

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, høsten 2005



Utredning i fordypnings-/spesialfagsområdet: Økonomisk styring

Veileder: Professor Frøystein Gjesdal

**SCHIBSTED -
STRATEGISK ANALYSE OG VERDSETTELSE**

av

Tom Grønstad

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i siviløkonomutdanningen ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag av utredningen

Som tema for min utredning har jeg valgt Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Schibsted. Formålet med utredningen er å komme fram til et best mulig verdiestimat for selskapet, og dermed vurdere om dagens aksjekurs reflekterer de underliggende økonomiske verdiene.

For å gjennomføre dette på en best mulig måte vil jeg først foreta en strategisk analyse av bransjen, og dermed finne ut hvordan konkurranseforholdene er. Jeg vil deretter se på de ressursene Schibsted innehar, og hvilke grunnlag disse har til å gi selskapet en strategisk fordel. Ved hjelp av denne analysen vil jeg få innsikt i den strategiske situasjonen til Schibsted, og hvordan muligheten er for framtiden.

Videre foretar jeg en regnskapsanalyse av Schibsted og de andre aktørene i bransjen. Som datagrunnlag for dette arbeidet vil jeg benytte regnskapstall fra årsrapporter, og omgruppere disse slik at jeg på best måte får fram den informasjonen jeg er på jakt etter ut fra et investororientert syn.

Med utgangspunkt i den strategiske regnskapsanalysen vil jeg videre utarbeide et framtidsregnskap som gir tallgrunnlag for å komme fram til et verdiestimat. Dette kan gjøres ved å neddiskontere verdien av fremtidig profitt til dagens verdi. For å få et bedre grunnlag til å se om mitt verdiestimat gir troverdighet, vil jeg også utføre komparativ verdsettelse ved hjelp av en multiplikatormodell.

Ved hjelp av fundamental verdsettelse har jeg kommet fram til et verdiestimat for Schibsted på 235 NOK per aksje, mens multiplikatormodellen estimerte en pris på 241 NOK. Dette tyder på at dagens Schibsted aksje er underpriset.

FORORD	5
1.0 INNLEDNING	6
2.0 PRESENTASJON AV SCHIBSTED OG BRANSJEN	7
2.1 Presentasjon av Schibsted	7
2.2 Presentasjon av bransjen.....	11
2.2.1 Presentasjon av A-pressen.....	11
2.2.2 Presentasjon av Orkla media	11
2.2.3 Presentasjon av Bonnier	12
2.3 Oppsummering av aktørene.....	12
2.4 Markedssituasjonen	13
3.0 STRATEGISK ANALYSE	16
3.1 Ekstern bransjeorientert analyse.....	17
3.1.1 Rivalisering blant eksisterende aktører.....	18
3.1.2 Nye inntrengere	21
3.1.3 Kunders forhandlingsmakt	23
3.1.4 Leverandørens forhandlingsmakt	24
3.1.5 Substitutter	24
3.1.6 Oppsummering av eksternanalyse.....	25
3.2 Intern ressursorientert analyse.....	26
3.2.1 Kompetanse/erfaring	26
3.2.2 Merkevarer	27
3.2.3 Kompetanse/ansatte.....	27
3.2.4 Finansiell kapital	28
3.2.5 Kompetanse innen merkevareledelse	28
3.3 Strategisk posisjon	29
4.0 VERDSETTELSESMODELLER	30
4.1 Valg av verdsettelsesteknikk	31
4.1.1 Fundamental verdsettelse	31
4.1.2 Komparativ verdsettelse	32
4.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse	33
4.2 Mitt valg av verdsettelsesmodell.....	33
5.0 REGNSKAPSANALYSE	34
5.1 Tallgrunnlag	35
5.2 Analyse og justering av målefeil	37

6.0 ANALYSE AV RISIKO	38
6.1 Kortsiktig likviditetsanalyse.....	38
6.2 Analyse av langsiktig soliditetsanalyse.....	40
6.4 Syntetisk rating	41
7.0 AVKASTNINGSKRAV OG ANALYSE AV RENTABILITET OG VEKST	42
7.1 Avkastningskrav.....	42
7.1.1 Krav til egenkapitalen	42
7.1.2 Krav til netto driftskapital	46
7.2 Analyse av rentabilitet og vekst	47
7.2.1 Egenkapitalrentabilitet.....	47
7.2.2 Driftsrentabilitet	48
7.2.3 Vekst	48
8.0 FRAMTIDSREGNSKAP	49
8.1 Valg av budsjetthorisont.....	49
8.2 Budsjettering fram til budsjetthorisont	50
8.3 Presentasjon av framtidsregnskapet	54
9.0 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	55
9.1 Fundamentalt verdiestimat	55
10.0 KOMPARATIV VERDSETTELSE	57
10.1 Komparativt verdiestimat	57
11.2 SENSITIVITETSANALYSE	58
11.2.1 Endring av driftsinntektsveksten	58
11.2.2 Endring av netto driftsmargin.....	59
11.2.3 Endring av avkastningskravet.....	60
12.0 OPPSUMMERING OG KONKLUSJON	61
REFERANSELISTE	62
APPENDIKS	64

Forord

Når jeg i dag ser tilbake på arbeidet som er lagt ned for å få til denne utredningen, så har det vært en lærerik prosess. Valg av tema for oppgaven ble besluttet i løpet av vårsemesteret 2005, men jeg var lenge usikker på hvilke selskap jeg skulle foreta min strategiske analyse og verdsettelse av. Etter en nærmere vurdering falt valget på Schibsted. Selskapet har jeg hatt sansen for lenge og det befinner seg i en spennende bransje hvor utviklingen går raskt.

Etter alt arbeidet jeg har lagt ned i denne utredningen, kan jeg endelig si meg meget godt fornøyd med resultatet. Men oppgaven hadde ikke blitt like bra uten råd og tips underveis. Jeg vil derfor rette en stor takk til Professor Frøystein Gjesdal for god veiledning og nyttige råd. Samtidig vil jeg rette en takk til Tia, som har holdt ut med meg når jeg har sittet lange dager foran PC skjermen.

Jeg håper denne oppgaven vil være informativ for deg som leser, og at den gir et bra bilde av hvordan situasjonen til Schibsted er i dag og hvordan utviklingen mest sannsynlig blir framover.

Birstrand 28/12-2005

Tom Grønstad

1.0 Innledning

Problemstillingen jeg ønsker å besvare i denne oppgaven er som følger:

Reflekterer dagens kurs på 188 NOK(Dagens Næringsliv 17/12-05) per Schibsted aksje de underliggende økonomiske verdiene i Schibsted, sett i lys av den strategiske situasjonen selskapet befinner seg i?

For å besvare dette vil jeg først starte med en presentasjon av aktørene som befinner seg i mediebransjen, og videre en avgrensning av oppgaven i kapittel 2.

I kapittel 3 foretar jeg en strategisk analyse av Schibsted. Først ser jeg på de eksterne faktorene i bransjen, og deretter analyseres de interne ressursene i selskapet.

Videre i kapittel 4 vil jeg presenteres ulike verdsettelsesmodeller, og utdype mitt valg av modell. I kapittel 5 og 6 følger så regnskapsanalyse og analyse av risiko.

I kapittel 7 fokuseres det på krav og analyse av egenkapital og vekst. Etter dette vil jeg se fram i tid. I kapittel 8 utarbeides framtidsregnskapet, og jeg estimerer meg fram til et verdierestimert ved hjelp av fundamental verdsettelse i kapittel 9. Som alternativ verdsettelsesteknikk vil jeg benytte komparativ verdsettelse i kapittel 10.

Til slutt vil jeg foreta en sensitivitetsanalyse i kapittel 11, før oppsummering og konklusjon presenteres i kapittel 12.

2.0 Presentasjon av Schibsted og bransjen

2.1 Presentasjon av Schibsted

Schibsted er et selskap med røtter lang tilbake. Selskapet ble grunnlagt av Christian Michael Schibsted i 1839. I starten bestod driften av forlagsvirksomhet, men etter hvert ble aviser en viktigere del av virksomheten. Viktige begivenheter i den sammenheng er lanseringen av Aftenposten i 1860, overtakelsen av VG i 1966 og oppkjøpet av Aftenbladet i 1996. (Årsrapporten til Schibsted 2004)

Selskapet ble drevet som familieeid avis- og forlagshus fram til det ble reorganisert til aksjeselskap og konsern i 1989. Tre år senere ble konsernet notert på Oslo Børs, og i den sammenheng ble de første investeringene innen TV og film foretatt.

Schibsted er i dag en av Skandinavias ledende medieaktører. Konsernet driver virksomheter i ni land, men hovedtyngden av virksomheten er knyttet til Norge og Sverige. Schibsted eier mange kjente merkenavn innfor avis, multimedia, TV/film og forlag. Omsetningen til konsernet var på 9,7 milliarder i 2004.

Virksomhetsområdene til Schibsted

Avis

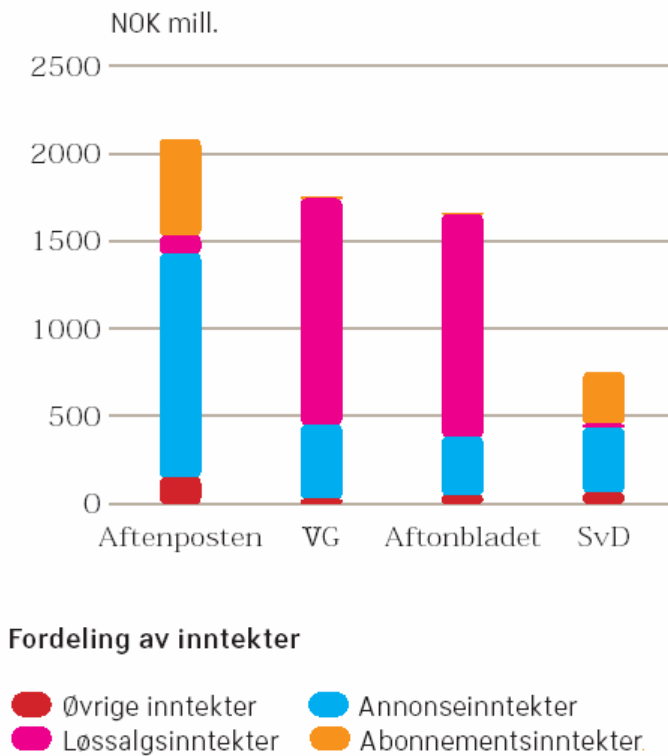
Avis utgjør i dag den største og viktigste delen av Schibsted konsernet. De viktigste produktene innenfor dette området er Aftenposten og VG i Norge, og Aftenbladet og Svenska Dagbladet i Sverige.

(NOK millioner)	2004	2003	2002
Abbonementsinntekter	909	865	803
Løssalginntekter	2 665	2 677	2 506
Annonseinntekter	3 272	2 456	2 307
Øvrige inntekter	641	513	466
Driftsinntekter	7 487	6 511	6 082
Driftskostnader	(6 629)	(5 900)	(5 608)
Driftsresultat (EBITA)	858	611	474
GW og andre inntekter og kostnader	(453)	(24)	(95)
Driftsresultat	405	587	379

Tabell 2.1¹ Driftsresultatet for Schibsteds aviser (Schibsteds Årsrapport 2004)

¹ EBITA = driftsresultat før goodwill og andre inntekter og kostnader

Ut fra tabell 2.1 ser man at størstedelen av inntektene kommer fra annonser, mens løssalgsinntekter kommer som klar nummer to. Det er derimot stor forskjell mellom avisene for hvordan de generer inntekter. VG har løssalgsinntekter som klart viktigste inntektskilde, det samme gjelder for Aftenbladet. Aftenposten har derimot annonseinntekter som viktigste bidrag. Nedenfor følger en grafisk fremstilling av inntektsfordelingen i de fire nordiske avisene.



Figur 2.2 *Inntektsfordelingen i de fire nordiske avisene til Schibsted*
(Årsrapporten til Schibsted 2004)

Schibsted har også hatt suksess med lansering av gratisavisen 20Minutter i Spania og Frankrike. Dette er aviser som genererer inntekter ved å selge annonser. 20Minutter er i dag den nest mest leste avisen i Frankrike og tredje mest leste i Spania.

Nettaktiviteter

Bidraget fra nettaktivitetene har vist en meget positiv utvikling og stod i 2004 for ti prosent av Schibsteds driftsresultat, mens denne andelen var på to prosent året før. De viktigste bidragsyterne her er FINN.NO, VG Nett og Aftenbladets nettsatsninger.

(NOK millioner)	2004	2003	2002
Annonseinntekter	471	269	188
Øvrige inntekter	97	83	49
Driftsinntekter	568	352	237
Driftskostnader	-409	-301	-241
Driftsresultat (EBITA)	159	51	-4

Tabell 2.3² Oversikt over resultat fra nettaktiviteter (Schibsteds Årsrapport 2004)

TV og film

Schibsted har vært inne i en negativ periode for TV og film virksomheten. Dette skyldes i hovedsak økende konkurranse og nye satsninger som ikke har gitt de ønskede resultatene. Innenfor TV eier konsernet 33,4 % av TV 2 gruppen og 26,7 % av svenske TV 4. TV 2 er Norges største kommersielle fjernsynskanal, og har gjennom lansering av tilleggskanalen TV2 Zebra og sine eierinteresser i bygging av digitalt bakkesendenett store potensielle muligheter for fremtiden(<http://www.teleavisen.no>). Svenske TV4 er Sveriges største riksdekkende og kommersielle kvalitetskanal. TV4 har vært inne i et svakt år i 2004, men for 2005 ser det ut som både TV2 og TV4 oppnår bedre resultater.

(NOK millioner)	2004	2003	2002
Driftsinntekter	1 282	1 258	1 131
Driftskostnader	(1 259)	(1 192)	(1 105)
Driftsresultat (EBITA)	23	66	26
GW og andre inntekter og kostnader	(82)	(16)	(16)
Driftsresultat	(59)	50	10

Tabell 2.4 Driftsresultat for Schibsteds virksomhet innen TV og film de senere år (Schibsteds årsrapport 2004)

² Tallene fra nettaktivitetene er også inkludert i den enkelte avis sine resultater.

Fordeling av inntekter for TV 2			
(NOK millioner)	2004	2003	2002
Reklameinntekter	1482	1390	1359
Andre inntekter	139	98	100
Driftsinntekter	1621	1488	1459
Fordeling av inntekter for TV 4			
(SEK millioner)	2004	2003	2002
Reklameinntekter	1912	1874	1912
Andre inntekter	418	388	362
Driftsinntekter	2330	2262	2274

Tabell 2.5 *Spesifisering av driftsinntektene til TV 2 og TV 4.*

(Årsrapporten til TV 2 og TV4 for 2004 og 2003)

Tallene viser at reklame står for den største og viktigste delen av inntekten til tv selskapene, og det har vært en jevn vekst i inntektene gjennom perioden.

