, O., Hahn, M., & Kehoe, C. 2011. Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity. *Review of Financial Studies*, 26(2): 368 - 402
- Anders, G. 1992. The "Barbarians" in the Boardroom. *Harvard Business Review*, 70(4): 79 – 87.
- Aslan, H., & Kumar, P. 2009. Lemons or Cherries? Growth Opportunities and Market Temptations in Going Public and Private. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(2), 489 –526
- Baker, G. P., & Smith, G. D. 1998. *The New Financial Capitalists: Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value* (1st ed. ed.): Cambridge University Press
- Boucly, Q., Sraer, D., & Thesmar, D. 2008. Job Creating LBOs.
- Bull, I. 1989. Financial Performance Of Leveraged Buyouts: An Empirical Analysis.
- Butler, P. A. 2001. The Alchemy Of LBOs. *The McKinsey Quarterly* : 140 – 151
- Butler, P. A. 2001. The Alchemy Of LBOs. *The McKinsey Quarterly*: 140–151
- Buyout Specialist. *Journal of Financial Economics*, 59(1): 101 – 147. CEPR London: p.25.
- Chung, J. – W. 2010. Leveraged Buyouts of Private Companies. Working Paper.
- Cotter, J. F., & Peck, S. W. 2001. The Structure Of Debt And Active Equity Investors: The Case Of The
- Fisher College of Business, Ohio State University: p.37
- <http://www.hvca.hu/pevc-explained/private-equity/the-development-of-private-equity-and-venture-capital>
- <http://www.nvca.no/om-aktive-eierfond/>
- <http://www.nvca.no/wp-content/uploads/2017/06/Private-Equity-Funds-in-Norway-%E2%80%93-Activity-report-2016.pdf>
- <https://www.jpmmorgan.com/global/company-history>
- <https://www.quora.com/How-did-J-P-Morgan-finance-480-mn-to-pay-Andrew-Carnegie>
- Increase In Leveraged Buyouts. *Journal of Corporate Finance*, 13: 511–537.
- Jensen, M. C. 1986a. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76: 323 –329.
- *Journal of Business Venturing*, 4(4): 263 – 279.

- Kaplan & Strömberg (2009): Leveraged buyouts and private equity. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23 no.1 pages 121 - 146
- Matthews, Bye & Howland (2009): Operational improvement: The key to value creation in private equity. *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 21 no. 3
- Metrick, A., & Yasuda, A. (2011). *Venture Capital & the Finance of Innovation* (2nd. utg.). John Wiley & Sons, Inc.
- Muscarella, C. J., & Vetsuypens, M. R. 1990. Efficiency And Organizational Structure: A Study Of Reverse LBOs. *The Journal of Finance*, 45: 1389 – 1413.
- Niemeyer, A., & Simpson, B. 2008. Freeing Up Cash From Operations. *The McKinsey Quarterly* : 4.
- Nikoskelainen, E., & Wright, M. 2007. The Impact Of Corporate Governance Mechanisms On Value
- Rappaport, A. 1990. The Staying Power of the Public Corporation. *Harvard Business Review*, 68(1): 96 - 104
- Robert Spliid Is Nordic Private Equity Different? *The Journal of Private Equity* Vol. 16, No. 2 (SPRING 2013), pp. 38-57
- Smith, A. J. (1990). "Corporate ownership structure and performance." *Journal of Financial Economics* 27(1): 143.
- Working Paper. HEC Paris; UC Berkele
- Wright, M., Renneboog, L., Simons, T., & Scholes, L. 2006. Leveraged Buyouts in the U.K. and Continental Europe: Retrospect and Prospect. *Journal of Applied Corporate Finance*, 18: 38 – 55.
- Zong, L. 2005. Governance Lessons from the Private Equity Industry. *The Journal of Private Equity* , 9: 63

Dataset og tall

SPORTSMAN'S WAREHOUSE HOLDINGS, INC. (SPWH)

Exchange NASDAQ Glob Country UNITED STATES Industry General Retailers
CUSIP 84920Y106 Sedol BLM7DY0 ISIN US84920Y1064

Annual Income Statement

	01/28/2017	01/30/2016	01/31/2015	02/01/2014	02/02/2013
	USD	USD restated	USD	USD restated	USD restated
Income Statement					
Net Sales or Revenues	779956,000	706,764	660,003	643,163	526942,000
Operating Expenses - Total	715,005	640,293	612,394	584,757	476,134
Cost of Goods Sold	502,752	456,665	435,646	421,176	360,895
Selling, General & Admin Expenses	198,279	172,059	167,598	148,824	111,808
Depreciation, Depletion & Amortization	13,974	11,569	9,150	14,757	3,431
Depreciation	12,169	9,763	7,344	13,229	3,431
Amortization of Intangibles	1,805	1,806	1,806	1,528	-
Amortization of Deferred Charges	-	0,000	0,000	0,000	0,000
Other Operating Expenses	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Operating Income	64,951	66,471	47,609	58,406	50,808
Extraordinary Credit - Pretax	-	0,000	0,000	3,984	2,663
Extraordinary Charge - Pretax	4,264	7,159	2,717	2,355	0,000
Non-Operating Interest Income	-	-	-	-	-
Interest Expense On Debt	13,402	14,156	22,480	25,447	6,321
Pretax Equity In Earnings	-	0,000	0,000	0,000	0,000
Reserves- Increase(Decrease)	-	-	-	-	-
Other Income/Expense - Net	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Interest Capitalized	-	0,000	0,000	0,000	0,000
Pretax Income	47,285	45,156	22,412	34,588	47,150
Income Taxes	-	17,385	8,628	12,838	19,076
Current Domestic Income Tax	17,449	14,323	8,674	10,670	17,784
Current Foreign Income Tax	-	-	-	-	-
Deferred Domestic Income Tax	0,167	3,062	-0,046	2,168	1,292
Deferred Foreign Income Tax	-	-	-	-	-
Income Tax Credits	-	-	-	-	-
Minority Interest	-	0,000	0,000	0,000	0,000
Equity In Earnings	-	0,000	0,000	0,000	0,000
After Tax Other Income/Expense	-	0,000	0,000	0,000	0,000
Discontinued Operations	-	0,000	0,000	0,000	0,000
Net Income Before Extra Items/Preferred Div	29,669	27,771	13,784	21,750	28,074
Extr Items & Gain(Loss) Sale of Assets	-	0,000	0,000	0,000	0,000
Net Income Before Preferred Dividends	29,669	27,771	13,784	21,750	28,074
Preferred Dividend Require	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Net Income to Common Shareholders	29,669	27,771	13,784	21,750	28,074
EPS Incl Extraordinary Items	0,698	0,656	0,343	0,527	0,680
EPS - Continuing Operations	0,698	0,656	0,343	0,527	0,680
Dividend Per Share	0,000	0,000	0,000	-	-
Common Shares Used to Calc Diluted EPS	42485000	42334000	40141000	41275197	41275197

Annual Balance Sheet

	01/28/2017	01/30/2016	01/31/2015	02/01/2014	02/02/2013
	USD	USD restated	USD	USD restated	USD restated
Assets					
Cash & ST Investments	1,911	2,109	1,751	1,354	36,515
Cash	1,911	2,109	1,751	1,354	36,515
Short Term Investments	-	-	-	-	-
Receivables (Net)	0,411	0,469	0,425	0,413	0,347
Inventories - Total	246,289	217,794	185,909	161,334	98,970
Raw Materials	-	-	-	-	-
Work In Process	-	-	-	-	-
Finished Goods	-	-	-	-	-
Progress Payments & Other	-	-	-	-	-
Prepaid Expenses	-	-	-	-	-
Other Current Assets	7,313	12,687	15,586	13,215	7,679
Current Assets - Total	255,924	233,059	203,671	176,316	143,511
Long Term Receivables	-	0,000	0,000	-	0,000
Investment In Unconsolidated Subsidiaries	-	0,000	0,000	-	0,000
Other Investments	-	0,000	0,000	-	0,000
Property Plant & Equipment - Net	83,109	62,432	54,317	31,494	11,339
Property Plant & Equipment - Gross	125,451	92,605	74,727	-	19,751
Land	-	-	-	-	-