Samlet sett står avisene for den største andelen av inntektene, selv om ikke lønnsomheten er veldig god. Nettaktivitetene står derimot for en liten del av omsetningen som vokser raskt, denne virksomheten er samtidig veldig lønnsom. For TV og film er driftsinntektene stabile men lønnsomheten har i den senere tid vært lav.

2.2 Presentasjon av bransjen

Virksomheten til Schibsted omfatter ulike former av informasjonsformidling ut mot kunder. Hovedmålet til aktørene i bransjen er å komme med de "ferskeste" nyhetene, og fremstille disse på en måte målgruppen er fornøyd med. Hovedoppgaven blir å nå ut mot kunder gjennom aviser, nettsteder, fjernsyn og radio.

Klarer Schibsted å nå ut til store kundemasser, og holde fast på disse, gir dette grunnlag til å søke den andre kundegruppen, annonsørene, disse blir stadig viktigere bidragsytere sett i lys av den utviklingen vi ser i mediebransjen.

Begrensingen og definisjonen av bransjen til Schibsted kan være kompleks. Dette fordi konsernet opererer innenfor mange ulike markeder, og møter på denne måten forskjellige konkurrenter og samarbeidspartnere. Norske aktører med en tilsvarende virksomhet er A-pressen og Orkla media, mens en svensk aktør er Bonnier. Jeg velger derfor å legge størst vekt på disse som sammenligningsgrunnlag ved min analyse av Schibsted.

2.2.1 Presentasjon av A-pressen

A-pressen er et mediekonsern med 2 635 ansatte, og en omsetning på ca. 2,7 milliarder i 2004. Konsernet har virksomheter i Norge innenfor områdene avis, trykkeri, tv og elektroniske medier.

A-pressens kjernekompetanse er å innhente, tilrettelegge, produsere og distribuere informasjon. Deres mest omfattende virksomhet er lokalaviser, gjennom eierskap i TV 2 og lokal-tv er de største eier av kommersiell tv i Norge(www.apressen.no). Selskapet er også deleier i rubrikknettstedet zett.no sammen med Orkla media(Årsrapporten til A-pressen 2004). Også zett.no har hatt fremgang de sist årene, og er i dag den største konkurrenten til FINN.NO på det norske markedet.

2.2.2 Presentasjon av Orkla media

Orkla media er Nordens femte største medieselskap og en del av Orkla konsernet. Selskapet har virksomhet innenfor områdene dagspresse, ukepresse, lokalradio/lokalTV, elektronisk

publisering og direkte markedsføring. Orkla Media er majoritetseier i 31 norske avisselskaper. Omsetningen var i 2004 på ca 8,2 milliarder.

Foruten de majoritetseide avisene har Orkla Media eierposisjoner i Bergens Tidende (29 %) og Asker og Bærums Budstikke (31 %). Disse avisene har også Schibsted eierinteresser i. Orkla Media er leder i det norske ukebladmarkedet gjennom sitt 50 % eierskap i Hjemmet Mortensen(Orkla media informerer 2004)

2.2.3 Presentasjon av Bonnier

Bonnier er et familieeid svensk mediekonsern med virksomhet i 20 land, og det geografisk viktigste området for selskapet er Nord-Europa. Virksomheten til Bonnier omfatter de fleste typer medier, og de deler selv opp virksomheten i disse fem gruppene; forretningsaviser, dagsaviser, bøker, magasiner og underholdning. (www.bonnier.se)

I forhold til min oppgave er Bonnier sin eierandel på 29,3 % i TV4 og eierskapet av Expressen spesielt interessant. Expressen er den største konkurrenten til Aftonbladet på det svenske markedet for løssalgsaviser, mens TV4 er den største svenske kommersielle fjernsynskanalen. Omsetningen til Bonnier var i 2004 på ca 19,6 milliarder svenske kroner.

Mkr	2004
Bonnier Books	4 573
Bonnier Magazine Group	3 248
Bonnier Entertainment	3 491
Bonnier Business Press	1 397
Bonnier Newspapers	4 629
Bonnier Business Information	2 360
Other	-134
Bonnier AB totalt	19 564

Figur 2.2.3 Omsetning innenfor ulike områder i SEK(Bonniers årsrapport 2004)

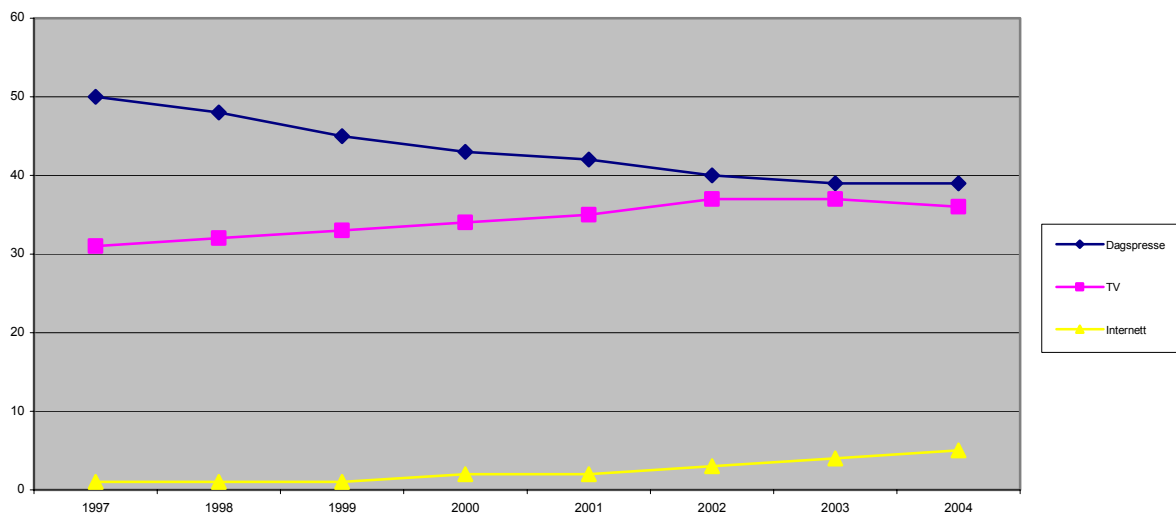
2.3 Oppsummering av aktørene

Orkla media og A-pressen utgjør den største andelen av det vi kan kalle mediebransjen i Norge, og Bonnier er en viktig aktør på det svenske markedet. Schibsted er en stor aktør i

både det norske og det svenske markedet. Norge og Sverige er geografisk hovedområde for min strategiske analyse av Schibsted. Jeg vil også ta for meg de andre satsningsområdene til Schibsted i noen grad ut fra hvor viktig og relevant jeg anser dem å være i forhold til oppgaven.

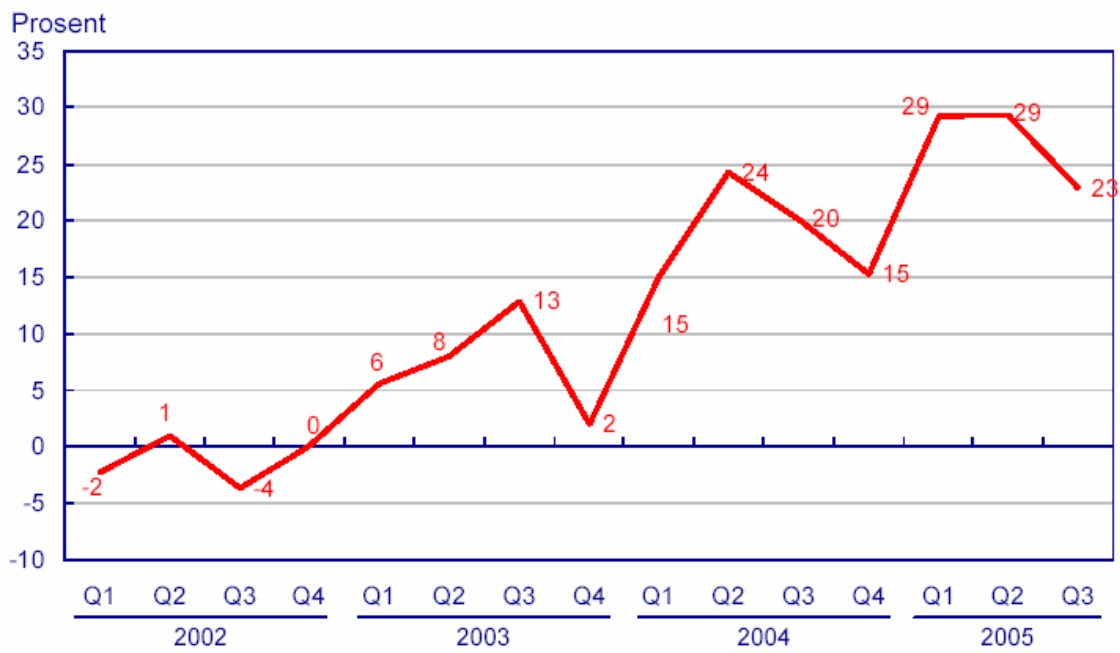
2.4 Markedssituasjonen

Nedenfor følger et diagram som viser hvor stor andel av reklameomsetningen dagspressen, TV og Internett står for.



Figur 2.4.1 *Netto reklameomsetning for ulike medier*
(www.medienorge.uib.no)

Diagrammet over viser at dagspressen står for en gradvis mindre andel av den totale annonseomsetningen i ulike medier. TV har på den andre siden hatt en økning, og hadde i 2004 en nesten like stor andel av den totale reklameomsetningen som dagspressen. Reklameomsetningen på Internett er lav i forhold til dagspresse og TV, men det har vært en gradvis økning, og på dette området er det et stort vekstpotensial.

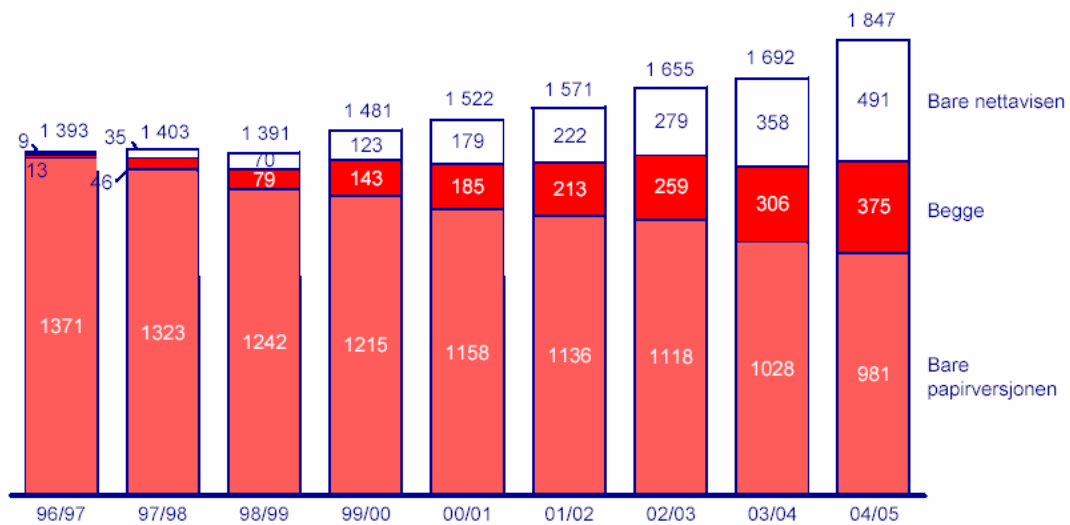


Figur 2.4.2 *Nettaktivitetens andel av Schibsteds driftsresultat*
(Schibsteds presentasjon av rapport for 3. kvartal 2005)

Ut fra diagrammet ser man at nettaktiviteten til Schibsted står for en stadig større andel av driftsresultatet. Dette er en utvikling som kjennetegner hele markedet, og aktørene bruker store midler på lansering og markedsføring av nye nettbaserte løsninger. Eksempler på store nysatsninger er søkemotorene som er blitt lansert i løpet av høsten 2005. Schibsted uttaler at de alene kommer til å investere 90 - 100 millioner på søk og kataloger i Norge og Sverige i løpet av 2005 og 2006 (Artikkel i Dagens Næringsliv 4. november 2005).

Innenfor avismarkedet har reduksjonen i salget av løssalgaviser ført til at avisene har blitt gjenstand for en del endringer og modernisering. Dette innebærer at både Aftenposten og VG har kommet med nye bilag, samtidig som Aftenposten har gått over til tabloidformat. Likevel viser statistikken at opplagssvikten fortsatt er en realitet, og dette er nok en trend som vil prege mediemarkedet i tiden framover.

Daglige lesere, tusen



Figur 2.4.3 *Daglige lesere av VG fordelt etter i hvilket format de leser avisen*
(Presentasjon av Schibsteds kvartalsrapport for tredje kvartal 2005)

Grafen viser at antallet som leser bare papirutgaven av VG er synkende, andelen som leser VG på nett er derimot økende. I tillegg ser man at antallet som totalt leser VG er økende. Dette viser en endring i lesernes vaner, og det blir stadig viktigere å gi et mer helhetlig og dekkende tilbud til leserne for å holde på markedsandelene.

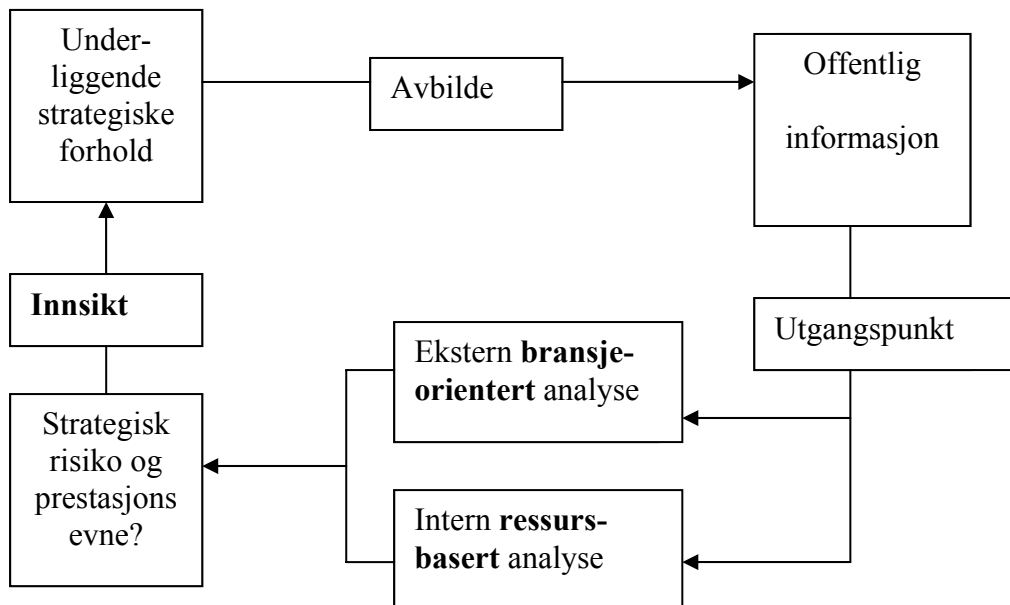
Oppsummering av markedet

Trenden i dagens mediemarked er at stadig mer av kundemassen søker over på nettbaserte aviser og kanaler. På den andre siden fører dette til at papiravisene mister opplag. En type papiravis som derimot har en positiv utvikling er gratisavisene som tjener penger ved å selge annonser. Hovedfokuset for bransjen blir dermed å nå ut til kunden med annonsørens budskap, mens fokuset på å få en leser til å betale for informasjonen blir underordnet.

3.0 Strategisk analyse

Ved hjelp av strategisk analyse identifiseres en virksomhets strategiske posisjon. Når man får innsikt i den underliggende strategiske posisjonen og risikoen til en virksomhet, skapes et bedre grunnlag til å analysere virksomhetens underliggende økonomiske forhold.

Analysen vil i hovedsak bygge på teori fra *Hill & Jones* (2004).

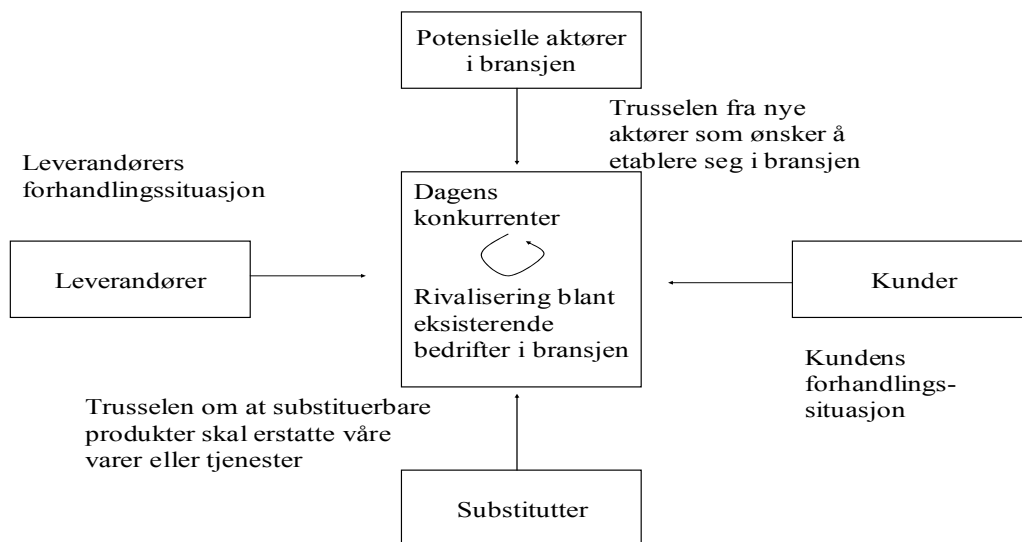


Figur 3.1 *Rammeverket for strategisk analyse* (Forelesningsplansjer i BUS 424)

Figuren over viser hvordan jeg vil ta utgangspunkt i offentlig informasjon, og foreta en analyse av de eksterne forholdene i bransjen og de interne ressursene som Schibsted innehar. Gjennom denne analysen vil jeg få innsikt i hvordan den strategiske situasjonen for Schibsted er, og dermed hvordan forholdene er i dag og hvordan de ser ut for framtiden.

3.1 Ekstern bransjeorientert analyse

Rammeverket bygger på en ide om at ”strategi må baseres på en analyse og forståelse av de konkurransereglene som gjør bransjen attraktiv” (Porter, 1992). Disse konkurransereglene viser seg som fem ulike krefter: Risiko for nyetablering, rivalisering mellom etablerte firmaer, kjøperes forhandlingskraft, leverandørers forhandlingskraft og trusselen fra substitutter. Desto sterkere hver av disse kreftene er, jo mindre mulighet vil bedriftene ha til å øke priser og oppnå høyere profitt. En sterk konkurransekraft sees på som en trussel ettersom den vil redusere profitt, mens en svak konkurransekraft er en mulighet til å oppnå høy profitt (Hill & Jones, 2004).



Figur 3.2 *Porters fem konkurransekrefter* (Hill & Jones, 2004)

3.1.1 Rivalisering blant eksisterende aktører

Konkurransen mellom aktører i næringen har stor betydning for hvor lønnsom en bransje er. Er graden av rivalisering høy, vil en større del av verdiene overføres til andre utenfor bransjen, som kunder og leverandører.

Viktige faktorer som avgjør hvor hard rivaliseringen er:

- Bransjens struktur
- Etterspørselsforhold
- Utgangsbarrierer

Bransjens struktur.

Hvor mange bedrifter som befinner seg i bransjen og hvilke posisjon disse har vil avgjøre en bransjes struktur. Et ytterpunkt av bransjestruktur vil da være mange små og mellomstore aktører som skaper høy rivalisering. Det andre ytterpunktet vil inneholde få bedrifter som da vil ha stor markedsrett, eller et ekstremtilfelle med bare en aktør i en monopolsituasjon.

Mediebransjen i Norge består av relativt få og store aktører. De tre ledende aktørene i Norge er A-pressen, Orkla Media og Schibsted. Disse står for de største eierpostene i norske aviser og TV. Disse medieaktørene er også felles deleiere i enkelte mindre medieselskap. For eksempel eier både Schibsted og Orkla media andeler i Adresseavisen ASA, Asker og Bærum Budstikke og Bergens Tidende. Det samme er også tilfelle for eierskapet av TV2, hvor Schibsted og A-pressen eier ca. 33 % hver(<http://www.medieregisteret.no/>).

I Sverige er situasjonen også tilsvarende, Schibsted eier der Svenska Dagbladet og Aftonbladet, dette er to store aviser i Stockholm. Aftonbladet er Nordens største avis, og avisens hardeste konkurrent er Expressen, som igjen eies av mediehuset Bonnier AB(Bonniers årsrapport 2004). I tillegg eier Schibsted 26,7 % av Sveriges største fjernsynskanal TV4(Schibsteds kvartalsrapport for 2. kvartal 2004). De andre store eierne i TV 4 er Bonnier og Moderen Times Group (Årsrapporten til TV4).

En type media som har hatt en kraftig vekst de siste årene er rubrikkannonser på Internett. Her har Schibsted, gjennom sine datterselskap, en eierandel på 73 % i FINN.NO (www.finn.no). Som største konkurrent i Norge finner man zett.no, som eies av Orkla Media og A-pressen.

For disse rubrikkannonserne er det nær samkjøring mellom publisering i aviser og på Internettportale.

Ut fra denne presentasjonen ser man at mediebransjen består av noen store aktører med aktiviteter som omfatter nesten alle medieområder, dette både geografisk og produktmessig. Disse aktørene samarbeider på enkelte områder, mens de er arge konkurrenter på andre plan. Det later til at aktørene samarbeider om avisutgivelser i mindre byer, mens de konkurrerer hardt i større byer som Oslo og Stockholm. Også innenfor de nye nettsatsningene konkurrerer de store aktørene hardt seg imellom, samtidig som det er en liten grad av samarbeid.

Analysen viser at bransjen består av noen få og store aktører. Innenfor avismarkedet er konkurransen høy på de nasjonale plan, mens det lokalt er lavere konkurranse. Innenfor de nye mediene er konkurransen relativt høy.

Etterspørselsforhold

For et marked som er i vekst vil en oppleve mindre rivalisering enn for et marked som stagnerer. Et vekstmarked kan føre til at aktører vokser uten å ta markedsandeler fra hverandre, er markedet derimot mettet kan man kun vokse ved å ta markedsandeler fra konkurrenter.

For avisbransjen ser man en nedgang i opplagstallene de siste årene(<http://www.medienorge.uib.no>) Dette er en trend som har utviklet seg gjennom noen år, og mest sannsynlig vil denne fortsette. Seertallene for TV har holdt seg stabile, med små variasjoner de senere år, og mye tyder på at seertallene kommer til å holde seg stabile i tiden framover.

Området for nettsatsninger, med nettaviser, rubrikkannonser og søkemotorer har hatt en meget positiv utvikling. Dette er en trend som helt klart ser ut til å fortsette. Nettaktiviteter og nye medier blir en stadig viktigere del av medieverdenen, og det er her de største mulighetene later til å være for fremtiden.

Etterspørselsforholdene til mediemarkedet er dermed delt. Avismarkedet på papir er i tilbakegang, og det er her en hard kamp for å stjele kunder fra konkurrenter. For TV er også markedet tilsynelatende stagnert, og det er her sterk konkurranse om de seerne som finnes.

Situasjonen for nye medier, og nettbasert løsninger er dermed motsatt. Her er kundemassen og aktiviteten sterkt økende, og det er dermed viktig å knytte til seg de nye kundene.

Utgangsbarrierer

Utgangsbarrierer er økonomiske, strategiske og emosjonelle faktorer som hindrer et selskap i å forlate en bransje selv om profitten er lav. I en slik situasjon vil bedriften opprettholde virksomheten selv om driften ikke er lønnsom, dette vil kunne føre til at rivaliseringen i en bransje blir svært hard.

For mediebransjen vil de investeringene som skjer i utviklingen av nye elektroniske medier kunne danne utgangsbarrierer. Dette har sammenheng med at aktørene bruker mye midler på å etablere elektroniske mediekanaler, men når den først er etablert vil kostnadene knyttet til driften være lav. En slik situasjon gjør at etablerte aktører velger å være i bransjen selv om lønnsomheten er dårlig.

En annen type barriere vil være knyttet til det emosjonelle. Dette gjelder særlig aviser med lange tradisjoner som Aftenposten og Aftenbladet.

Selv om emosjonelle faktorer kan hindre aktører fra å forlate en ulønnsom bransje, så vil den største barrieren være knyttet til de store investeringene som foretas innen oppbyggingen av nye elektroniske medier.

3.1.2 Nye inntrengere

Potensielle inntrengere er selskaper som ikke konkurrerer i bransjen, men har muligheten til å gjøre det om de ønsker. De etablerte aktørene i bransjen vil naturlig nok prøve å forhindre nye konkurrenter i å entre sin bransje. Avgjørende faktorer for om en potensiell konkurrent vil etablere seg i bransjen er inngangsbarrierene.

Inngangsbarrierene kan være:

- *merkevarelojalitet*
- *skalafordeler*
- *produkt differensiering/byttekostnader*
- *politiske reguleringer*

Merkevarelojalitet

Ved å bygge opp sterke merkenavn, og oppnå en sterk merkenavntilknytning, gjør man det vanskeligere for nye aktører å tre inn i markedet. Bygging av merkevarer brukes aktivt i mediebransjen, og har stått systematisk på dagsorden til Schibsted siden slutten av 1990-tallet. Aftenbladet var det første selskapet i Schibsted som etablerte en helhetlig merkevare strategi (Årsrapporten til Schibsted 2004) Dette har vært en stor suksess og er blitt videreført til andre deler av konsernet. Resultatet av denne satsningen er sterke merkenavn som FINN.NO, 20MINUTEN, blocket.se og VG. Også de andre aktørene satser sterkt på oppbygging av merkenavn, og Orkla Media sier i sin årsrapport at for medieselskaper er det viktig at hele virksomheten er involvert i merkevarearbeidet (Orkla Media informerer i 2004).

Når det gjelder aviser på papirformat er merkevarelojaliteten sterk, og det er derfor viktig med et sterkt merkenavn for å holde på kundene. For nye nettbaserte medier, vil det være mye vanskeligere å holde på kundene, dette fordi brukere lett kan skifte tilbyder bare ved å klikke på en link. Innen dette segmentet kan man ha fordeler av å benytte kjente merkenavn fra papiraviser og tilby disse i elektronisk format. Brukerne later til å foretrekke kjente medietilbydere og merkenavn slik at de vet hva slags type informasjon de får, og hvordan informasjonen blir presentert.

Når det gjelder effekten av merkevarebygging så er dette noe uklart, men merkenavn hindrer til en viss grad etableringer innenfor tradisjonelle medier. Innenfor nettbasert medier er behovet for sterke merkenavn enda større og en avgjørende faktor for å holde på kunder. Det vil kreve

store økonomiske ressurser for å kunne konkurrere og bygge opp et produkt som kan konkurrere med mange av de etablerte merkevarene i mediebransjen. Dette vil dermed være en barriere for nye aktører i bransjen.

Skalafordeler

Skalafordeler betyr at man har fordeler ved å produsere i stort volum. Man kan da fordele de faste kostnadene ut på flere enheter, samtidig som man står sterkere i en forhandlingssituasjon overfor kunder og leverandører.

Innen mediebransjen er det stor samkjøring for publisering av informasjon i ulike typer medier. De klareste eksemplene på dette er hvordan utdrag av aviser på papir gjengis i nettavisene, samtidig som nettavisene oppdateres med aktuelle begivenheter som skjer i løpet av døgnet. På denne måten utnytter man ressursene i journaliststaben bedre, og får på denne måten skalafordeler. Disse skalafordelene vil kunne hindre nye mindre aktører i å etablere seg på det nordiske mediemarkedet. Om en stor utenlandsk medieaktør skulle ønske, og aktøren har store ressurser, så vil nok ikke skalafordelen være et avgjørende hinder fra å komme inn i det nordiske mediemarkedet.

Produktdifferensiering/ byttekostnader

Byttekostnader betyr at det koster tid, energi og penger for en kunde å skifte leverandør. Er byttekostnadene høye kan dette føre til at kunder velger å fortsatt benytte seg av et produkt selv om det kommer et bedre alternativ.

Innefor mediebransjen er produktdifferensieringen stor. Det finnes mange forskjellige aviser og enda flere nettstedet som spesialisere seg på ulike tema. Avisen VG satser på enkel presentasjon av nyheter og med høy fokus på kjendiser og såkalt ”tabloidstoff”. En annen norsk avis som Aftenposten har et mer seriøst preg, og har også bra dekning innenfor politikk og økonomi. De største byttekostnadene for en kunde vil derfor være knyttet til hvordan man er vant til å få presentert nyhetene. Det samme gjelder også for nettjenester, men her er byttekostnadene mye lavere. Utfordringen for Schibsted og de andre aktørene vil derfor være å holde på kundene innenfor spekteret nye medier.

Politiske reguleringer

Innenfor mange bransjer er det politiske reguleringer, dette kan innebære at man trenger konsesjon eller lignende for å operere i et marked. Dette gjelder i dag for drift av kommersiell TV og radio i Norge. Her legges det ut konsesjoner som ulike aktører kan konkurrere om, samtidig som det stilles krav til f.eks. kulturelt mangfold og geografisk beliggenhet. For avisbransjen er det ikke samme type begrensning. Myndighetene ønsker nemlig at det skal være et bredt spekter av aviser for å ivareta ytringsfriheten. Det finnes også pressestøtte som gis til aviser som sliter økonomisk, dette for å opprettholde et mangfold og et godt tilbud av aviser. De store medieaktørene blir også berørt av medieeierskapsloven i Norge. Loven omhandler hvor stort eierskap et selskap kan ha innenfor ulike medier, og formålet med loven er å fremme ytringsfriheten og et mangfoldig medietilbud (www.lovdatabank.no).