Buildings	-	-	-	-	-
Construction Work In Progress	10,746	-	7,651	-	-
Machinery & Equipment	-	-	-	-	-
Rental/Lease Property	-	-	-	-	-
Transportation Equipment	-	-	-	-	-
PP&E - Other	114,705	87,012	67,076	-	18,418
PP&E Under Capitalized Leases	-	-	-	-	-
(Less) Accumulated Depreciation	42,342	30,173	20,410	-	8,412
Accum Depr-Land	-	-	-	-	-
Accum Depr-Buildings	-	-	-	-	-
Accum Depr-Machinery & Equip.	-	-	-	-	-
Accum Depr-Rental/Lease Property	-	-	-	-	-
Accum Depr-Transport Equip.	-	-	-	-	-
Accum Depr-PP&E Other	-	-	-	-	-
Accum Depr-PP&E Under Cap Leases	-	-	-	-	-
Other Assets	2,118	5,270	7,337	10,368	2,786
Deferred Charges	-	0,000	0,000	0,000	0,000
Tangible Other Assets	-	1,347	1,608	2,833	2,786
Intangible Other Assets	2,118	3,923	5,729	7,535	0,000
Total Assets	341,151	300,761	265,325	218,178	157,636
Liabilities					
Accounts Payable	31,549	46,698	28,500	27,664	26,331
ST Debt & Current Portion of LT Debt	67,310	41,478	51,537	-	3,548
Accrued Payroll	9,430	8,573	7,104	-	6,417
Income Taxes Payable	0,979	1,779	-	-	9,183
Dividends Payable	-	-	-	-	-
Other Current Liabilities	37,951	29,743	30,084	-	19,176
Current Liabilities - Total	147,219	128,271	117,225	93,100	64,655
Long Term Debt	133,721	147,679	156,713	229,272	121,260
LT Debt Excl Capital Leases	133,721	147,679	156,713	-	121,260
Non-Convertible Debt	133,721	147,679	156,713	-	121,260
Convertible Debt	0,000	0,000	0,000	-	0,000
Capitalized Lease Obligations	0,000	0,000	0,000	-	0,000
Provision for Risks & Charges	-	-	-	-	-
Deferred Income	35,307	29,133	28,117	22,953	22,492
Deferred Taxes	-5,097	-2,263	-5,398	-6,051	-8,927
Deferred Taxes - Credit	-	-	-	-	-
Deferred Taxes - Debit	5,097	2,263	5,398	6,051	8,927
Deferred Tax Liability In Untaxed Reserves	-	-	-	-	-
Other Liabilities	0,000	0,000	0,000	-	0,000
Total Liabilities	311,150	302,820	296,657	339,274	199,480
Shareholders' Equity					
Non-Equity Reserves	-	0,000	0,000	-	0,000
Minority Interest	-	0,000	0,000	-	0,000
Preferred Stock	-	0,000	0,000	-	0,000
Preferred Stock - Non Redeemable	-	0,000	0,000	-	0,000
Preferred Stock - Redeemable	-	0,000	0,000	-	0,000
Common Equity	30,001	-2,059	-31,332	-	-41,844
Common Stock	0,422	0,420	0,418	0,273	0,333
Capital Surplus	80,146	77,757	76,257	-	0,000
Revaluation Reserves	-	0,000	0,000	-	0,000
Other Appropriated Reserves	-	-	-	-	-
Unappropriated (Free) Reserves	-	-	-	-	-
Retained Earnings	-50,567	-80,236	-108,007	-	-42,177
Equity In Untaxed Reserves	-	-	-	-	-
ESOP Guarantees	-	0,000	0,000	-	0,000
Unrealized Foreign Exchange Gain(Loss)	-	0,000	0,000	-	0,000
Unrealized Gain(Loss) on Marketable Securities	-	0,000	0,000	-	0,000
(Less) Treasury Stock	0,000	-	0,000	-	0,000
Total Shareholders Equity	30,001	-2,059	-31,332	-	-41,844
Total Liabilities & Shareholders Equity	341,151	300,761	265,325	218,178	157,636
Common Shares Outstanding	42,269	42,004	41,818	-	41,275
Net Sales or Revenues	779,956	706,764	660,003	643,163	526,942
Receivables (Net)	0,411	0,469	0,425	0,413	0,347
Days Receivable	0,192	0,242	0,235	0,234	0,240
Cost of Goods Sold	502,752	456,665	435,646	421,176	360,895
Accounts Payable	31,549	46,698	28,500	27,664	26,331
Days payable outstanding	22,905	37,324	23,878	23,974	26,631

Current Assets - Total	255,924	233,059	203,671	176,316	143,511
Current Liabilities - Total	147,219	128,271	117,225	93,100	64,655
Working capital	108,705	104,788	86,446	83,216	78,856
Working capital turnover	7,17497815	6,744703592	7,63485876	7,728838204	6,682332353
Long Term Debt	133,721	147,679	156,713	229,272	121,260
Total Liabilities & Shareholders Equity	341,151	300,761	265,325	218,178	157,636
Long term debt share	0,39197012	0,491017785	0,59064543	1,05084839	0,769240529
EBITDA Margin	9,57 %	10,03 %	8,19 %	11,63 %	10,80 %
Return On Assets	0,12625201 0,1195812	0,139403048 0,1306247	0,1366777	0,216323369 0,2037739	0,218192545 0,2127089

Company ID:
Company name:

881932792
XXL SPORT & VILLMARK AS

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Profitability																
Profitability (return on total capital in %)	-55,9	-42,5	-29,5	-8,7	1,3	8,1	22,1	30,4	28,3	43,5	34,6	28,5	25,1	25,9	11,3	5,7
Operating margin in %	0,00	-52,2	-18,5	-4,8	0,6	3,8	8,6	10,4	10,9	13,6	12,1	11,8	10,6	10,0	2,5	0,7
Asset turnover		0,85	1,60	1,82	2,10	2,08	2,52	2,86	2,58	3,19	2,78	2,33	2,31	2,38	2,01	1,43
Gross earnings in %		34	27	32	36	41	41	42	43	44	43	42	40	40	40	27
Net profit ratio (in %)		-50	-18	-5	1	4	9	11	11	14	12	12	11	11	6	4
Return on net capital in %		-64	606	184	53	-9	20	42	73	93	186	200	162	105	18	18
Return on net capital (a.t. in %)		-64	420	133	38	-5	14	30	52	67	106	144	117	75	13	14
Revenues pr employee	0	784	1 719	1 635	1 594	1 518	1 852	1 728	1 658	1 723	1 677	3 028	2 802	3 059	3 830	3 734
Revenues pr man labour-year											1 677	3 028	2 802	3 059	3 830	3 734
Revenues pr wageunit	0,00	2,43	5,90	6,68	6,62	6,05	6,55	6,55	6,38	6,70	7,12	7,12	7,01	6,61	8,34	8,61
Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization																
Liquidity																
Liquidity ratio I	8,00	0,51	0,77	0,84	0,90	1,43	1,49	1,21	1,02	0,95	1,25	1,00	1,01	1,27	1,10	1,02
Liquidity ratio II	8,00	0,24	0,17	0,09	0,22	0,36	0,39	0,39	0,26	0,20	0,37	0,33	0,30	0,34	0,78	0,73
Liquidity ratio III	7,90	0,11	0,03	0,04	0,06	0,06	0,10	0,12	0,05	0,15	0,25	0,14	0,05	0,15	0,40	0,49
Inventory turnover		0,96	1,75	2,13	2,71	2,12	2,73	2,78	2,17	2,82	2,33	2,28	2,38	2,24	3,94	3,55
Stocktime in days		373	206	169	133	170	132	130	166	127	155	158	151	161	91	101
Working capital	1 764	-28 699	-24 603	-19 899	-15 605	56 641	59 574	39 497	7 008	-23 022	140 165	642	14 420	308 479	195 172	56 087
Solidity																
Equity-to-asset ratio in %	87,9	-10,8	-20,6	-23,1	13,6	45,9	46,7	35,7	25,1	20,7	13,0	11,7	15,7	26,5	11,7	11,0
Equity-to-asset of revenues (in %)		-24	-19	-14	6	24	17	14	12	7	6	6	7	13	8	8
Interest cover ratio	-1 166,0	-210,0	-8,8	-2,8	0,5	4,3	9,0	32,5	30,6	31,9	12,1	10,3	9,5	8,8	1,4	1,6
Financing ratio I	0,0	-4,0	1,8	1,3	1,3	0,6	0,4	0,6	0,9	1,2	0,6	1,0	1,0	0,6	0,6	0,8
Long-time stockfinancing in %		-17,9	-3,9	-2,2	-1,4	4,0	4,5	2,6	3	-7	2,9	0	2	2,9	3,2	7
Debt ratio	0,1	-10,3	-5,9	-5,3	6,4	1,2	1,1	1,8	3,0	3,8	6,7	7,6	5,4	2,8	7,5	8,1
Short term liabilities ratio (in %)	12	111	77	68	73	51	53	64	73	78	62	77	74	61	81	89
Long term liabilities ratio (in %)	0,0	0,0	43,6	55,2	13,6	2,8	0,0	0,0	1,7	1,2	25,1	11,0	10,0	12,7	7,4	0,0
Cash flow																
Net cash flow from operating activities							42 293	5 329	206 225	132 818	418 886	297 269				107 389
Cash flow from operating activities before change in working capital																590 206
Cash flow from change in working capital																
Net cash flow from investing activities							-28 963	-54 283	-45 674	-67 095	-115 478	-134 218				-51 636
Net cash flow from financing activities							-2 587	41 624	-114 627	11 082	-310 476	-234 388				499 924
Net cash flow from the period							10 743	-7 330	45 924	76 805	-7 068	-71 337				555 677
Effect from currency fluctuation on cash and cash equivalents							10 743	-7 330	45 923	76 805	-7 068	-71 337				498 909
Net change cash and cash equivalents							11 937	22 681	15 350	61 274	138 079	128 170				198 045
Cash and cash equivalents at the start of the period (01.01)							22 681	15 350	61 274	138 079	131 011	56 833				753 722
Cash and cash equivalents at the end of the period (31.12)																1 252 631
Sum salgsinntekter	0	23 535	152 972	291 106	470 313	500 848	611 192	744 971	953 558	1 569 233	1 984 761	2 466 342	3 102 223	4 008 421	3 333 668	3 610 384
Kundefordringer	0	1 419	4 750	4 845	21 189	36 694	34 360	37 254	43 372	17 137	28 147	181 919	207 597	152 491	17 771	15 070
Kreditt											5,2	26,9	24,4	13,9	1,9	1,5
Varekostnad	0	15 438	111 355	196 608	302 755	297 930	363 595	429 941	540 469	882 361	1 134 488	1 440 481	1 854 812	2 399 497	2 421 324	2 660 350
Leverandørgjeld	39	11 177	22 475	11 374	28 824	30 572	30 818	56 910	91 694	18 697	113 324	297 191	267 030	414 727	1 021 355	1 285 434
Leverandørkreditt											36,5	75,3	52,5	63,1	154,0	176,4