For satsning innen nye medier er det ingen begrensninger. Det samme kommer også mest sannsynlig til å skje innen TV markedet når det nye digitale bakkenettet bygges ut. Dette betyr at politiske reguleringer vil ha mindre betydning i fremtiden.

3.1.3 Kunders forhandlingsmakt

Kundene i et marked kan være sluttbrukere eller distributører. Kundenes forhandlingsmakt avhenger av forholdet mellom tilbyder og kunde. Dersom produktene som tilbys er homogene og byttekostnadene lave, vil kundene ha makt til å stille krav til tilbydere.

Kundene til mediebransjen vil i hovedsak være abonnenter av aviser, TV-seere, brukere av nettstedene og annonsører. Innenfor avisbransjen vil det være mulig å redusere kundenes forhandlingsmakt ved at avisen er forutsigbar og tilfredsstillende de behov kundegruppen har. Samtidig som lokale aktører ofte innehar tilnærmet monopol på formidling av lokale nyheter og på lokal annonsering. Dette gjør at lokale medieaktører ofte har makt overfor kundene. Innenfor nettbaserte formidlingskanaler vil de være mye vanskeligere å holde på kundene, og de vil dermed inneha en sterkere maktsituasjon.

Annonsørene opptrer ofte som store aktører, disse vil derfor kunne ha mulighet til å forhandle seg fram til lavere pris. På den andre siden vil Schibsted og de andre medieaktørene ha sterke forhandlingskort gjennom eierskap av de største avisene både i Norge og Sverige, samtidig som selskapene også har noen av de mest besøkte nettstedene i begge land.

Medieaktørene står overfor kunder med sterk forhandlingsmakt, de sterkeste vil være brukere av nettstedet og nye medier. Samtidig er mediekonsernene store aktører som dekker et vidt spekter og oppnår styrke gjennom dette.

3.1.4 Leverandørens forhandlingsmakt

Dersom bedriften har forhandlingskraft overfor en leverandør, vil den kunne presse frem spesielt gunstige vilkår. Er situasjonen motsatt, og faktorer i produksjonen er vanskelig å erstatte samt at det er få tilbydere, vil leverandørene kunne utøve makt.

For avisbransjen og redaksjonelt innhold vil journalistene være de viktigste leverandørene. Disse er godt organisert og har dermed relativt høy forhandlingsmakt. Når det gjelder leverandører av elektroniske løsninger til nye medier er dette noe som kan kjøpes av leverandører over hele verden.

Leverandørene som tilbyr tekniske løsninger og produksjonsutstyr har liten makt, og aktørene kan oppnå gunstige betingelser. Utfordringen vil derimot være kompetansen blant ansatte. Det vil være svært viktig å holde på de beste medarbeiderne. Dette gjør at disse kan presse opp prisen og ta deler av verdiskapningen fra aktørene i bransjen.

3.1.5 Substitutter

Substitutter er produkter som er forskjellige fra de som omsettes i markedet, men som kan dekke samme behov. Nære substitutter er en trussel ettersom de begrenser hvilken pris bedriftene er i stand til å ta i markedet, og dermed fortjenesten. Dersom det er få nære substitutter vil bedriftene stå mye friere når de setter prisene.

Substitutt for annonsørene

For annonsørene vil sponning av idrettsstjerner og idrettsarrangement være et substitutt for annonsering i tradisjonelle medier. Dette vil kunne være en reel trussel mot mediebransjen, og føre til at lønnsomheten reduseres.

Substitutt for brukere av nettsted

Et annet substitutt vil være utenlandske nettsteder. Dagens nordiske forbruker leser like godt engelsk som sitt eget morsmål, og vil dermed lett kunne velge en utenlandsk tilbyder av utenriksstoff og gjerne andre typer faginformatjon. Dette betyr at de nordiske aktørene møter sterke nye aktører som kan ta deler av kundemassen.

3.1.6 Oppsummering av eksternanalyse

Samlet sett er markedet for medier i Norge og Sverige inne i en fase med store endringer. De klare linjene er at markedet for aviser på papir i er tilbakegang, og aktørene endrer på utformig og kommer med nye tilleggsprodukter for å unngå dette. Til tross for disse endringene ser det ut til at opplagstallene for aviser fortsetter å falle. Den andre delen av markedet som omfatter nye medier har en meget positiv utvikling. Brukere av nettbaserte aviser og annonsering på nett er kraftig økende, samtidig er også disse blitt av de mest lønnsomme aktivitetsområdene til medieselskapene.

En av de største utfordringene for bransjen vil være å bygge opp sine nettsteder og søkemotorer til å bli foretrukket av nordiske brukere. På dette området møter de sterke konkurrenter, men selskapene har fordel av å være på hjemmebane. Dermed har de et stort potensial til å bli en viktig del av det stadig voksende markedet for annonsering på nett.

Mediebransjen i Norge og Sverige er inne i en positiv periode, og de store aktørene har en sterk posisjon overfor kunder og leverandører. Samtidig som de opplever lite direkte konkurranse fra andre. Dette gjør at jeg anser mulighetene for å oppnå god inntjening som store. Avgjørende i tiden framover er at aktørene klarer å fortsette sin gode overgang til nettbaserte løsninger, og stadig er i front av utviklingen.

3.2 Intern ressursorientert analyse

Formålet med den interne analysen er å identifisere styrker og svakheter hos Schibsted ved å analysere de ulike ressursene bedriften er i besittelse av. Det er da viktig å finne ut hvilke av disse ressursene som kan gi Schibsted et konkurransefortrinn, og at de dermed har mulighet til å oppnå superprofitt. For at en ressurs skal kunne gi vedvarende konkurransemessig fortrinn må følgende fem kriterier være oppfylt:

- Sjelden - hvis alle bedriftene besitter den samme ressursen, vil alle ha potensial til å benytte den på en måte som vil gi den samme fordel. Dermed vil det ikke være noe fortrinn.
- Verdifull - Så lenge ressursen ikke er verdifull for bedriften vil den være ubetydelig med tanke på å lage varige konkurransefortrinn.
- Ikke imiterbar - Om en lett kan kopiere en viktig ressurs, vil det ikke ta lang tid før konkurrentene også innehar denne, og ressursen vil ikke lenger være sjelden.
- Mobiliserbar - Bedriften må være i stand til å utnytte potensialet i ressursen.
- Approprierbar - Det må være mulig for bedriften å sikre seg ressursen for en lengre tidsperiode.

3.2.1 Kompetanse/erfaring

Schibsted har lang erfaring innen mediebransjen, og har fulgt utviklingen som har gått raskt de senere år. Dette er en ressurs selskapet kan dra nytte av i framtidige tilpasninger i forhold til markedet. Denne ressursen er verdifull, og kan være avgjørende for at man skal holde på kundene. Det finnes derimot mange andre aktører i bransjen som også innehar denne erfaringen, og dette er dermed ikke en sjelden ressurs.

Når det gjelder fortrinn Schibsted innehar gjennom sin erfaring kan det refereres til den vellykkede snuaksjonen i Aftenbladet. Aftenbladet ble kjøpt opp mens avisen var inn i en dårlig periode med lave opplag. Schibsted klarte imidlertid å snu denne trenden og bygge opp avisen til å bli den største i Norden (Schibsteds Årsrapport 2004). Dette er en av mange nyttige erfaringer som kan være avgjørende for å oppnå strategiske fordeler i framtiden.

3.2.2 Merkevarer

Schibsted er i besittelse av et stort spekter av kjente merkevarer. Dette er tradisjonsrike merkenavn som Aftenposten, Aftenbladet og VG. Disse er bygd opp gjennom mange år, og i den senere tid er disse merkenavnene blitt ført videre til nettbaserte løsninger. Dette har vært gjennomført med stor suksess. Schibsted har over relativt kort tid bygd opp sterke merkenavn som FINN.NO og blocket.se. Dette er nettsteder for rubrikkannonser på Internett, og gjennom offensiv profilering i media er disse blitt store suksesser som i dag gir store positive bidrag til Schibsted.

Merkevarer innen medieverden er derimot vanlig, og alle aktører har bygd opp merkenavn som står relativt sterkt i markedet. Schibsted innehar derimot noen av de sterkeste merkevarene i markedet, disse er viktige for selskapet, og jeg vil karakterisere dem som avgjørende for at man i framtiden skal kunne oppnå en økt strategisk fordel.

3.2.3 Kompetanse/ansatte

Schibsted sier selv at de lever av flinke folk. De bruker store ressurser på å finne og beholde de beste medarbeiderne. Dette gjør de blant annen gjennom et toårig trainee program som er rangert som nummer to blant norsk økonomistudenter i 2004 (Schibsteds årsrapport 2004). Situasjonen i dag er at antall ansatte stadig blir lavere innen de tradisjonelle mediene, mens behovet for spesialkompetanse innenfor merkevareledelse og strategiarbeid blir stadig større og viktigere.

Kompetansesammensetningen til Schibsted er en meget viktig ressurs for konsernet. De ansatte består av erfarne og faglige dyktige personer kombinert med nyutdannede medarbeider som har god kompetanse innen nye medier. Denne muligheten til å ha en bredt sammensatt kompetansegruppe er verdifull. Det er viktig at Schibsted klarer å beholde sine gode medarbeidere, hvis ikke kan disse lett bli en ressurs for konkurrenter. Dyktigere medarbeider er helt klart nøkkelen til at Schibsted skal fortsette å vokse og følge med på den raske utviklingen i mediebransjen.

3.2.4 Finansiell kapital

Dette innebærer hvor mye kapital Schibsted er i besittelse av, og på den måten hvor store muligheter de har til å satse på nye produkter. Schibsted har gjennom de seneste årene oppnådd gode økonomiske resultater, og er i dag et solid konsern. I denne situasjonen har Schibsted mulighet til å satse store ressurser på nye produkter, og tåler at nye produkter går med underskudd i en periode før de eventuelt blir en suksess.

Detter er en verdifull ressurs i mediebransjen, og er avgjørende for at man skal kunne bygge opp nye og samtidig bevare gamle sterke merkenavn. Finansiell kapital innehar derimot også andre aktører i markedet, dette er derfor ingen sjelden ressurs og gir ikke grunnlag for noe strategisk fordel.

3.2.5 Kompetanse innen merkevareledelse

Schibsted har alltid drevet med merkevarebygging, men det er blitt satt mer i system siden slutten av 90-tallet. Innenfor merkevareledelse er det viktig at kundene opplever produktene som tydelige og i samsvar med deres behov. (Schibsteds årsrapport 2004)

Merkevareledelse er den ressursen hvor Schibsted har det største strategiske fortrinnet. De har klart å bygge opp noen av de sterkeste merkenavnene vi kjenner til. De har kompetanse, styrke og en ledelse som er villig til å satse. Dette vil være avgjørende for Schibsted i fremtiden. Den nyeste satsningen på merkevarebygging er Sesam, en søkemotor som skal konkurrere med blant annet store utenlandske aktører på det norske markedet. Evnen Schibsted har til å bygge opp og lede kjente merkenavn er en ressurs som etter min mening gir selskapet et strategisk konkurransefortrinn.

Ressurs	Sjelden	Verdifull	Ikke imiterbar	Mobilisert	Approprierbar
Erfaring	Nei	Ja	Nei?	Ja	Ja
Merkevarer	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja
Kompetanse/ansatte	Ja	Ja	Nei/Ja	Ja	Ja
Finansiell kapital	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja
Merkevareledelse	Ja	Ja	Ja/Nei	Ja	Ja

Tabell 3.2.1 *Oversikt over de viktigste ressursene i Schibsted*

Tabellen viser de ressursene jeg anser som viktigst for Schibsted. Marekvareledelse kombinert med de merkevarene Schibsted i dag er i besittelse av, anser jeg som de viktigste faktorene for at selskapet skal kunne oppnå en varig strategisk fordel. Klarer de å fortsette den gode jobben innfor merkevarer vil Schibsted i fremtiden kunne bevare en strategisk fordel.

3.3 Strategisk posisjon

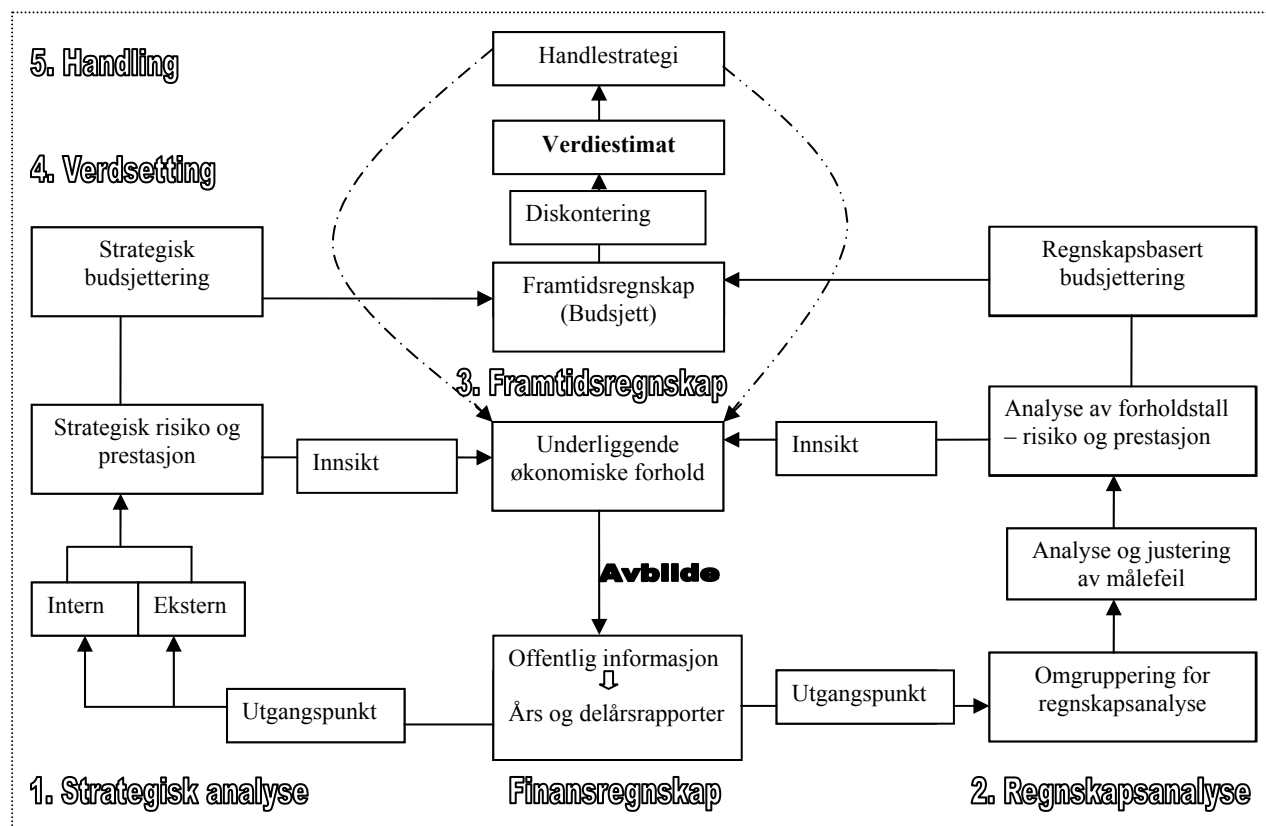
Gjennom den strategiske analysen har jeg sett på de eksterne forholdene i mediebransjen, og kommet frem til hvilke muligheter og trusler Schibsted står overfor. I den andre delen har jeg analysert de interne ressursene til Schibsted og kartlagt hvilke av disse som kan gi varige strategiske konkurransefortrinn.