Long term Debt Share

	2010,00	2011,00	2012,00	2013,00	2014,00	2015,00	2016,00	N	
Norge									
XXL	0,25	0,11	0,10	0,13	0,07	0,00		-0,73	5,00
Pronov	0,48	0,39	0,30	0,11	0,38	0,67	0,48	0,07	5,00
Elték	0,08	0,13	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	-0,70	5,00
USA									
Aspen	0,00	0,00	1,14	1,33	0,00	0,00	0,00	-0,77	5,00
Ampha	0,00	0,00	0,05	0,03	0,09	0,08	0,08	0,11	5,00
Sportsman	0,00	0,00	0,77	1,05	0,59	0,49	0,39	-0,13	5,00

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

	<i>Norge</i>	<i>USA</i>	Norge	
			VED INNGANG	VED UTGANG
Mean	-0,45	-0,26	0,27	0,22
Variance	0,20	0,21		
Observations	3,00	3,00	USA	
Hypothesized Mean Difference	0,00		VED INNGANG	VED UTGANG
df	4,00		0,65	0,16
t Stat	-0,51			
P(T<=t) one-tail	0,32			
t Critical one-tail	2,13			
P(T<=t) two-tail	0,64			
t Critical two-tail	2,78			

Norge

XXL	0,13
Pronov	0,16
Elték	0,14

USA

Aspen	0,13
Ampha	0,05
Sportsman	0,08

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

	<i>Norge</i>	<i>USA</i>
Mean	0,14	0,09
Variance	0,00	0,00
Observations	3,00	3,00
Hypothesized Mean Difference	0,00	
df	3,00	
t Stat	2,14	
P(T<=t) one-tail	0,06	
t Critical one-tail	2,35	
P(T<=t) two-tail	0,12	
t Critical two-tail	3,18	

EBITDA Margin

	2010,00	2011,00	2012,00	2013,00	2014,00	2015,00	2016,00	FORBEDRING	N	
Norge										
XXL	0,12	0,12	0,11	0,10	0,02	0,01	0,00	-0,44	5,00	
Pronov	0,15	0,17	0,26	0,28	-0,20	-0,15	0,23	-2,00	5,00	
Elték	0,06	0,03	0,08	0,04	0,08	0,05	0,06	-0,04	5,00	
USA										
Aspen	0,00	0,00	-0,39	-0,43	-0,55	0,03	-0,01	-0,50	5,00	
Ampha	0,00	0,00	0,19	0,14	-0,01	0,02	0,12	-0,09	5,00	
Sportsman	0,00	0,00	0,11	0,12	0,08	0,10	0,10	-0,02	5,00	

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

	<i>Norge</i>	<i>USA</i>	Norge	
			VED INNGANG	VED UTGANG

Mean	-0,82	-0,20		0,11	-0,03
Variance	1,07	0,07			
Observations	3,00	3,00		USA	
Hypothesized Mean Difference	0,00			VED INNGANG	VED UTGANG
df	2,00			-0,03	0,07
t Stat	-1,00				
P(T<=t) one-tail	0,21				
t Critical one-tail	2,92				
P(T<=t) two-tail	0,42				
t Critical two-tail	4,30				

ROA

	2010,00	2011,00	2012,00	2013,00	2014,00	2015,00	2016,00		N
Norge									
XXL	0,17	0,15	0,13	0,14	0,00	0,02	0,00	-0,33	5,00
Pronov	0,06	0,04	0,09	0,57	-0,15	-0,13	0,18	-2,18	5,00
Eltek	0,75	0,01	0,14	0,04	0,10	0,17	-0,03	-0,26	5,00
USA									
Aspen	0,00	0,00	-0,43	-0,69	-0,56	-0,04	-0,08	-0,28	5,00
Ampha	0,00	0,00	0,06	0,04	-0,03	-0,01	0,03	-0,13	5,00
Sportsman	0,00	0,00	0,22	0,22	0,14	0,14	0,13	-0,10	5,00

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

	Norge	USA		Norge	VED INNGANG	VED UTGANG
Mean	-0,92	-0,17		VED INNGANG	VED UTGANG	
Variance	1,18	0,01		0,32	0,02	
Observations	3,00	3,00		USA		
Hypothesized Mean Difference	0,00			VED INNGANG	VED UTGANG	
df	2,00			-0,05	0,02	
t Stat	-1,19					
P(T<=t) one-tail	0,18					
t Critical one-tail	2,92					
P(T<=t) two-tail	0,36					
t Critical two-tail	4,30					

Days recievable

	2010,00	2011,00	2012,00	2013,00	2014,00	2015,00	2016,00		N
Norge									
XXL	5,18	26,92	24,43	13,89	1,95	1,52	0,00	-0,22	5,00
Pronov	41,51	46,82	17,40	43,37	8,16	25,68	15,39	-0,09	5,00
Eltek	29,99	32,02	25,08	17,22	20,35	19,69	13,68	-0,08	5,00
USA									
Aspen	0,00	0,00	81,46	79,54	63,89	61,44	54,36	-0,08	5,00
Ampha	0,00	0,00	89,63	42,93	40,11	48,57	38,33	-0,16	5,00
Sportsman	0,00	0,00	0,24	0,23	0,24	0,24	0,19	-0,04	5,00

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

	Variable 1	Variable 2		Norge	VED INNGANG	VED UTGANG
Mean	-0,13	-0,09		VED INNGANG	VED UTGANG	
Variance	0,01	0,00		25,56	15,63	
Observations	3,00	3,00		USA		
Hypothesized Mean Difference	0,00			VED INNGANG	VED UTGANG	
df	4,00			57,11	30,96	
t Stat	-0,68					
P(T<=t) one-tail	0,27					
t Critical one-tail	2,13					
P(T<=t) two-tail	0,54					
t Critical two-tail	2,78					

Days Inventory

	2010,00	2011,00	2012,00	2013,00	2014,00	2015,00	2016,00	N	
Norge									
XXL	155,00	158,00	151,00	161,00	91,00	101,00	0,00	-0,08	5,00
Pronov	217,00	187,00	230,00	268,00	122,00	179,00	300,00	-0,04	5,00
Eltek	44,00	44,00	38,00	28,00	43,00	40,00	45,00	-0,02	5,00
USA									
Aspen	0,00	0,00	37,00	37,99	23,46	26,73	54,77	0,08	5,00
Ampha	0,00	0,00	180,41	194,14	204,75	158,09	210,48	0,03	5,00
Sportsman	0,00	0,00	98,72	137,90	153,63	171,69	176,36	0,12	5,00

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

	Variable 1	Variable 2	Norge	
			VED INNGANG	VED UTGANG
Mean	-0,05	0,08	138,67	106,67
Variance	0,00	0,00		
Observations	3,00	3,00	USA	
Hypothesized Mean Difference	0,00		VED INNGANG	VED UTGANG
df	4,00		105,38	147,20
t Stat	-3,85			
P(T<=t) one-tail	0,01			
t Critical one-tail	2,13			
P(T<=t) two-tail	0,02			
t Critical two-tail	2,78			

Days payable outstanding

	2010,00	2011,00	2012,00	2013,00	2014,00	2015,00	2016,00	N	
Norge									
XXL	36,46	75,30	52,55	63,09	153,96	176,36	0,00	0,37	5,00
Pronov	82,54	98,06	77,93	6,78	93,32	44,39	120,56	-0,12	5,00
Eltek	83,46	44,50	47,51	50,87	66,79	62,24	37,90	-0,06	5,00
USA									
Aspen	0,00	0,00	53,69	39,76	68,99	44,32	56,39	0,01	5,00
Ampha	0,00	0,00	62,88	57,38	25,62	31,46	43,34	-0,07	5,00
Sportsman	0,00	0,00	26,63	23,97	23,88	37,32	22,90	-0,03	5,00

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

	Variable 1	Variable 2	Norge	
			VED INNGANG	VED UTGANG
Mean	0,07	-0,03	67,49	94,33
Variance	0,07	0,00		
Observations	3,00	3,00	USA	
Hypothesized Mean Difference	0,00		VED INNGANG	VED UTGANG
df	2,00		47,74	40,88
t Stat	0,62			
P(T<=t) one-tail	0,30			
t Critical one-tail	2,92			
P(T<=t) two-tail	0,60			
t Critical two-tail	4,30			

Working Capital Turnover

	2010,00	2011,00	2012,00	2013,00	2014,00	2015,00	2016,00	N	
Norge									
XXL	14,16	3835,68	215,13	12,99	17,08	64,38	0,00	0,35	5,00
Pronov	1,04	1,79	3,09	6,75	5,99	4,12	3,27	0,32	5,00
Eltek	8,13	6,37	40,87	-543,65	-268,43	-3,08	-3,68	-1,82	5,00
USA									
Aspen	0,00	0,00	56,05	-25,55	1,93	2,77	3,67	-0,42	5,00
Ampha	0,00	0,00	1,93	2,14	1,55	2,17	2,07	0,01	5,00
Sportsman	0,00	0,00	6,68	7,73	7,63	6,74	7,17	0,01	5,00

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

Norge

	<i>Norge</i>	<i>USA</i>
Mean	-0,38	-0,13
Variance	1,55	0,06
Observations	3,00	3,00
Hypothesized Mean Difference	0,00	
df	2,00	
t Stat	-0,35	
P(T<=t) one-tail	0,38	
t Critical one-tail	2,92	
P(T<=t) two-tail	0,76	
t Critical two-tail	4,30	

VED INNGANG	VED UTGANG
7,78	21,81

USA	
VED INNGANG	VED UTGANG
21,56	4,30

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Days Inventory							
XXL SPORT & VILLMARK AS	155	158	151	161	91	101	300
PRONOVA BIOPHARMA NORGE AS	217	187	230	268	122	179	45
ELTEK AS	44	44	38	28	43	40	45
ASPEN AEROGELS, INC. (ASPN)			37	38	23	27	55
AMPHASTAR PHARMACEUTICALS INC (AMPH)			180	194	205	158	210
SPORTSMAN'S WAREHOUSE HOLDINGS, INC. (SPWH)			99	138	154	172	176
<i>*Varigeets lagringsstid</i>							
Days Receivable							
XXL SPORT & VILLMARK AS	5,18	26,92	24,43	13,89	1,95	1,52	0,00
PRONOVA BIOPHARMA NORGE AS	41,51	46,82	17,40	43,37	8,16	25,68	15,39
ELTEK AS	29,99	32,02	25,08	17,22	20,35	19,69	13,68
ASPEN AEROGELS, INC. (ASPN)			81	80	64	61	54
AMPHASTAR PHARMACEUTICALS INC (AMPH)			90	43	40	49	38
SPORTSMAN'S WAREHOUSE HOLDINGS, INC. (SPWH)			0	0	0	0	0
<i>*Kundekredit</i>							
Days payable							
XXL SPORT & VILLMARK AS	36,46	75,30	52,55	63,09	153,96	176,36	0,00
PRONOVA BIOPHARMA NORGE AS	82,54	98,06	77,93	6,78	93,56	44,39	120,56
ELTEK AS	83,46	44,50	47,51	50,87	66,79	62,24	37,90
ASPEN AEROGELS, INC. (ASPN)			54	40	69	44	56
AMPHASTAR PHARMACEUTICALS INC (AMPH)			63	57	26	31	43
SPORTSMAN'S WAREHOUSE HOLDINGS, INC. (SPWH)			27	24	24	37	23
<i>*Leverandørkredit</i>							
Working capital turnover							
XXL SPORT & VILLMARK AS	14,16	3835,68	215,13	12,99	17,08	64,38	0,00
PRONOVA BIOPHARMA NORGE AS	1,04	1,79	3,09	6,75	5,99	4,12	3,27
ELTEK AS	8,13	6,37	40,87	-543,65	-268,43	-3,08	-3,68
ASPEN AEROGELS, INC. (ASPN)			56,05	-25,55	1,93	2,77	3,67
AMPHASTAR PHARMACEUTICALS INC (AMPH)			1,93	2,14	1,55	2,17	2,07
SPORTSMAN'S WAREHOUSE HOLDINGS, INC. (SPWH)			6,68	7,73	7,63	6,74	7,17
<i>*Arbeidskapitalens omløpsstigning*</i>							
Long term debt share							
XXL SPORT & VILLMARK AS	25,1 %	10,9 %	10,0 %	12,7 %	7,4 %	0,0 %	0,0 %
PRONOVA BIOPHARMA NORGE AS	47,6 %	38,9 %	30,5 %	11,4 %	38,3 %	66,9 %	48,1 %
ELTEK AS	8,4 %	12,8 %	0,0 %	0,0 %	0,3 %	0,0 %	2,5 %

ASPEN AEROGELS, INC. (ASPN)
 AMPHASTAR PHARMACEUTICALS INC (AMPH)
 SPORTSMAN'S WAREHOUSE HOLDINGS, INC. (SPWH)
 *Langektig gjeld % av totalkapital

EBITDA margin	2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016	
XXL SPORT & VILLMARK AS	12,1 %	11,8 %	10,6 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	2,5 %	0,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
PRONOVA BIOPHARMA NORGE AS	15,0 %	16,8 %	25,9 %	27,7 %	27,7 %	27,7 %	27,7 %	27,7 %	-20,3 %	-14,7 %	23,1 %	23,1 %	23,1 %	23,1 %
ELTEK AS	5,5 %	2,7 %	8,0 %	3,7 %	3,7 %	3,7 %	3,7 %	3,7 %	7,9 %	4,5 %	5,9 %	5,9 %	5,9 %	5,9 %
ASPEN AEROGELS, INC. (ASPN)			-38,9 %	-43,3 %	-43,3 %	-43,3 %	-43,3 %	-43,3 %	-54,6 %	3,0 %	-1,2 %	-1,2 %	-1,2 %	-1,2 %
AMPHASTAR PHARMACEUTICALS INC (AMPH)			18,7 %	13,6 %	13,6 %	13,6 %	13,6 %	13,6 %	-1,5 %	1,5 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %
SPORTSMAN'S WAREHOUSE HOLDINGS, INC. (SPWH)			10,8 %	11,6 %	11,6 %	11,6 %	11,6 %	11,6 %	8,2 %	10,0 %	9,6 %	9,6 %	9,6 %	9,6 %

* Earning before interest, tax, depreciation and amortization

Return On Assets	2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016	
XXL SPORT & VILLMARK AS	16,8 %	14,5 %	13,0 %	13,7 %	13,7 %	13,7 %	13,7 %	13,7 %	0,0 %	2,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
PRONOVA BIOPHARMA NORGE AS	5,6 %	4,2 %	9,1 %	5,7 %	5,7 %	5,7 %	5,7 %	5,7 %	-14,7 %	-12,5 %	17,6 %	17,6 %	17,6 %	17,6 %
ELTEK AS	75,0 %	1,5 %	13,9 %	3,8 %	3,8 %	3,8 %	3,8 %	3,8 %	9,7 %	16,9 %	-2,9 %	-2,9 %	-2,9 %	-2,9 %
ASPEN AEROGELS, INC. (ASPN)			-42,5 %	-68,8 %	-68,8 %	-68,8 %	-68,8 %	-68,8 %	-56,3 %	-4,4 %	-8,4 %	-8,4 %	-8,4 %	-8,4 %
AMPHASTAR PHARMACEUTICALS INC (AMPH)			6,0 %	3,8 %	3,8 %	3,8 %	3,8 %	3,8 %	-2,9 %	-0,6 %	2,9 %	2,9 %	2,9 %	2,9 %
SPORTSMAN'S WAREHOUSE HOLDINGS, INC. (SPWH)			21,8 %	21,6 %	21,6 %	21,6 %	21,6 %	21,6 %	13,7 %	13,9 %	12,6 %	12,6 %	12,6 %	12,6 %