Den eksterne analysen viser at markedet for aviser på papir er i tilbakegang, og at det derfor er kamp om å holde på markedsandeler eller stjele fra andre aktører. Dette gjør at rivaliseringen er høy. For Internettbaserte medieløsninger er derimot markedet i rask vekst, og det er tydelig at den største muligheten for fremtiden ligger her. Schibsted har så langt vært dyktige i overgangen til nye medier, og ved å bygge opp stadig nye merkenavn tyder det på at Schibsted fremover vil være med å ta viktige markedsandeler av dette voksende Internettmarkedet.

Ved hjelp av den interne ressursbaserte analysen kom jeg fram til at merkenavn og merkevareledelse er de ressursene som ut fra mitt syn er avgjørende for at Schibsted oppnår en strategisk fordel i dag og i tiden fremover.

4.0 Verdsettelsesmodeller

Rammeverk for fundamental verdsettelse



Figur 4.1 *Oversiktsfigur* (Forelesningsplansjer i BUS 425)

Figuren over gir et bilde av hvordan prosessen omkring utførelsen av oppgaven blir gjennomført. Jeg startet med en strategisk analyse av Schibsted, hvor jeg analyserte de eksterne forholdene i markedet og de interne ressursene i selskapet. Denne informasjonen vil jeg bruke for å få bedre innsikt i de økonomiske forholdene til bedriften, og samtidig lage et best mulig framtidsregnskap.

Punkt to i figuren over er regnskapsanalyse, den viser hvordan jeg vil ta utgangspunkt i års og delårsrapporter for så å omgruppere disse. For at tallgrunnlaget skal bli best mulig vil det være nødvendig å justere for eventuelle målefeil. Når dette er gjennomført vil jeg foreta en analyse av forholdstall. Analysen vil da være med og skape innsikt i de underliggende

økonomiske forhold samtidig som de sammen med den strategiske analysen skaper et best mulig grunnlag for å lage framtidbudsjettet.

Når framtidbudsjettet er laget, vil jeg neddiskontere de framtidige resultatene/kontantstrømmene til dagens verdi for å komme fram til et verdiesimat. Ut fra dette verdiesimatet, kombinert med innsikten i de underliggende økonomiske forholdene, vil jeg komme med en handlestrategi for Schibsted.

4.1 Valg av verdsettelsesteknikk

Det finnes ulike metoder for å komme fram til verdien av en virksomhet, disse kan grupperes opp i tre hovedteknikker, fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. Her kommer en presentasjon av disse teknikkene.

4.1.1 Fundamental verdsettelse.

Fundamental verdsettelse er verdivurdering basert på analyse av underliggende og fundamentale forhold. Framgangsmåten for å foreta en slik verdsettelse er at man først gjennomfører en strategisk analyse av selskapet for å få innsikt i underliggende forhold som vekst og krav. Ut fra den strategiske analysen kan man videre utarbeide et framtidsregnskap som danner et best mulig bilde av den framtidige utviklingen/situasjonen til selskapet. Når man har kommet fram til framtidsregnskapet kan verdien av egenkapitalen til selskapet finnes ved hjelp av to ulike metoder, egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden.

Egenkapitalmetoden

Ved hjelp av egenkapitalmetoden finner man verdien direkte gjennom verdsettelse av egenkapitalen. Dette kan gjøres på følgende ekvivalente måter:

- ved å diskontere framtidig utbytte fra egenkapitalen eller fri kontantstrøm til egenkapitalen til nåverdi³
- ved å ta den balanseførte verdien av egenkapitalen og plusse på nåverdien av superprofitt over T perioder, pluss horisontverdien⁴

³ Formler og nærmere forklaring i appendiks

⁴ Formler og nærmere forklaring i appendiks

Totalkapitalmetoden

Ved å ta verdien av virksomheten og trekke fra verdien av gjeld og minoritet kommer man fram til verdien av selskapet. Som utgangspunkt for totalkapitalen kan man fokusere på netto driftskapital eller sysselsatt kapital med tilhørende krav. Ved bruk av netto driftskapitalmetoden kan man komme fram til verdien av selskapet på følgende måte:

1)

Finner først verdien av netto driftskapital:

- den balanseførte verdien av netto driftskapital pluss nåverdien av framtidig residuele⁵ netto driftsresultat, neddiskontert med kravet til avkastning på netto driftskapital.

2)

Finner så verdien av netto finansiell gjeld:

- den balanseførte verdien av netto finansiell gjeld pluss nåverdien av framtidige residuele resultat til netto finansiell gjeld, neddiskontert med kravet til avkastning på netto finansiell gjeld.

3)

Finner til slutt verdien av minoritetsinteressene:

- den balanseførte verdien av minoritetsinteressene pluss nåverdien av framtidige residuele resultat til minoriteten, neddiskontert med kravet til avkastning på minoritetskapitalen

For å komme fram til verdien tar man til slutt verdien av netto driftskapital og trekker fra verdien av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser⁶.

4.1.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse baserer seg på sammenlignende prising med tilsvarende virksomheter eller eiendeler. Det finnes to modeller, disse er multiplikatormodellen og substansverdimodellen.

Multiplikatormodeller

Ved hjelp av denne modellen finne man estimatet på egenkapitalverdien ved å sammenligne med børsverdien til komparative virksomheter. Ved behov må man juster for eventuelle

⁵ Residuele innebærer at man finner resultatet som en restpost ut fra beregninger av andre poster.

⁶ Formler og nærmere forklaring i appendiks

forskjeller i fundamentale forhold som for eksempel vekst. Dette er en metode som kan være aktuell som supplerende metode for verdsettelse av Schibsted.

Substansverdimodellen

Estimatet på substansverdien til individuelle eiendeler finner man ved å sammenligne med markedsverdien på komparative eiendeler. Verdien til egenkapitalen blir da substansverdien til eiendelene minus den komparative verdien til gjelden.

4.1.3. Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse er separat verdivurdering av fleksibilitet og andre opsjoner i drift og finansiering gjennom opsjonsprising. Denne metoden blir ofte benyttet som supplement til fundamental verdsetting, man kommer da fram til den fullstendige verdien ved å legge verdien av særlig fleksibilitet til fundamentalverdien.

4.2 Mitt valg av verdsettelsesmodell

For å komme fram til den verdsettelsesteknikken som er best egnet for verdsettelse av Schibsted er det noen faktorer som er viktige å vurdere nærmere. Schibsted befinner seg i en bransje hvor endringer skjer raskt, samtidig som utviklingen er positiv. Det er derimot vanskelig å finne substansverdier på eiendelene til Schibsted, fordi de største verdiene er knyttet til merkenavn og immaterielle eiendeler. Dette innebærer at komparativ verdsetting ved hjelp av substansmodellen er lite aktuell. Multiplikatormodellen hvor man sammenligner med komparative virksomheter er derimot aktuell å bruke, fordi det finnes tilsvarende børsnoterte virksomheter. Denne metoden vil derfor eventuelt være et supplement.

En annen viktig faktor er å fastsette den modellen som passer best for den fasen av livssyklusen Schibsted befinner seg i. Historien til selskapet strekker seg langt tilbake, samtidig har selskapet utviklet seg og vokst betydelig i løpet av de senere år. Dette viser at Schibsted er et modent selskap, samtidig som det er potensial for videre vekst. Når det gjelder spørsmålet knyttet til fortsatt drift ser jeg det som en selvfølge at Schibsted i mange år framover vil fortsette sin aktivitet, og at sannsynligheten for en avvikling er meget liten.

Ut fra disse vurderingene, kombinert med det gode datagrunnlaget som finnes tilgjengelig for Schibsted, mener jeg **total kapitalmetoden** vil gi det beste verdiestimatet på egenkapitalen til Schibsted. Denne metoden vil på best måte få fram verdiene knyttet til den framtidige inntjeningen for nye medier. Selv om modellen her vil ha svakheter i likhet med de andre modellene. For verdiene knyttet til de mer tradisjonelle bedriftene vil total kapitalmetoden gi et bra verdiestimat.

Presentasjon av superprofitt fra drift modellen (SPD-modellen):

$$\begin{aligned} & \text{Balanseført netto driftskapital} \\ + & \text{ Superprofitt fra netto driftskapital} \\ / & \text{ Diskonteringsfaktor} \\ = & \underline{\underline{\text{Nåverdi over budsjettperioden}}} \\ + & \text{ Horisontverdien} \\ = & \underline{\underline{\text{Verdien av netto driftskapital}}} \\ - & \text{ Netto finansiell gjeld} \\ - & \text{ Minoritetsinteresser} \\ = & \underline{\underline{\text{Verdien av egenkapital}}} \end{aligned}$$

5.0 Regnskapsanalyse

For at jeg skal få innsikt i den situasjonen Schibsted befinner seg i, er det viktig å foreta en analyse av de data som foreligger om selskapet. Ettersom Schibsted er et stort konsern med mange forretningsområder, kunne et alternativ vært å dele opp og analysere forskjellige deler av konsernet hver for seg. Jeg velger derimot å se på Schibsted som en samlet enhet og tar utgangspunkt i regnskapstall for konsernet.

Det neste spørsmålet knytter seg til hvor lang analyseperiode som skal benyttes. Avgjørende for valg av analyseperiode er hvor stabilt selskapet har vært over tid. Har selskapet vært turbulent, og det har vært hyppige oppkjøp av nye forretningsområder, innebærer dette at man bør velge en relativt kort tidshorisont. For Schibsted har situasjonen vært relativt stabil de senere årene, og jeg velger derfor å analysere tallene tilbake til 1999. Som sammenligningsgrunnlag for Schibsted velger jeg to andre norske selskap som også driver innenfor mediebransjen; A-pressen, som er et selvstendig konsern, og Orkla media som er en del av Orkla konsernet. Det finnes også andre skandinaviske aktører som er sammenlignbare,

for eksempel Bonnier og MTG, jeg har allikevel valgt de to norske selskapene som sammenligningsgrunnlag.

5.1 Tallgrunnlag

Min analyse tar utgangspunkt i årsregnskapene til Schibsted fra 1999 til 2004. Ettersom det ønskelig med ferske tall, har jeg også utarbeidet ”trailing” årsregnskap for 2005.

”Trailing” resultat (2005T):

Først finner jeg resultatet for første, andre og tredje kvartal 2005 ut fra kvartalsrapporter, så legger jeg til resultat fra fjerde kvartal 2004 for å komme fram til ”trailing” resultat for 2005. For fjerde kvartal 2004 trekker jeg ut det unormale nettoresultatet, fordi dette ikke er relevant som estimat på nettoresultat for fjerde kvartal i 2005.

”Trailing” balanse (2005T):

Jeg går ut fra den siste kjente balansen, som er per 30.09.2005.

Tallene jeg finner i finansregnskapet og kommer fram til ved hjelp av ”trailingen” er satt opp i henhold til en kreditorientert synsvinkel. Oppgavens fokus er fra en investors ståsted, og jeg ønsker dermed å omgruppere tallene slik at jeg bedre kan måle rentabiliteten og risikoen knyttet til egenkapitalen. For å oppnå dette må oppstillingsplanen ha fokus på verdiskapning og verdiutdeling, og da særlig i forhold til egenkapitalinvestorene. Valget av omgrupperingsmetode faller da på den som er brukt i kurset BUS 424 ”Strategisk regnskapsanalyse”.

Det er noen punkter jeg vil forklare litt nærmere i forbindelse med omgrupperingen, disse er:

Omgruppering av avsatt utbytte

Avsatt utbytte er i finansregnskapen klassifisert som kortsiktig gjeld. Dette stemmer om man ser på virksomheten isolert sett, fordi det da er penger som skal betales ut til eiere på utsiden av virksomheten. Men i investors perspektiv er dette penger man snart får utbetalt fra selskapet, og det blir dermed riktig å omgruppere dette fra gjeld til egenkapital.

Kartlegging av "dirty surplus"

"Dirty surplus" er et resultatelement som er ført direkte mot egenkapitalen, og er dermed et brudd på kongruensprinsippet om at alle inntekter og kostnader skal resultatføres og inngå i årsresultatet. I følge hovedregelen skal det ikke være "dirty surplus" i norske regnskap, men det er ikke uvanlig at det forekommer. Dette er også tilfelle for Schibsted, selv om det utgjør mindre beløp. Jeg har derfor inkludert "dirty surplus" som unormal resultatpost for å få fram det fullstendige resultatet.

Skille mellom normalt og unormalt resultat

Normale poster er poster som er ventet å komme tilbake periode for periode og som dermed er relevante for framtiden. Unormale poster er engangsposter eller poster som inntreffer bare et fåtall ganger. Disse er umulige å forutse for framtiden, og vil ikke være relevante for budsjettering og framskriving. Eksempler på slike poster hos Schibsted vil være gevinst ved salg av tilknyttede virksomheter og restruktureringskostnader.

Gruppere poster i drifts- og finansposter

Gjennom investororientert analyse ønsker man å skille klart mellom drift og finansiering, dette for å finne ut hvor mye driften kaster av seg, og hvor mye finansieringen koster. For at det omgrupperte resultatet skal bli riktig må skattekostnaden splittes opp og fordeles på drift, finansiering og unormale poster. Jeg velger å sette opp balansen slik at den fokuserer på sysselsatt kapital, som er den kapitalen som er innskutt fra eiere og finansielle långivere.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Driftsrelaterte AM	4 980 000	5 351 000	4 848 000	4 581 000	4 734 000	5 029 000	5 069 463
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	519 560	583 600	550 040	699 280	767 560	715 560	878 000
= Netto AM	4 460 440	4 767 400	4 297 960	3 881 720	3 966 440	4 313 440	4 191 463
Driftsrelaterte OM	1 132 000	1 311 000	1 137 000	1 072 000	1 223 000	1 522 000	1 462 000
- Driftsrelatert KG	1 717 000	2 125 000	1 824 000	1 690 000	1 840 000	2 208 000	2 110 000
= Driftsrelatert arbeidskapital	(585 000)	(814 000)	(687 000)	(618 000)	(617 000)	(686 000)	(648 000)
= Netto Driftseiendeler	3 875 440	3 953 400	3 610 960	3 263 720	3 349 440	3 627 440	3 543 463
Finansielle AM	302 000	247 000	185 000	105 000	102 000	192 000	214 537
+ Finansielle OM	793 000	620 000	646 000	644 000	857 000	590 000	726 000
= Finansielle Eiendeler	1 095 000	867 000	831 000	749 000	959 000	782 000	940 537
= Sysselsatte eiendeler	4 970 440	4 820 400	4 441 960	4 012 720	4 308 440	4 409 440	4 484 000
Egenkapital	2 604 440	2 937 400	2 271 960	2 142 720	2 500 440	2 455 440	2 863 000
Minoritetsinteresser	99 000	132 000	135 000	162 000	184 000	123 000	266 000
Langsiktig finansiell gjeld	2 267 000	1 751 000	2 035 000	1 708 000	1 624 000	1 831 000	1 355 000
= Finansiell Gjeld	2 267 000	1 751 000	2 035 000	1 708 000	1 624 000	1 831 000	1 355 000
= Sysselsatt kapital	4 970 440	4 820 400	4 441 960	4 012 720	4 308 440	4 409 440	4 484 000

Tabell 5.1⁷ *Hovedtallene fra den omgrupperte balansen.*

⁷ Fullstendig balanse i appendiks

Ut fra den omgrupperte balansen ser man noen utviklingstrekk. Driftsrelaterte anleggsmidler har økt gjennom hele perioden, med unntak av i 2001. Hovedårsaken til reduksjonen dette året var salget av Schibsteds andel på 35 % av Scandinavia Online (SOL), som er en Internett portal (Årsrapport 2001). Langsiktig driftsrelatert gjeld har holdt seg stabil, men økt noe de senere år. For arbeidskapitalen har det også vært en liten nedgang fram til 2003, men etter dette har arbeidskapitalen økt igjen.