Annual revenue growth	REVENUE ENTRY		REVENUE EXIT		N	ANNUAL REVE	
XXL SPORT & VILLMARK AS	1984761,00	3610984,00	5,00	13 %			
PRONOVA BIOPHARMA NORGE AS	459017,00	1752342,00	9,00	16 %			
ELTEK AS	1256912,00	2447407,00	5,00	14 %			
ASPEN AEROGELS, INC. (ASPN)	kr 63 453,00	kr 117 738,00	5	13 %			
AMPHASTAR PHARMACEUTICALS INC (AMPH)	204323	255165	5	5 %			
SPORTSMAN'S WAREHOUSE HOLDINGS, INC. (SPWH)	526942	779956	5	8 %			

*Antag vekst i omsetning

914183987
PRONOVA BIOPHARMA NORGE AS

Orgnr:
Bedrift:

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
Lønnsomhetsanalyse																				
Lønnsomhet (Totalkap. rentabilitet i %)	-4,4	-2,5	-7,3	-2,8	-1,3	4,4	9,6	30,7	32,5	40,9	32,5	24,7	9,6	9,2	15,3	34,5	-15,7	-7,1	28,7	
Resultat av driftet i %	-9,7	-4,8	-19,8	-7,2	-3,4	3,2	10,0	36,7	41,3	44,3	47,1	39,1	15,0	16,8	25,9	27,7	-20,3	-14,7	23,1	
Kapitalens omløpshastighet	0,56	0,69	0,61	0,68	0,68	0,78	0,84	0,80	0,72	0,83	0,61	0,52	0,42	0,47	0,57	0,84	1,05	0,87	1,08	
Bruttoforøstelse i %	71	62	91	66	63	62	70	72	78	81	74	65	47	47	48	54	60	42	53	
Overkursgrad i %	-8	-4	-12	-4	-2	6	12	38	45	49	53	47	23	23	20	27	41	-15	-8	
Egenkapital rentabilitet før skatt i %	-24	-16	-40	-41	-45	-7	21	105	117	120	119	87	21	21	21	38	81	-68	126	
Egenkapital rentabilitet etter skatt i %	-18	-12	-29	-30	-32	-5	15	76	84	86	86	63	15	15	15	29	63	-50	91	
Omsetning/ansatt (hele 1000)	1 216		1 473	2 109	2 529	2 671	3 537	3 919	4 850	5 796	6 709	8 141	8 614	8 750	8 712	7 823	6 229	4 911	5 115	
Omsetning/årsverk																				
Omsetning/lønnskone	3,39	4,05	3,14	3,96	3,96	4,38	5,42	5,88	6,99	6,22	8,50	10,41	9,11	9,99	9,58	8,11	6,79	5,03	5,58	
EBITDA							87 057													
Likviditetsanalyse																				
Likviditetsgrad I	1,94	1,97	1,04	0,93	0,87	0,69	3,37	2,37	1,32	1,28	2,46	2,80	3,57	1,88	1,68	1,45	1,39	2,29	2,22	
Likviditetsgrad II	0,67	1,14	0,46	0,49	0,42	0,30	2,05	1,77	0,90	0,96	1,90	2,41	2,71	1,46	1,06	0,55	0,93	1,05	1,34	
Likviditetsgrad III	0,02	0,04	0,04	0,01	0,01	0,02	1,22	0,83	0,33	0,02	0,01	0,02	0,01	0,00	0,00	0,14	0,00	0,14	0,34	
Varelagerets omløpshastighet	0,44	0,79	0,15	0,76	0,74	1,12	1,09	1,80	1,09	1,21	0,86	1,79	1,66	1,93	1,57	1,34	2,95	2,01	1,20	
Lageretid i ant. dager	811	454	2 369	474	485	320	331	201	330	298	417	201	217	187	230	268	122	179	300	
Arbeidskapital	51 301	66 728	6 056	-15 922	-38 945	-83 932	224 521	189 184	103 359	138 830	1 027 617	1 569 951	1 559 240	918 941	572 563	259 765	229 697	239 572	314 821	
Soliditetsanalyse																				
Egenkapitalandel i %	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
Egenkapitalandel av omsetning i %	36,2	37,4	27,5	19,6	17,9	17,2	26,6	26,9	23,0	30,5	15,3	29,7	35,9	30,2	39,8	43,7	18,5	13,4	25,8	
Rentedeckningsgrad	64	57	51	33	28	22	41	36	35	42	33	67	81	62	64	32	18	13	25	
Finansieringsgrad I	-1,0	-0,7	-1,4	-0,4	-0,2	0,8	2,0	12,2	9,2	5,0	3,9	6,1	3,5	4,1	6,9	28,5	-3,0	-1,3	7,6	
Langsiktig lagerfinansiering i %	0,6	0,5	1,0	1,1	1,3	1,6	0,6	0,7	0,9	0,9	0,5	0,5	0,5	0,6	0,7	0,6	0,7	0,7	0,6	
Gjeldsgrad	74	117	7	-16	-30	-78	180	229	76	88	260	453	298	209	109	50	85	104	138	
Kortsiktig gjeldsandel i %	1,8	1,7	2,6	4,1	4,6	4,8	2,8	2,7	3,4	2,3	5,5	2,4	1,8	2,3	1,5	1,3	4,4	6,5	2,9	
Langsiktig gjeldsandel i %	34,4	29,6	19,7	19,4	10,4	15,9	60,2	56,6	45,4	33,9	60,0	48,6	47,6	38,9	30,5	11,4	38,3	66,9	48,1	
Kontantstrømanalyse																				
Netto kontantstrøm fra drift/operasjonelle aktiviteter											332 660	434 553	165 079	275 115	669 045	1 131 470	430 361	-175 990	187 631	
Kontantstrøm fra drift før endring arbeidskapital																				
Netto kontantstrøm fra endring i arbeidskapital																				
Netto kontantstrøm fra investeringssaktiviteter																				
Netto kontantstrøm fra finansieringssakt./fin. virksomhet																				
Effekt av valutakursendr. på kont. og kontantekv.																				
Netto endring i kontanter og kontantekvivalenter																				
Beh. av kont. og kontantekv. ved periodens start (01.01)																				
Beh. av kont. og kontantekv. ved periodens slutt (31.12)																				
Sum salgsinntekter	104 477	120 323	147 254	220 603	265 573	319 145	459 017	535 305	667 409	1 013 839	1 301 500	1 782 788	1 628 027	1 644 934	1 768 463	1 752 342	1 376 791	987 431	1 028 338	
Kundeordringer	14 296	31 990	28 600	65 832	65 167	52 433	55 537	94 112	138 777	186 732	340 466	265 545	185 154	210 988	84 306	208 225	30 786	69 475	43 362	
Kundekreditt													41,51111	46,81684	17,40025	43,371742	8,161653	25,68116152	15,39098	
Varekostnad	30 640	45 181	12 672	75 955	97 685	120 251	136 139	148 063	148 921	189 964	340 339	620 264	867 142	847 655	819 432	699 628	796 742	464 943	273 401	
Leverandørgjeld	5 217	23 643	55 519	46 357	36 577	51 364	48 578	50 153	77 078	66 945	313 489	370 806	196 087	227 740	174 954	13 003	203 714	56 550	90 308	
Leverandørkreditt													82,54	98,06	77,93	6,78	93,32	44,39	120,56	
Sum omløpsmidler	105 766	135 367	150 163	213 015	256 476	187 854	319 132	327 313	426 149	642 415	1 729 490	2 440 032	2 165 057	1 963 569	1 420 628	842 921	811 684	425 414	572 941	
Sum kortsiktig gjeld	54 465	68 639	144 107	228 937	295 421	271 786	94 611	138 129	322 789	503 585	701 870	870 078	605 817	1 044 628	848 065	583 156	581 988	185 843	258 118	
Arbeidskapital													1 559 240	918 941	572 563	259 765	229 696	239 571	314 823	
Arbeidskapitalens omløpshastighet													1,04	1,79	3,09	6,75	5,99	4,12	3,27	

Sum langsigtig gjeld	63 616	61 509	53 802	72 635	42 650	64 397	428 232	472 535	464 064	478 000	1 704 175	1 941 188	1 745 911	1 317 393	870 036	147 893	514 793	632 789	476 179
Sum egenkapital og gjeld	185 187	207 927	272 968	375 007	411 634	405 846	711 997	834 876	1 021 645	1 411 502	2 841 683	3 998 155	3 666 841	3 385 580	2 853 540	1 298 576	1 345 003	945 324	990 034
Langsigtig gjeld % av totalkapital													47,61 %	38,91 %	30,49 %	11,39 %	38,27 %	66,94 %	48,10 %
Driftsresultat	-10 150	-6 596	-29 146	-15 982	-8 953	10 121	46 805	227 198	276 166	449 236	613 106	696 639	244 488	276 556	458 631	485 010	-281 001	-147 636	240 588
Sum driftsinntekter	104 534	136 343	147 254	221 407	265 581	320 480	466 827	619 190	669 364	1 014 377	1 301 500	1 782 788	1 628 027	1 644 934	1 768 463	1 752 342	1 382 856	1 001 758	1 043 543
EBITDA margin													15,0 %	16,8 %	25,9 %	27,7 %	-20,3 %	-14,7 %	23,1 %
Årsresultat	-11 899	-8 631	-22 167	-21 969	-23 824	-3 900	19 491	156 052	193 639	286 387	371 031	513 312	184 207	175 862	309 002	538 426	-202 755	-121 022	173 469
Netto finans	-6 294	-5 230	-1 528	-14 297	-24 013	-15 485	-19 534	-9 607	-7 280	-50 913	-98 158	8 938	19 634	-32 831	-49 550	205 601	4 432	2 832	422
ROA													5,56 %	4,22 %	9,09 %	57,30 %	-14,75 %	-12,50 %	17,56 %