5.2 Analyse og justering av målefeil

Det finnes tre hovedtyper av målefeil:

1. Målefeil på grunn av historisk kost.
2. Målefeil på grunn av ”feil” bruk av historisk kost ved praktisering av god regnskapsskikk.
3. Den siste og mest alvorlige grunnen til målefeil er kreativ regnskapsføring, dette innebærer bevisst tilpasning og manipulering av regnskap.

Når det gjelder justering av eventuelle målefeil er det en viss uenighet om hvor stor nytte dette gir. Realiteten er nemlig at målefeil har påvirkning i begge retninger, og at de dermed utjevner hverandre. Dette gjør at det er vanlig å foreta bare noen få justeringer, og da av klare målefeil (Forelesningsnotater i BUS 424).

For Schibsted har jeg valgt å justere pensjonskostnaden til virkelig verdi. Netto pensjonskostnadene blir balanseført til estimert virkelig verdi minus ikke balanseførte forpliktelser. Dette innebærer at svingninger i den virkelige verdien blir jevnet ut over tid. For å få fram den virkelige verdien bør netto pensjon vurderes til nåverdi og netto pensjonskostnad bør være endring i nåverdi for perioden.

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Virkelig verdi av pensjonsforpliktelser	1785000	1647000	1740000	1711000	1749000	1905000	2159000
- Virkelig verdi av pensjonsmidlene	1200000	1278000	1457000	1380000	1415000	1440000	1618000
= Beregnet netto pensjonsforpliktelser	585000	369000	283000	331000	334000	465000	541000
- Ikke balanseført gjeld pga. smoothing	46000	-178000	-252000	-120000	-118000	24000	73000
= Balanseførte netto pensjonsforpliktelser	539000	547000	535000	451000	452000	441000	468000
Virkning på balanse							
Netto driftseiendeler før skatt	-46000	178000	252000	120000	118000	-24000	-73000
- Utsatt skatt	-12880	49840	70560	33600	33040	-6720	-20440
= Netto driftseiendeler	-33120	128160	181440	86400	84960	-17280	-52560
Egenkapital	-33120	128160	181440	86400	84960	-17280	-52560
Virkning på resultat							
Unormalt DR		224000	74000	-132000	-2000	-142000	-49000
- endring i utsatt skatt		62720	20720	-36960	-560	-39760	-13720
= Unormalt netto DR		161280	53280	-95040	-1440	-102240	-35280

Tabell 5.2 *Justering av pensjon*

Ut fra tallene over ser man at egenkapitalen blir justert opp gjennom starten av analyseperioden, samtidig som resultatet justeres opp i 1999 og 2000. Ved hjelp av justeringene kommer jeg fram til virkelig verdi av pensjonskravene. Ettersom estimering av pensjonskostnadene er en måte å justere for unormale poster, definerer jeg resultatvirkningen som unormal.

Når det gjelder målefeil av type tre, kreativ regnskapsføring, har jeg ikke funnet noe som tyder på at dette har forekommet i Schibsted. Om dette eventuelt skulle ha forekommet hadde det mest sannsynlig omhandlet balanseføring av forskning og utvikling. Dette kan da misbrukes for å blåse opp balansen.

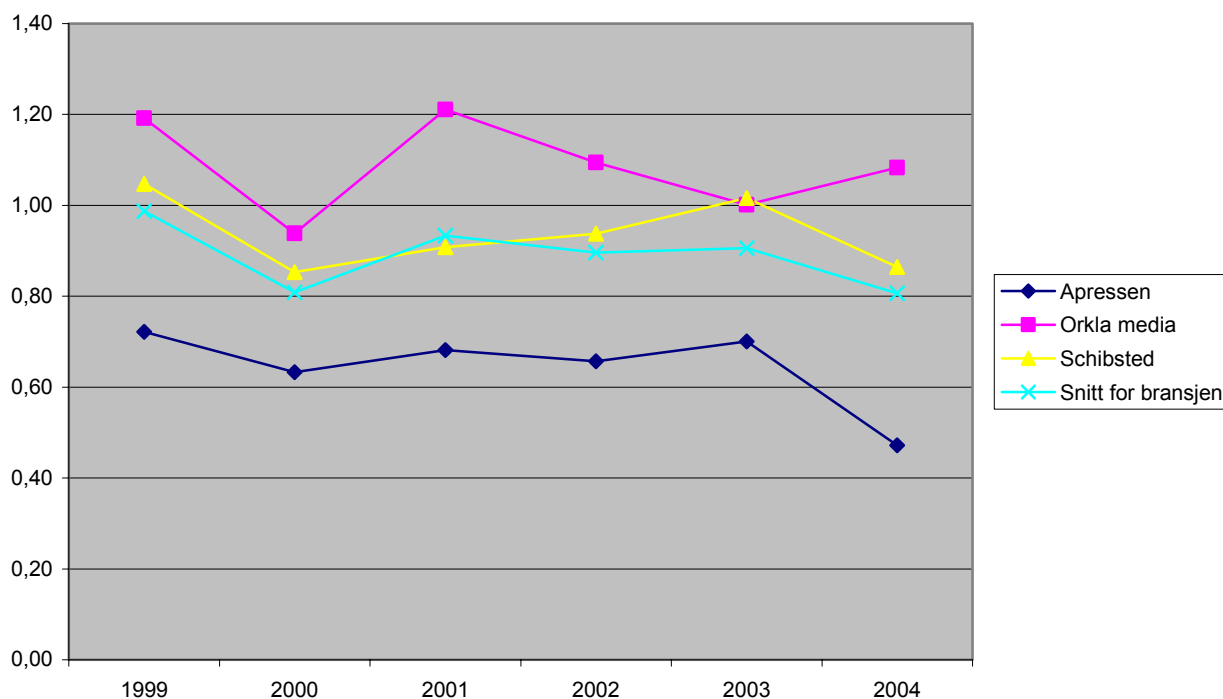
6.0 Analyse av risiko

6.1 Kortsiktig likviditetsanalyse

For å analysere den kortsiktige risikoen til Schibsted benytter jeg likviditetsanalyse. Denne analysen har som mål å kartlegge om virksomheten har nok likvide midler til å dekke gjeldsforpliktelsene etter hvert som de forfaller. Er det motsatte tilfelle, er det sannsynlig at en likviditetskrise kan oppstå, og dermed er faren for konkurs også stor.

Som forholdstall for analyse av kortsiktig likviditet benytter jeg likviditetsgrad 1.

Likviditetsgrad 1 = omløpsmidler/kortsiktig gjeld



Figur 6.1 Oversikt over Likviditetsgrad 1 for bransjen.

Diagrammet viser at Schibsted har hatt en relativt stabil utvikling i likviditetsgrad 1 gjennom perioden, mens den har blitt redusert noe i løpet av 2004. I forhold til de bedriftene jeg sammenligner med ligger Schibsted jevnt med gjennomsnittet gjennom hele perioden. Ser man derimot på medianen for mediebedrifter notert på Oslo børs, så er denne på 1,266 for perioden 1993-2003 (Forelesningsplansjer i BUS 425).

Schibsted skriver i sin årsrapport for 2004:

”Schibstedkonsernet har en målsetning om at den samlede likviditetsreserven skal utgjøre minimum 10 prosent av de neste 12 måneders forventede omsetning. Denne målsetningen var oppfylt pr. 31. desember 2004 da likviditetsreserven var kr 2,5 milliarder.”

Ut i fra likviditetsgrad 1 later ikke likviditeten til Schibsted å være veldig bra, og den er under 1 mesteparten av analyseperioden. Schibsted opererer derimot i en bransje hvor kundene i stor grad har kort kredittid, samtidig som selskapet har likvide reserver tilgjengelig ved behov.

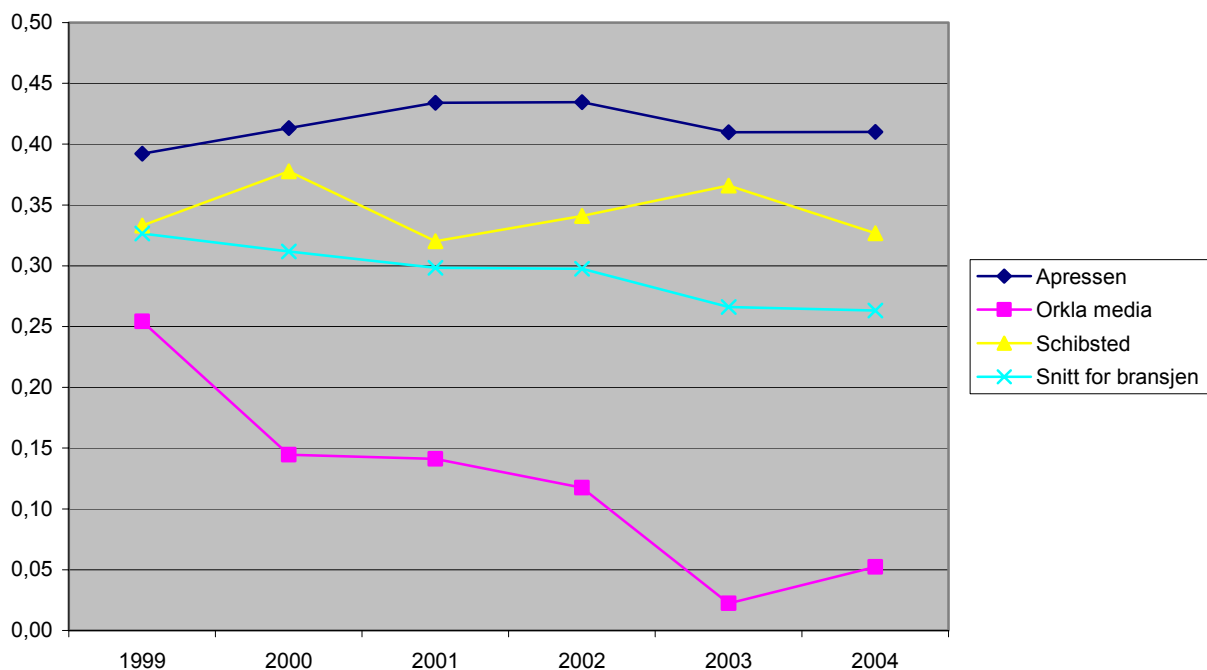
Dette gir grunnlag til å tro at sannsynligheten for at Schibsted skal havne i en likviditetskrise er liten.

6.2 Analyse av langsiktig soliditetsanalyse

Analyse av soliditet innebærer å kartlegge om selskapet har økonomiske ressurser til å stå imot framtidige tap. På lengre sikt vil tap bli ført mot egenkapitalen, og størrelsen på egenkapitalen vil dermed være avgjørende for hvor sterkt selskapet står i forhold til framtidige tap.

Som forholdstall for analyse av soliditeten vil jeg benytte egenkapitalprosent.

Egenkapitalprosent = (egenkapital + minoritetsinteresser + utsatt skatt) / total kapitalen



Figur 6.2 Oversikt over egenkapitalprosent for bransjen.

Ut fra diagrammet over ser man at egenkapitalprosenten til Schibsted ligger på ca. 35 % gjennom hele analyseperioden. Diagrammet viser også at Orkla Media har en veldig lav egenkapitalprosent, noe som mest sannsynlig har sammenheng med at selskapet er en del av Orkla konsernet. I forhold til A-pressen er soliditeten til Schibsted noe dårligere. Men allikevel står selskapet godt rustet til å tåle eventuelle framtidige tap.

6.4 Syntetisk rating

For å foreta en samlet og organisert kredittvurdering foretar jeg en syntetisk rating av Schibsted. Dette innebærer at man prøver å klassifisere virksomheten i riktig risikoklasse på basis av analyse av forholdstall.

Jeg velger å benytte disse fire forholdstallene som grunnlag for min syntetiske rating:

		2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Likviditetsgrad 1	$LG1 = ((DOM+FOM)/(KDG+KFG))$	0,91	0,98	1,02	1,13	0,96	1,04
Rentedekningsgrad	$rdg = (NRE+NMR+NFK)/NFK$	5,02	-0,43	2,77	6,71	10,95	9,16
Egenkapitalprosent	$ekp = EK/TK$	0,38	0,32	0,34	0,37	0,33	0,42
Netto driftsrentabilitet	$ndr = NDR/NDK_{(t-1)} + (\Delta NDK_t - NDR_t)/2$	0,22	-0,04	0,09	0,18	0,21	0,22

Tabell 6.1⁸ Forholdstallene

Ut fra tabell 6.1 ser man at likviditetsgrad 1 holder seg ganske stabil i perioden. Rentedekningsgraden var negativ i 2001 og lav i 2002, men har nå forbedret seg de to siste årene. Når det gjelder egenkapitalprosenten er også den relativt stabil gjennom perioden. For netto driftsrentabilitet ser man en tilsvarende utvikling som rentedekningsgraden med en bunn i 2001. Utviklingen i de siste tre årene har derimot vært svært positiv. Og årlig rating blir som vist i tabellen under.

							Vektet snitt
Vekting	0,05	0,1	0,15	0,2	0,25	0,25	
År	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	
Rating	BBB	CCC	BB	BBB	BBB	BBB	BB

Tabell 6.2 Årlig rating

Jeg tar utgangspunkt i forholdstallene og utarbeider først en rating for hvert år. Ut fra den årlige ratingen beregnes dagens rating ved å vektlegge de siste årene mest. Jeg kommer da fram til en rating på **BB**. Dette innebærer at sannsynligheten for at Schibsted går konkurs i løpet av ett år er 1,06 %, mens sannsynligheten for konkurs i løpet av fem år fram i tid vil være 11,05 % (Standard & Poor's).