Orgnr: 977529964
Bedrift: ELTEK AS

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
Lønsmohetsanalyse																				
Lønsmohet (Totalkap. rentabilitet i %)	0,3	2,8	8,9	-27,5	7,5	10,0	20,3	5,4	22,7	10,1	17,0	16,5	18,9	8,8	18,6	14,4	19,1	19,0	18,4	
Resultat av driften i %	-6,0	-0,6	6,1	-46,3	-2,2	2,0	6,4	7,6	9,6	-0,9	0,1	0,2	5,5	2,7	8,0	3,7	7,9	4,5	5,9	
Kapitalens omløpshastighet	0,60	0,73	0,77	0,71	0,77	1,22	1,31	1,34	1,27	0,66	0,73	0,80	0,67	0,64	0,82	0,94	0,91	1,05	0,90	
Bruttoforbrøst i %		42	41		40	29	28	30	26	20	20	26	29	26	26	27	27	26	24	
Overskuddsgrad i %	0	4	12	-39	10	8	15	4	18	15	23	21	28	14	23	15	21	18	20	
Egenkapital rentabilitet før skatt i %	-42	-27	21	-352	-58	-16	31	47	62	3	-93	5	94	3	15	6	14	29	7	
Egenkapital rentabilitet etter skatt i %	-42	-29	2	-321	-58	-13	31	38	49	2	-91	5	92	2	13	4	11	22	1	
Omsetning/årsverk (hele 1000)	1 080		2 489	2 325	1 987	3 191	4 454	4 797	6 211	8 456	8 684	7 548	6 161	7 392	8 581	10 150	10 052	12 423	11 631	
Omsetning/årsverk																			11 571	
Omsetning/lønnskroner	3,72	4,74	6,58	5,62	4,53	7,11	8,80	9,25	9,40	8,35	12,27	9,30	7,58	7,13	7,06	8,21	7,46	7,76	7,07	
EBITDA				-33 499	2 309					2 669		94 102	154 968		212 952	147 970		157 843	161 522	
Likviditetsanalyse																				
Likviditetsgrad I	1,58	1,35	1,14	0,75	0,58	0,77	1,00	1,19	0,86	2,02	1,78	1,48	1,22	1,51	1,09	0,99	0,99	0,58	0,63	
Likviditetsgrad II	0,91	0,99	0,92	0,49	0,38	0,58	0,83	0,97	0,62	1,72	1,52	1,33	1,06	1,21	0,82	0,81	0,76	0,47	0,50	
Likviditetsgrad III	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,00	0,02	0,01	0,00	0,00	0,00	0,16	
Varelagerets omløpshastighet	2,39	3,93	4,59	3,38	3,27	6,22	7,41	6,67	3,85	6,54	7,92	14,88	8,24	8,11	9,51	12,77	8,38	8,94	7,93	
Lageretid i ant. dager	150	92	78	107	110	58	49	54	93	55	45	24	44	44	38	28	43	40	45	
Arbeidskapital	46 001	44 733	31 349	-71 165	-102 868	-58 124	-1 579	74 887	-122 069	449 926	451 640	217 678	154 651	225 158	41 567	-3 510	-7 226	-794 882	-610 285	
Sollditetsanalyse																				
Egenkapitalandel i %	9,0	9,8	11,9	17,4	11,9	25,6	24,7	28,9	14,4	56,0	28,4	38,7	60,7	66,4	76,2	70,6	66,4	22,8	32,7	
Egenkapitalandel av omsetning i %	15	15	17	20	14	23	22	23	14	115	35	42	112	99	90	76	76	23	37	
Rentedeckningsgrad I	0,1	0,5	1,3	-1,2	0,5	0,8	1,6	-0,8	2,2	1,1	0,3	1,1	-0,6	1,2	2,4	1,4	2,1	3,0	1,1	
Finansieringsgrad I	0,9	0,9	0,9	1,6	2,3	1,4	1,0	0,7	1,6	0,8	0,7	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	2,4	1,7	
Langsiktig lågerfinansiering i %	86	98	63	-95	-203	-114	-3	86	-59	344	299	332	142	173	32	-3	-4	-395	-286	
Gjeldsgrad	10,1	9,2	7,4	4,8	7,4	2,9	3,1	2,5	5,9	0,8	2,5	1,6	0,7	0,5	0,3	0,4	0,5	3,4	2,1	
Kortsiktig gjeldsandel i %	21	28	40	72	76	63	64	61	79	20	31	32	31	21	24	24	29	77	65	
Langsiktig gjeldsandel i %	70,4	61,9	48,4	11,0	11,9	11,1	11,3	10,4	6,1	24,3	40,3	29,1	8,4	12,8	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	
Kontantstrømanalyse																				
Netto kontantstrøm fra drift/operasjonelle aktiviteter										355 054	99 052	305 899	255 786	-17 417	349 032	247 121	147 725	182 865	396 733	
Kontantstrøm fra drift før endring arbeidskapital																				
Netto kontantstrøm fra endring i arbeidskapital																				
Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter																				
Netto kontantstrøm fra finansieringsaktiv./fin. virksomhet																				
Netto kontantstrøm for perioden																				
Effekt av valutakursendr. på kontant. og kontantekv.										-426	-666	6 554	-4 224	7 256	-4 342	-3 127	-2 677	7	272 449	
Netto endring i kontanter og kontantekvivalenter										733	1 228	562	7 116	2 892	10 150	5 805	2 678	1	9	
Beh. av kont. og kontantekv. ved periodens start (01.01)										1 228	562	7 116	2 892	10 148	5 808	2 678	1	8	272 458	
Beh. av kont. og kontantekv. ved periodens slutt (31.12)																				
Sum salgsinntekter		306 819	385 778	0	278 169	446 748	645 773	829 831	1 082 909	1 072 511	1 502 346	1 313 328	1 256 912	1 434 103	1 699 115	1 908 209	1 939 965	2 447 407	2 244 756	
Kundefordringer		22 018	51 283	65 172	28 709	77 673	141 455	106 100	124 470	192 434	168 607	90 344	103 275	125 814	116 754	90 004	108 154	132 059	84 105	
Kunderkreditt												29,99046	32,02149	25,08083	17,21586	20,34893	19,69494	13,67557		
Varekostnad		127 878	178 949	228 395	253 365	165 643	316 849	465 922	582 854	799 204	855 594	1 194 639	976 896	897 029	1 057 994	1 227 346	1 396 688	1 413 279	1 799 669	1 695 555
Leverandørgjeld		27 530	41 406	61 453	16 727	36 408	62 708	114 470	157 866	117 231	126 217	118 070	129 167	205 110	128 990	159 761	194 661	258 601	306 896	176 058
Leverandørkreditt												83,45901	44,50058	47,51127	50,87125	66,7875	62,24313	37,89979		
Sum omløpsmidler		124 657	173 456	249 907	215 264	143 873	200 021	368 341	476 288	740 482	891 797	1 034 354	671 975	872 486	670 783	520 798	596 960	739 870	1 095 690	1 048 973
Sum kortsiktig gjeld		78 656	128 725	218 559	286 430	246 740	258 145	369 919	401 400	862 551	441 870	582 714	454 297	717 835	445 625	479 229	600 470	747 097	1 890 572	1 659 258

AMPHASTAR PHARMACEUTICALS INC (AMPH)

Exchange	NASDAQ Global				Pharmaceuticals &
CUSIP	Select Market	Country	UNITED STATES	Industry	Biotechnology
	03209R103	Sedol	BNFWZS4	ISIN	US03209R1032