⁸ Notasjon i appendiks

7.0 Avkastningskrav og analyse av rentabilitet og vekst

Beregning og fastsettelse av avkastningskrav er en viktig faktor i forbindelse med verdsettelsen av et selskap. Avkastningskravet benyttes som målestokk for rentabiliteten gjennom analyseperioden, og som diskonteringsrente når man skal flytte verdier mellom perioder.

7.1 Avkastningskrav

7.1.1 Krav til egenkapitalen

Definisjon av avkastningskravet:

”..den forventede avkastning kapitalmarkedet tilbyr på plasseringer med samme risiko som selskapet.” (Gjesdal og Johnsen 1999)

Risikoen som her er knyttet til selskapet består av systematisk og usystematisk risiko. Min analyse forutsetter at egenkapitalinvestor er veldiversifisert, og at usystematisk/bedriftsspesifikk risiko dermed er fjernet. Under denne forutsetningen kan jeg benytte kapitalverdimodellen for å komme fram til avkastningskravet.

Kapitalverdimodellen.

Modellen innebærer at kravet til egenkapitalen dannes av en forventet risikofri rente pluss en risikopremie som justeres for samvariasjon med markedet.

$$ekk = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$$

ekk = egenkapitalkrav

r_f = risikofri rente

β = mål på den systematiske risikoen

r_m = markedsavkastningen

Risikofri rente

Den risikofrie renten er den man kan forvente å få i avkastning på en plassering som er uten risiko. Dette innebærer at plasseringen ikke påvirkes av markedsforhold og endringer ellers i økonomien. Det finnes ulike meninger om hvordan denne renten fastsettes på en best mulig måte. Den vanligste måten er å fastsette den risikofrie renten ut fra renter på statsobligasjoner. Johnsen og Gjesdal anbefaler i sin bok at man bruker tre års indeksstatsrente beregnet av Oslo Børs som risikofri rente (Gjesdal og Johnsen 1999). Jeg velger derimot å benytte meg av tre måneders nibor rente, som er den renten norske banker betaler når de låner penger av hverandre. Dette vil dermed være veldig nær en risikofri rente, men også her er det et lite risikotillegg, og jeg velger derfor å trekke fra dette. Hvor mye tillegget virkelig utgjør er vanskelig å fastsette konkret, jeg velger derimot å trekke fra 10 % (Forelesningsplansjer i BUS 425).

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	00-05
Nibor rente, 3 mnd.	0,065	0,067	0,072	0,069	0,041	0,020	0,021	0,05
- Risikotillegg, 10% av nibor	0,007	0,007	0,007	0,007	0,004	0,002	0,002	0,01
= Risikofri rente f. skatt	0,059	0,061	0,065	0,062	0,037	0,018	0,019	0,05
- 28 % skatt	0,016	0,017	0,018	0,017	0,010	0,005	0,005	0,01
= Risikofri rente e. skatt	0,042	0,044	0,047	0,045	0,027	0,013	0,014	0,034

Tabell 7.1. *Beregning av risikofri rente ut fra 3 måneders nibor-rente*

Ut fra beregningene over kommer jeg fram til en gjennomsnittlig risikofri rente etter skatt for perioden på 3,4 %. Til sammenligning er 10 års statsobligasjonsrente etter skatt i dag på 2,7 %⁹ Sett i et historisk perspektiv er den risikofrie renten i dag lav, dette henger sammen med den lave inflasjonen, og framover tyder det på at den risikofrie renten kommer til å øke. Jeg velger derfor å forutsette at den risikofrie renten utvikler seg lineært fra dagens situasjon, hvor den risikofrie renten er 1,4 %, og fram til 3,4 % på horisonten i 2015. Den risikofrie renten vil da være likt gjennomsnittet for analyseperioden ved horisonten.

⁹ Dagens Næringsliv 20/12-05

Risikopremie

Risikopremien til markedet finner man ved å se på den meravkastningen markedet gir i forhold til den risikofrie renten. Det finnes ulike undersøkelser som har tatt for seg analyser av historiske data for å komme fram til markedspremier. For eksempel viser studier at markedspremier i perioden 1967 – 1998 i gjennomsnitt var 6,2 % (Gjesdal og Johnsen 1999). De historiske tallene viser at risikopremien har variert gjennom analyseperioden, men samtidig tyder det på at risikopremien er blitt lavere i den senere tid. Dette har sammenheng med at investorene på Oslo Børs er blitt mer diversifiserte, både de norske investorene samtidig som det er blitt stadig flere utenlandske aktører. På dette grunnlag velger jeg å ta utgangspunkt i både langsiktige tall fra 1958 – 2005 og et mer kortsiktig perspektiv fra 1995 – 2005. Risikopremie er et tema som kan utdypes mye grundigere, men på grunn av denne oppgavens omfang velger jeg å la diskusjonen være kortfattet. Jeg velger derfor å vekte det langsiktige tallgrunnlaget med 2/3 og det kortsiktige med 1/3. Ved hjelp av disse beregningene komme jeg fram til en risikopremie på 4,7 % for analyseperioden.

Betaverdi

Betaverdien til et selskap forteller hvordan verdien på selskapet endres i forhold til markedet. For Schibsted vil det da innebære hvordan aksjekursen på selskapet varierer i forhold til de andre selskapene som er notert på Oslo Børs og dermed inngår i markedsporteføljen. Har selskapet en beta lik 1 betyr det at verdien på selskapet svinger likt med markedsporteføljen.

For å komme fram til betaverdien til et selskap ut fra kursdata må man benytte regresjon for å finne sammenhengen mellom børsavkastningen til selskapet og markedet. Jeg har derimot benyttet meg av et program som henter ut beta fra lagrede kursdata, dette programmet heter Datastream. Datastream er en database som dekker fagområdene finans med bedrifts- og markedsinformasjon og inneholder tidsserier fra både utviklede og kommende markeder, og dekker informasjon fra 1980- og fram til i dag. Amerikanske og engelsk informasjon går tilbake til 1960, og databasen oppdateres kontinuerlig. Den økonomiske statistikken i Datastream er hentet fra de enkelte lands nasjonale byråer samt fra organisasjoner som IMF, OECD og lignende (www.nhh.no/bib).

Ved å benytte data fra Datastream, for perioden 1999 til desember 2005, kom jeg fram til betaverdien til Schibsted.

$$\beta_{EK} = 0,912$$

Dette er en betaverdi som ligger under 1, som betyr at selskapet endrer verdi i mindre grad enn markedsporteføljen. Over tid forventer man derimot at betaen vil gå mot 1, og jeg velger derfor å justere betaestimatet mot 1. Dette kalles en Merrill Lynch justering. (Forelesningsnotater i BUS 425)

$$\text{Justert } \beta = (2/3)*0,912+(1/3) = 0,941$$

Likviditetspremie

”For mindre likvide aksjer, og i særdeleshet for ikke børsnoterte aksjer, kan det være aktuelt å justere opp et betabasert egenkapitalkrav med en likviditetspremie” (Gjesdal og Johnsen 1999).

Schibsted er derimot notert på Oslo Børs, og er blant de mest likvide aksjene. Jeg velger derfor å sette likviditetspremien for Schibsted til 0 %.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	00-05
= Riskikofri rente e. skatt	0,042	0,044	0,047	0,045	0,027	0,013	0,014	0,034
+ Justert egenkapitalbeta	1,02	0,91	1,07	1,01	0,89	1,00	0,80	0,941
* Risikopremie etter skatt	0,056	0,058	0,042	0,024	0,033	0,054	0,062	0,05
+ Likviditetspremie	0	0	0	0	0	0	0	0,00
= Egenkapitalkrav	0,099	0,097	0,092	0,069	0,056	0,067	0,064	0,078

Tabell 7.1 *Egenkapitalkravet gjennom analyseperioden*

Tabellen viser at den risikofrie renten¹⁰ er blitt redusert gjennom perioden, samtidig som den justerte egenkapitalbetaen varier noe. Dette innebærer at egenkapitalkravet synker gjennom perioden. Avkastningskravet for egenkapitalen er i gjennomsnitt **7,8 %** for analyseperioden.

¹⁰ Beregnet på grunnlag av 3 mnd. nibor-rente

7.1.2 Krav til netto driftskapital

Ved bruk av totalkapitalmetoden benyttes kravet til netto driftskapital som diskonteringsrente. Dette kravet finnes ved å ta utgangspunkt i kravet til; egenkapitalen, minoriteten og netto finansiell gjeld. Disse kravene vektes så for å komme fram til netto driftskravet.

Beregning av minoritetskrav

Som grunnlag for kravet til minoriteten tar jeg egenkapitalkravet og legger til en liten likviditetspremie fordi minoritetene til en viss grad vil være innelåst. For minoritetseierne i Schibsted har jeg valgt å sette denne likviditetspremien til 2 %.

Beregning av netto finansielt gjeldskrav

$$\text{Netto finansielt gjeldskrav} = \text{fin. gjeldskrav} * \frac{\text{Finansiell gjeld}}{\text{Netto finansiell gjeld}} - \text{fin. eiendelskrav} * \frac{\text{finansielle eiendeler}}{\text{Netto finansiell gjeld}}$$

Ved å benytte formelen over kommer jeg fram til netto finansielt gjeldskrav¹¹ for perioden.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	99-05
Egenkapitalkrav	0,10	0,10	0,09	0,07	0,06	0,07	0,06	0,08
* EK/NDK	0,67	0,74	0,63	0,66	0,75	0,68	0,81	0,71
+ Minoritetsinteressekrav	0,12	0,12	0,11	0,09	0,08	0,09	0,08	0,10
* MI/NDK	0,03	0,03	0,04	0,05	0,05	0,03	0,08	0,04
+ Netto fin gjeldskrav	0,13	0,09	0,29	0,09	0,05	0,02	0,04	0,10
* NFG/NDK	0,30	0,22	0,33	0,29	0,20	0,29	0,12	0,25
= Netto driftskrav	0,11	0,09	0,16	0,08	0,06	0,06	0,06	0,09

Tabell 7.2 Oversikt over netto driftskrav gjennom perioden.

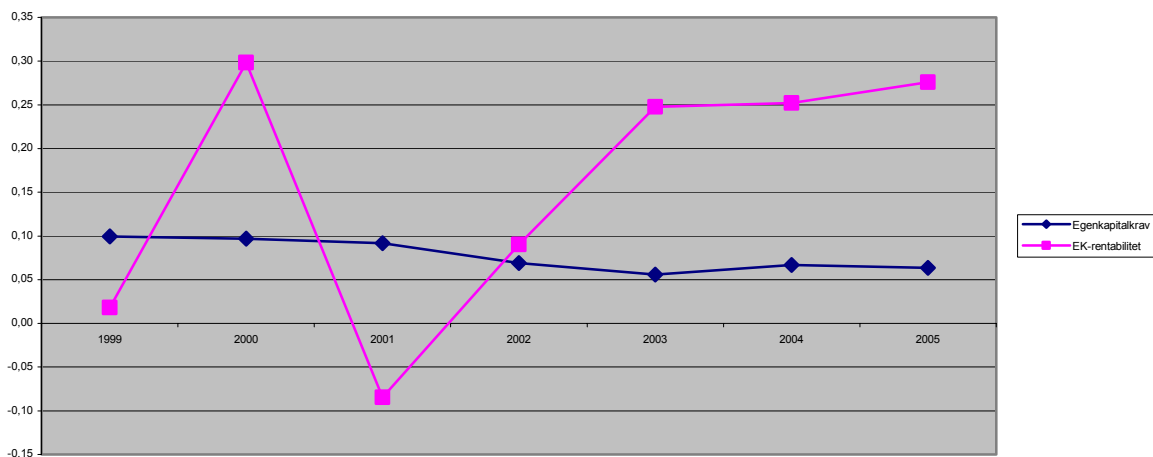
Tabellen over viser hvordan netto driftskravet utvikler seg gjennom analyseperioden. Kravet er høyt, og oppe på 16 % i 2001, mens det ellers i perioden holder seg mer stabilt mellom 6 og 11 %. Grunnen til det høye kravet i 2001 er at Schibsted var inne i en dårlig periode, dette førte til at kravet til netto finansiell gjeld økte samtidig som andelen netto finansiell gjeld også ble større. I gjennomsnitt for perioden har netto driftskravet vært på 9 %.

¹¹ Nærmere utregninger i appendiks

7.2 Analyse av rentabilitet og vekst.

For å analysere rentabiliteten vil jeg sammenligne rentabiliteten med kravene som stilles til kapitalen. Ved analyse av vekst vil jeg ta for meg veksten i egenkapitalen og i driftsinntektene litt nærmere.

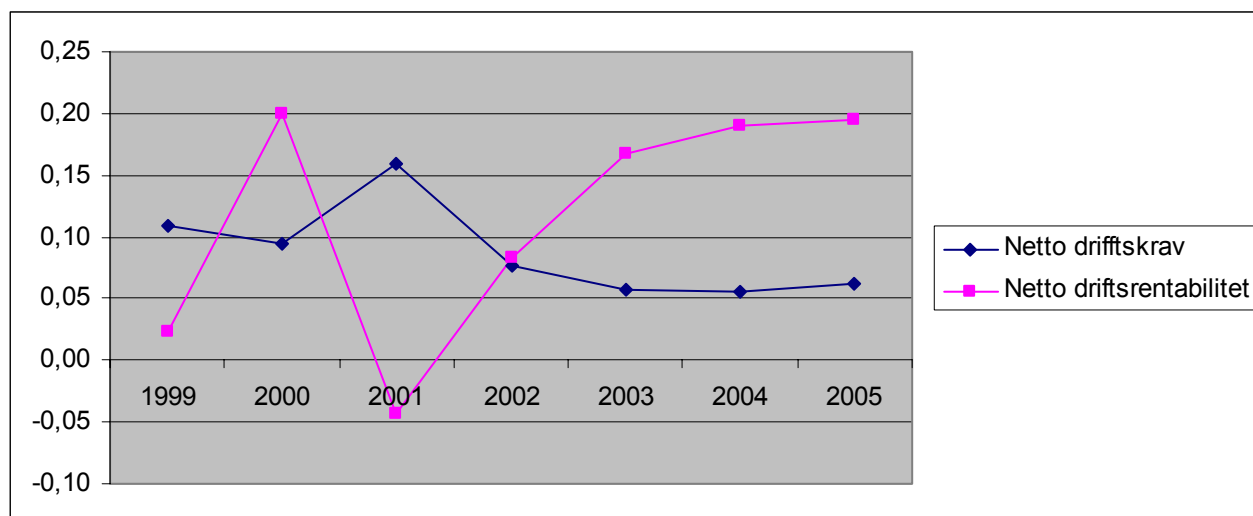
7.2.1 Egenkapitalrentabilitet



Figur 7.2.1 Sammenligning av egenkapitalrentabiliteten og kravet gjennom analyseperioden.