Annual Income Statement

	12/31/2016 USD	12/31/2015 USD	12/31/2014 USD	12/31/2013 USD	12/31/2012 USD
Income Statement					
Net Sales or Revenues	255 165,000	251,519	210,461	229,681	204 323,000
Operating Expenses - Total	239,473	258,211	228,005	212,065	176,832
Cost of Goods Sold	136,412	160,920	144,757	129,647	102,523
Selling, General & Admin Expenses	88,497	84,039	68,800	69,340	62,812
Depreciation, Depletion & Amortization	14,564	13,252	14,448	13,078	11,497
Depreciation	12,047	11,314	12,528	11,171	9,657
Amortization of Intangibles	2,517	1,938	1,920	1,907	1,840
Amortization of Deferred Charges	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Other Operating Expenses	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Operating Income	15,692	-6,692	-17,544	17,616	27,491
Extraordinary Credit - Pretax	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Extraordinary Charge - Pretax	0,000	0,206	0,439	0,126	2,094
Non-Operating Interest Income	0,270	0,315	0,243	0,187	0,242
Interest Expense On Debt	1,024	0,987	0,609	0,958	0,784
Pretax Equity In Earnings	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Reserves- Increase(Decrease)	-	-	-	-	-
Other Income/Expense - Net	0,008	-2,794	0,201	0,508	1,023
Interest Capitalized	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Pretax Income	14,946	-10,364	-18,148	17,227	25,878
Income Taxes	4,414	-7,577	-7,449	5,365	7,784
Current Domestic Income Tax	7,623	0,155	0,062	3,847	-3,641
Current Foreign Income Tax	0,787	-0,112	1,388	0,104	0,094
Deferred Domestic Income Tax	-3,557	-6,472	-6,008	2,481	11,987
Deferred Foreign Income Tax	-0,439	-1,148	-2,891	-1,067	-0,656
Income Tax Credits	-	-	-	-	-
Minority Interest	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Equity In Earnings	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
After Tax Other Income/Expense	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Discontinued Operations	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Net Income Before Extra Items/Preferred Div	10,532	-2,787	-10,699	11,862	18,094
Extr Items & Gain(Loss) Sale of Assets	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Net Income Before Preferred Dividends	10,532	-2,787	-10,699	11,862	18,094
Preferred Dividend Require	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Net Income to Common Shareholders	10,532	-2,787	-10,699	11,862	18,094
EPS Incl Extraordinary Items	0,222	-0,062	-0,255	0,273	0,417
EPS - Continuing Operations	0,222	-0,062	-0,255	0,273	0,417
Dividend Per Share	0,000	0,000	0,000	-	-
Common Shares Used to Calc Diluted EPS	47 504 000,000	44 961 000,000	41 957 000,000	43 405 940,000	43 405 940,000

Annual Balance Sheet

	12/31/2016 USD	12/31/2015 USD	12/31/2014 USD	12/31/2013 USD	12/31/2012 USD
Assets					
Cash & ST Investments	74,271	67,359	69,323	54,912	52,101
Cash	73,744	1,285	1,495	1,325	1,888
Short Term Investments	0,527	66,074	67,828	53,587	50,213
Receivables (Net)	26,799	33,471	23,125	27,014	50,173
Inventories - Total	79,754	70,665	82,332	69,916	51,378
Raw Materials	36,209	31,878	41,996	34,470	29,396
Work In Process	22,266	21,455	16,221	14,698	8,598
Finished Goods	21,279	19,867	24,755	26,501	19,406
Progress Payments & Other	-	-2,535	-0,640	-5,753	-6,022
Prepaid Expenses	-	-	-	-	-
Other Current Assets	3,272	4,439	23,216	21,129	23,936
Current Assets - Total	184,096	175,934	197,996	172,971	177,588
Long Term Receivables	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Investment In Unconsolidated Subsidiaries	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Other Investments	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Property Plant & Equipment - Net	152,944	142,161	138,289	116,619	107,366
Property Plant & Equipment - Gross	274,957	254,419	240,840	207,194	187,117
Land	6,857	6,895	7,020	5,805	5,804
Buildings	85,283	82,309	67,760	58,898	54,444
Construction Work In Progress	32,044	19,942	25,068	15,685	13,739
Machinery & Equipment	111,041	108,442	104,819	93,617	85,128

Rental/Lease Property	-	-	-	-	-
Transportation Equipment	-	-	-	-	-
PP&E - Other	39,732	36,831	36,173	33,189	28,002
PP&E Under Capitalized Leases	-	-	-	-	-
(Less) Accumulated Depreciation	122,013	112,258	102,551	90,575	79,751
Accum Depr-Land	-	-	-	-	-
Accum Depr-Buildings	-	-	-	-	-
Accum Depr-Machinery & Equip.	-	-	-	-	-
Accum Depr-Rental/Lease Property	-	-	-	-	-
Accum Depr-Transport Equip.	-	-	-	-	-
Accum Depr-PP&E Other	-	-	-	-	-
Accum Depr-PP&E Under Cap Leases	-	-	-	-	-
Other Assets	59,697	44,597	46,153	43,040	44,394
Deferred Charges	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Tangible Other Assets	9,390	4,696	3,588	2,877	2,040
Intangible Other Assets	50,307	39,901	42,565	40,163	42,354
Total Assets	396,737	362,692	382,438	332,630	329,348
Liabilities					
Accounts Payable	16,196	13,872	10,161	20,380	17,663
ST Debt & Current Portion of LT Debt	5,366	10,934	7,594	22,104	22,052
Accrued Payroll	13,847	12,840	11,449	9,161	8,253
Income Taxes Payable	7,705	3,076	4,316	2,847	3,032
Dividends Payable	-	-	-	-	-
Other Current Liabilities	17,503	19,233	29,075	10,910	20,973
Current Liabilities - Total	60,617	59,955	62,595	65,402	71,973
Long Term Debt	32,356	30,165	36,106	10,069	15,950
LT Debt Excl Capital Leases	32,356	30,165	36,106	10,069	15,950
Non-Convertible Debt	32,356	30,165	36,106	10,069	15,950
Convertible Debt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Capitalized Lease Obligations	-	-	-	-	-
Provision for Risks & Charges	0,845	0,497	0,499	0,000	0,167
Deferred Income	0,097	1,339	1,982	2,625	3,332
Deferred Taxes	-29,546	-27,444	-1,094	1,036	2,994
Deferred Taxes - Credit	1,455	0,000	5,838	7,154	3,021
Deferred Taxes - Debit	31,001	27,444	6,932	6,118	0,027
Deferred Tax Liability In Untaxed Reserves	-	-	-	-	-
Other Liabilities	3,113	2,670	0,490	1,953	1,493
Total Liabilities	67,482	67,182	100,578	81,085	95,909
Shareholders' Equity					
Non-Equity Reserves	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Minority Interest	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Preferred Stock	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Preferred Stock - Non Redeemable	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Preferred Stock - Redeemable	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Common Equity	329,255	295,510	281,860	251,545	233,439
Common Stock	0,005	0,005	0,004	0,004	0,004
Capital Surplus	283,123	247,829	220,745	177,732	171,488
Revaluation Reserves	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Other Appropriated Reserves	-4,696	-2,475	-1,654	-	-
Unappropriated (Free) Reserves	-	-	-	-	-
Retained Earnings	70,855	60,323	63,110	73,809	61,947
Equity In Untaxed Reserves	-	-	-	-	-
ESOP Guarantees	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Unrealized Foreign Exchange Gain(Loss)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Unrealized Gain(Loss) on Marketable Securities	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
(Less) Treasury Stock	20,032	10,172	0,345	-	-
Total Shareholders Equity	329,255	295,510	281,860	251,545	233,439
Total Liabilities & Shareholders Equity	396,737	362,692	382,438	332,630	329,348
Common Shares Outstanding	46,249	45,198	44,647	43,406	43,406
Net Sales or Revenues	255,165	251,519	210,461	229,681	204,323
Receivables (Net)	26,799	33,471	23,125	27,014	50,173
Days Receivable	38,33	48,57	40,11	42,93	89,63
Cost of Goods Sold	136,412	160,92	144,757	129,647	102,523
Accounts Payable	16,196	13,872	10,161	20,380	17,663
Days payable outstanding	43,34	31,46	25,62	57,38	62,88
Current Assets - Total	184,096	175,934	197,996	172,971	177,588
Current Liabilities - Total	60,617	59,955	62,595	65,402	71,973
Working capital	123,479	115,979	135,401	107,569	105,615
Working capital turnover	2,066464743	2,168659844	1,554353365	2,135196943	1,934602093
Long Term Debt	32,356	30,165	36,106	10,069	15,950

Total Liabilities & Shareholders Equity	396,737	362,692	382,438	332,630	329,348
Long term debt share	0,081555287	0,083169742	0,094410074	0,030270872	0,048429017
EBITDA Margin	11,97 %	1,54 %	-1,47 %	13,61 %	18,68 %
Return On Assets	0,0294895	-0,0057586	-0,0288173	0,0377194	0,0604606

ASPEN AEROGELS, INC. (ASPN)

Exchange	New York	Country	UNITED STATES	Industry	Construction &
CUSIP	04523Y105	Sedol	BN65SM7	ISIN	Materials
					US04523Y1055

Annual Income Statement

	12/31/2016	12/31/2015	12/31/2014	12/31/2013	12/31/2012
	USD	USD	USD	USD restated	USD
Income Statement					
Net Sales or Revenues	117738,000	122518,000	102,399	86,094	63453,000
Operating Expenses - Total	128,958	128,753	118,442	102,626	96,426
Cost of Goods Sold	84,574	87,983	75,136	65,302	61,737
Selling, General & Admin Expenses	34,531	30,883	33,123	27,263	25,005
Depreciation, Depletion & Amortization	9,853	9,887	10,183	10,061	9,684
Depreciation	9,853	9,887	10,183	10,061	9,684
Amortization of Intangibles	-	-	-	-	-
Amortization of Deferred Charges	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Other Operating Expenses	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Operating Income	-11,220	-6,235	-16,043	-16,532	-32,973
Extraordinary Credit - Pretax	0,000	0,000	0,000	8,898	0,000
Extraordinary Charge - Pretax	0,000	0,000	50,011	38,510	1,379
Non-Operating Interest Income	-	-	-	-	-
Interest Expense On Debt	0,803	0,182	0,323	0,350	24,090
Pretax Equity In Earnings	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Reserves- Increase(Decrease)	-	-	-	-	-
Other Income/Expense - Net	0,000	0,000	-0,047	-1,217	0,000
Interest Capitalized	0,000	0,000	0,100	0,100	2,300
Pretax Income	-12,023	-6,417	-66,324	-47,611	-56,142
Income Taxes	-	-	-	-	0,000
Current Domestic Income Tax	-	-	-	-	0,000
Current Foreign Income Tax	-	-	-	-	0,000
Deferred Domestic Income Tax	-	-	-	-	0,000
Deferred Foreign Income Tax	-	-	-	-	0,000
Income Tax Credits	-	-	-	-	-
Minority Interest	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Equity In Earnings	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
After Tax Other Income/Expense	0,000	0,000	0,000	-36,216	0,000
Discontinued Operations	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Net Income Before Extra Items/Preferred Div	-12,023	-6,417	-66,324	-83,827	-56,142
Extr Items & Gain(Loss) Sale of Assets	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Net Income Before Preferred Dividends	-12,023	-6,417	-66,324	-83,827	-56,142
Preferred Dividend Require	0,000	0,000	0,000	-85,165	0,000
Net Income to Common Shareholders	-12,023	-6,417	-66,324	1,338	-56,142
EPS Incl Extraordinary Items	-0,520	-0,279	-5,371	0,065	-2,728
EPS - Continuing Operations	-0,520	-0,279	-5,371	0,065	-0,434
Dividend Per Share	0,000	0,000	0,000	-	-
Common Shares Used to Calc Diluted EPS	23139807,000	22986931,000	12349456,000	20582636,000	20582636,000

Annual Balance Sheet

	12/31/2016	12/31/2015	12/31/2014	12/31/2013	12/31/2012
	USD	USD	USD	USD restated	USD
Assets					
Cash & ST Investments	18,1	32,8	49,7	1,6	1,3
Cash	18,1	32,8	49,7	1,6	1,3
Short Term Investments	-	-	-	-	-
Receivables (Net)	17,5	20,6	17,9	18,8	14,2
Inventories - Total	12,9	6,5	4,9	6,9	6,3
Raw Materials	3,5	4,4	4,1	2,8	2,8
Work In Process	-	-	-	-	-
Finished Goods	9,4	2,1	0,8	4,1	3,5
Progress Payments & Other	-	-	-	-	-
Prepaid Expenses	-	-	-	-	-
Other Current Assets	1,7	1,7	0,8	0,8	0,4
Current Assets - Total	50,2	61,6	73,4	28,0	22,3
Long Term Receivables	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investment In Unconsolidated Subsidiaries	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other Investments	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Property Plant & Equipment - Net	84,4	78,3	71,5	62,0	72,6
Property Plant & Equipment - Gross	156,4	140,6	124,4	105,2	109,2
Land	-	-	-	-	-
Buildings	23,9	23,9	16,3	16,3	16,2

Construction Work In Progress	11,1	5,1	24,1	-	13,4
Machinery & Equipment	113,7	104,7	78,4	77,5	74,8
Rental/Lease Property	-	-	-	-	-
Transportation Equipment	-	-	-	-	-
PP&E - Other	-	-	-	-	-
PP&E Under Capitalized Leases	-	-	-	-	-
(Less) Accumulated Depreciation	72,0	62,2	52,9	43,2	36,6
Accum Depr-Land	-	-	-	-	-
Accum Depr-Buildings	-	-	-	-	-
Accum Depr-Machinery & Equip.	-	-	-	-	-
Accum Depr-Rental/Lease Property	-	-	-	-	-
Accum Depr-Transport Equip.	-	-	-	-	-
Accum Depr-PP&E Other	-	-	-	-	-
Accum Depr-PP&E Under Cap Leases	-	-	-	-	-
Other Assets	0,1	0,1	0,2	0,2	0,4
Deferred Charges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tangible Other Assets	0,1	0,1	0,2	0,2	0,4
Intangible Other Assets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Assets	134,7	140,1	145,0	90,2	95,3
Liabilities					
Accounts Payable	13,1	10,7	14,2	7,1	9,1
ST Debt & Current Portion of LT Debt	0,0	0,1	0,1	18,8	1,4
Accrued Payroll	2,8	4,2	4,9	3,9	1,5
Income Taxes Payable	-	-	-	-	-
Dividends Payable	-	-	-	-	-
Other Current Liabilities	2,2	2,5	1,1	1,5	9,2
Current Liabilities - Total	18,1	17,4	20,2	31,4	21,1
Long Term Debt	0,0	0,0	0,1	119,7	108,7
LT Debt Excl Capital Leases	0,0	0,0	0,0	119,6	108,6
Non-Convertible Debt	0,0	0,0	0,0	0,0	13,5
Convertible Debt	0,0	0,0	0,0	119,6	95,1
Capitalized Lease Obligations	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1
Provision for Risks & Charges	0,0	0,4	1,0	-	-
Deferred Income	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deferred Taxes	-	-	-	-	-
Deferred Taxes - Credit	-	-	-	-	-
Deferred Taxes - Debit	-	-	-	-	-
Deferred Tax Liability In Untaxed Reserves	-	-	-	-	-
Other Liabilities	1,0	-0,2	0,0	1,1	0,0
Total Liabilities	19,1	17,6	21,3	152,2	129,8
Shareholders' Equity					
Non-Equity Reserves	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minority Interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Preferred Stock	0,0	0,0	0,0	0,0	86,3
Preferred Stock - Non Redeemable	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Preferred Stock - Redeemable	0,0	0,0	0,0	0,0	86,3
Common Equity	115,6	122,5	123,7	-62,0	-120,8
Common Stock	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital Surplus	533,1	528,0	522,8	270,8	164,4
Revaluation Reserves	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other Appropriated Reserves	-	-	-	-	-
Unappropriated (Free) Reserves	-	-	-	-	-
Retained Earnings	-417,5	-405,5	-399,1	-332,8	-285,1
Equity In Untaxed Reserves	-	-	-	-	-
ESOP Guarantees	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Unrealized Foreign Exchange Gain(Loss)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Unrealized Gain(Loss) on Marketable Securities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(Less) Treasury Stock	0,0	-	-	-	0,0
Total Shareholders Equity	115,6	122,5	123,7	-62,0	-34,5
Total Liabilities & Shareholders Equity	134,7	140,1	145,0	90,2	95,3
Common Shares Outstanding	23,4	23,2	23,0	20,6	20,6
Net Sales or Revenues	117,738	122,518	102,399	86,094	63,453
Receivables (Net)	17,5	20,6	17,9	18,8	14,2
Days Receivable	54,36	61,44	63,89	79,54	81,46
Cost of Goods Sold	84,574	87,983	75,136	65,302	61,737
Accounts Payable	13,1	10,7	14,2	7,1	9,1
Days payable outstanding	56,39	44,32	68,99	39,76	53,69
Current Assets - Total	50,2	61,6	73,4	28,0	22,3
Current Liabilities - Total	18,1	17,4	20,2	31,4	21,1

Working capital	32,1	44,2	53,2	-3,4	1,1
Working capital turnover	3,672884951	2,769519418	1,9259517	-25,54718101	56,05388693
Long Term Debt	0,1	0,0	0,1	119,7	108,7
Total Liabilities & Shareholders Equity	134,7	140,1	145,0	90,2	95,3
Long term debt share	0,000742561	0,000285563	0,000613611	1,326997883	1,140617622
EBITDA Margin	-1,16 %	2,98 %	-54,61 %	-43,32 %	-38,88 %
Return On Assets	-0,0837222	-0,0441833	-0,5625652	-0,6884529	-0,4251956