Diagrammet viser at rentabiliteten varierte sterkt i starten av analyseperioden, og lå i to år under kravet. I den senere tid er derimot utviklingen svært positiv, og rentabiliteten ligger godt over kravet.

7.2.2 Driftsrentabilitet



Figur 7.2.2 Sammenligning av netto driftskrav og rentabilitet gjennom perioden

For mesteparten av perioden er rentabiliteten over kravet, med unntak av 2001 hvor rentabiliteten er svært dårlig. Grunnen til de dårlige tallene i 2001 er at Schibsted da var inne i en dårlig periode på grunn av et svært dårlig annonsemarked.

7.2.3 Vekst

Vekstfaktoren er den prosentvise endringen i et regnskapstall over tid. Veksten deles opp i kapitalvekst og resultatvekst, og det er særlig veksten i egenkapitalen og i nettoresultatet som er interessant for å få et bedre grunnlag til å forutse framtidig utvikling.

		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Egenkapitalvekst (ekv)	$ekv_t = \Delta EK_t / EK_{t-1}$	-0,01	0,13	-0,23	-0,06	0,17	-0,02	0,17

Tabell 7.2.1 Vekst i egenkapitalen

Ut fra tallene over ser man at veksten i egenkapitalen har variert sterkt, og gjennomsnittlig vekst for perioden er på 2 % per år.

		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Vekst i driftsinntekter (div)	$div_t = \Delta DI_t / DI_{t-1}$	0,13	0,12	-0,04	-0,01	0,09	0,13	0,03

Tabell 7.2.2 *Vekst i driftsinntekter*

For driftsinntektene har det vært en mer stabil utvikling, med unntak av i 2001 og 2002, har det vært en økning gjennom hele perioden. Grunnen til den dårlige veksten i 2001 var en generell svak konjunktur som rammet annonsemarkedet i Sverige og Norge. Dette ble forsterket av terroraksjonen i USA 11. september. I 2002 var også annonsemarkedet veldig svakt, samtidig var det en journaliststreik som kostet selskapet dyrt. (Årsrapport for 2001 og 2002). I gjennomsnitt for perioden er likevel veksten på 6 %.

8.0 Framtidsregnskap

8.1 Valg av budsjettthorison

Med utgangspunkt i min strategiske analyse vil jeg utarbeide et framtidsregnskap for Schibsted. Dette er nødvendig for å finne de forventede kontantstrømmene for framtiden, og danner et grunnlag for å finne et verdiestimat på selskapet. I forbindelse med framtidsregnskapet er det viktig å fastsette riktig budsjettthorison. Budsjettthorisonen er det tidspunktet jeg budsjetterer fram til, og fra dette tidspunktet forventer jeg at veksten er konstant og tilnærmet den langsiktige veksten i økonomien generelt.

Ved valg av budsjettthorison er særlig tid fram til konstant vekst og kvaliteten på regnskapsføringen avgjørende. Kvaliteten på regnskapsføringen til Schibsted er god og i henhold til korrekt historisk kost; dette indikerer en budsjettperiode på 5-10 år. Når det gjelder utviklingen fram mot konstant vekst, så er det derimot mer uklart. Men ut fra den satsningen Schibsted i dag har innenfor nye medier, kombinert med den sterke posisjonen de har i markedet, forutsetter jeg at veksten kommer til å bli høy i nærmeste framtid. Ut fra denne forutsetningen velger jeg derfor en tidshorison på 10 år, og vil budsjettere fram til 2015. Dette mener jeg vil gi grunnlag for å komme fram til en god verdivurdering av Schibsted.

8.2 Budsjettering fram til budsjetthorison

For å lage et best mulig budsjett for perioden fram mot budsjetthorisonen er det viktig å benytte en enkel modell som konsentrerer seg om de viktigste faktorene. Ved utarbeidelsen vil det være mye usikkerhet og dermed vil nytten av en kompleks budsjetteringsmodell være liten (Forelesningsplansjer BUS 425). Jeg velger derfor å benytte meg av samme metode som blir benyttet i kurset BUS 425 der man tar utgangspunkt i ni budsjett drivere. For å fastsette utviklingen i budsjett drivere vil jeg ta utgangspunkt i historiske tall fra Schibsted og fra aktører i bransjen.

Disse budsjett drivere er¹²:

1. Driftsinntektsveksten	$DI_t = (1 + div_t) * DI_{t-1}$
2. Omløpet til netto driftseiendeler	$NDE_{t-1} = DI_t / onde_t$
3. Netto driftsmargin	$NDR_t = ndm_t * DI_t$
4. Finansiell gjeldsdel	$FG_t = fgd_t * NDE_t$
5. Finansiell eiendelsdel	$FE_t = fed_t * NDE_t$
6. Finansiell gjeldsrente	$NFK_t = fgr_t * FG_{t-1}$
7. Finansiell eiendelsrentabilitet	$NFI_t = fer_t * FE_{t-1}$
8. Minoritetsdel	$MI_t = mid_t * NDE_t$

Driftsinntektsveksten for å budsjettere driftsinntekten

$$DI_t = (1 + div_t) * DI_{t-1}$$

Veksten i driftsinntektene er en veldig viktig faktor i forhold til budsjetteringen. Som grunnlag for denne vil jeg gå ut fra driftsinntektsveksten for Schibsted gjennom perioden og se denne i forhold til de andre aktørene i bransjen. Ut fra den strategiske situasjonen i markedet tyder det på at de ulike forretningsområdene i Schibsted vil oppleve stor forskjell i driftsinntektsveksten framover. For den tradisjonelle virksomheten innen papiraviser, forlag og film tyder mye på at utviklingen vil være relativt stabil med en moderat vekst. For nye nettbaserte aktiviteter er derimot potensialet stort, og jeg ser for meg at veksten her vil være betydelig i de kommende år.

¹² Notasjon i appendiks 4

Gjennom analyseperioden har driftsinntektene vokst bra med unntak av 2001 og 2002, med et gjennomsnitt for perioden på 6 %. For de andre aktørene i bransjen har den årlige veksten vært på 4 %. Samtidig har dette vært en periode med lav inflasjon.

Ut fra min analyse velger jeg å gå ut fra gjennomsnittet for perioden som vekst for starten av analyseperioden, denne antar jeg vil utvikle seg mot 7 % i 2010. Etter dette forutsetter jeg at den vil gå mot 5 % ved horisonten.

Omløpet til netto driftseiendeler for å budsjettere netto driftseiendeler

$$NDE_{t-1} = DI_t / \text{onde}$$

Omløpet til netto driftseiendeler vil avhenge av hvor effektiv bruken av netto driftskapital er. For Schibsted har det vært en positiv utvikling i onde, og gjennomsnittet for analyseperioden er 2,51. Dette er lavere enn det jeg har funnet for andre aktører i bransjen, noe som tyder på at Schibsted her har potensialet til å bruke netto driftskapital mer effektivt. Samtidig tyder utviklingen i mediebransjen på at aktiviteten framover vil være avhengig av en mindre del driftseiendeler. Dette fordi en stadig større del av virksomheten foregår i digitale medier hvor behovet for driftseiendeler er mindre. Jeg velger derfor å sette onde til 6 på horisonten og at utviklingen går lineært fra dagens situasjon på 3,07 og fram til horisontverdien.

Utvikling i netto driftsresultat med utgangspunkt i netto driftsmargin

$$NDR_t = \text{ndm}_t * DI_t$$

Gjennom analyseperioden har netto driftsmarginen til Schibsted vært positiv med unntak av 2001, den høyeste verdien er 9 % i 2000. For perioden er gjennomsnittet på 5 %. For andre aktører i bransjen har derimot gjennomsnittet vært noe lavere. Dette tyder på at Schibsted har en mer effektiv drift, gjennom en bedre kostnadsstruktur, eller at man klarer å generere mer inntekter fra driften. Mest sannsynlig en kombinasjon av disse to. Jeg velger derfor å budsjettere med at netto driftsmarginen vil holde seg på 7 % fram til 2010. Etter dette antar jeg at den vil nærme seg 5 % på horisonten. Dette på grunn av økt konkurranse i bransjen på lengre sikt.

Utvikling i netto finansiell gjeld.

$$NFG = FG - FE$$

Finansiell gjeldsdel

$$FG_t = \text{fgd}_t * NDE_t$$

Finansiell eiendelsdel

$$FE_t = \text{fed}_t * NDE_t$$

Finansiell gjeldsrente $NFK_t = fgr_t * FG_{t-1}$

Finansiell eiendelsrentabilitet $NFI_t = fer_t * FE_{t-1}$

Netto finansiell gjeld utgjør differansen mellom finansiell gjeld og finansielle eiendeler. For å komme fram til netto finansiell gjeld må jeg derfor først komme fram til disse to. Dette gjør jeg ved å ta utgangspunkt i netto driftseiendeler, og ser disse i forhold til historiske tall. Gjennom analyseperioden har finansiell gjeldsdel gradvis blitt redusert, og den er i 2005 på 38 %. Gjennomsnittet for analyseperioden er på ca 50 %. Ut fra den situasjonen Schibsted er i nå, hvor de satser stort innen nye medier samtidig som de ønsker å ekspandere geografisk, forutsetter jeg at den finansielle gjeldsdelen vil øke til 50 % i 2010. Og deretter holde seg stabil på dette nivået. Dette har sammenheng med forutsetningen om at netto driftseiendeler vil reduseres ved mer effektiv utnyttelse.

For finansielle eiendeler har utviklingen vært mer stabil, den har variert mellom 20 og 30 %, og for perioden har gjennomsnittet vært på 24 %. Jeg forutsetter dermed at den finansielle eiendelsdelen vil reduseres beskjedent mot 25 % i 2010, og at den deretter holder seg stabil på dette nivået fram mot horisonten.

Utvikling i netto finanskostnad

Finansiell gjeldsrente $NFK_t = fgr_t * FG_{t-1}$

Netto finanskostnad kan videre splittes opp i

$NFK_t = fgr_t * FG_{t-1}$

$NFI_t = fer_t * FE_{t-1}$

Finansiell gjeldsrente vil være avhengig av blant annet kapitalstruktur, renteutvikling og kredittrisiko. Gjennom analyseperioden har gjennomsnittlig gjeldsrente for Schibsted vært på 6 %. For framtiden forutsetter jeg at gjeldsrenten vil holde seg lik finansielt gjeldskrav. Mine beregninger bygger på at finansielt gjeldskrav er 5 % ved horisonten. Jeg benytter også dette grunnlaget for fastsettelse av finansiell eiendelsrentabilitet, og forutsetter at denne blir lik finansielt eiendelskrav for budsjettperioden. Dette er faktorer som er høyest usikre, men ut fra den solide situasjonen selskapet er i nå samtidig som jeg tror den risikofrie renten vil øke i tiden framover, velger jeg å foreta mine beregninger med denne forutsetningen.

Utvikling i minoritetsinteresser

$$Mi_t = mid_t * NDE_t$$

I løpet av analyseperioden har minoritetsdelen ligget på mellom 3 og 8 %. Dette er en relativt liten andel. Sett i sammenheng med en framtidig ekspansjon kan det tenkes at denne andelen øker noe. Jeg velger derfor å sette horisontverdien til 10 %, og forutsetter en lineær utvikling gjennom budsjettperioden.

Utvikling i netto minoritetsresultat

For å komme fram til minoritetsresultatet går jeg ut fra minoritetsinteressene og beregner rentabiliteten. Jeg forutsetter her at minoritetsrentabiliteten vil være lik minoritetens krav gjennom budsjettperioden. For budsjettperioden velger jeg å ta samme forutsetning som tidligere, og velger en likviditetspremie på 2 % for minoriteten.

Etter å ha utarbeidet disse budsjettdriverne er utgangspunkt bra for å lage et best mulig framtidsbudsjett for de neste ti årene. Når denne perioden er over, i 2015, forventer jeg at Schibsted er i "steady state" og at veksten dermed vil være konstant. Etter horisonten er det veksten i egenkapitalen eller i driftskapitalen som er interessant. Forutsetningen om at Schibsted er i "steady state" i 2015, innebærer at jeg tror veksten kommer til å holde seg på 2015 nivå i framtiden.

8.3 Presentasjon av framtidiregnskapet

	2005T	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	9 949 000	10 565 838	11 242 052	11 984 027	12 798 941	13 694 867	14 585 033	15 460 135	16 310 442	17 125 965	17 896 633	18 701 982	19 543 571
Netto driftsresultat	698 600	741 452	788 415	839 927	896 484	958 641	962 612	958 528	946 006	924 802	894 832	935 099	977 179
+ Netto finansinntekt	88 750	23 804	24 823	25 974	27 263	28 509	29 992	31 427	32 797	34 083	37 164	38 836	40 584
= Nettoreultat til SSK	787 350	765 256	813 238	865 902	923 747	987 150	992 604	989 956	978 803	958 885	931 996	973 936	1 017 763
- Netto finanskostnad	-86 000	35 220	39 325	41 332	46 215	51 418	54 836	58 166	61 370	64 411	70 869	74 058	77 391
- Netto min resultat	56 667	24 089	22 493	23 876	25 499	27 381	28 750	30 121	31 475	32 796	34 064	36 507	38 150
= Nettoreultat til EK	644 683	705 947	751 420	800 694	852 033	908 351	909 018	901 669	885 957	861 678	827 062	863 370	902 222
- Netto betalt utbytte	1 172 865	871 440	902 044	938 512	996 041	996 041	917 630	913 167	901 011	880 819	747 253	772 198	806 947
= Endring av EK	-466 918	-120 020	-101 351	-86 479	-87 690	-87 690	-8 612	-11 498	-15 054	-19 141	79 809	91 172	95 275
Balansen													
Netto driftseiendeler	3 543 463	3 072 048	3 032 371	3 015 348	3 018 375	3 019 843	3 018 202	3 012 160	3 000 642	2 982 772	3 116 997	3 257 262	3 403 839
+ Finansielle eiendeler	940 537	798 291	780 509	768 697	762 031	754 961	754 551	753 040	750 161	745 693	779 249	814 315	850 960
= Sysseisatte eiendeler	4 484 000	3 870 339	3 812 880	3 784 045	3 780 406	3 774 804	3 772 753	3 765 200	3 750 803	3 728 465	3 896 246	4 071 577	4 254 798
Egenkapital	2 863 000	2 396 082	2 276 062	2 174 712	2 088 233	2 000 544	1 991 932	1 980 434	1 965 380	1 946 239	2 026 048	2 117 220	2 212 495
+ Minoritetsinteresser	266 000	238 271	242 754	248 909	256 685	264 339	271 720	278 686	285 102	290 841	311 700	325 726	340 384
+ Finansiell gjeld	1 355 000	1 235 986	1 294 064	1 360 424	1 435 489	1 509 921	1 509 101	1 506 080	1 500 321	1 491 386	1 558 498	1 628 631	1 701 919
= Sysseisatt kapital	4 484 000	3 870 339	3 812 880	3 784 045	3 780 406	3 774 804	3 772 753	3 765 200	3 750 803	3 728 465	3 896 246	4 071 577	4 254 798

Tabell 8.1 Framtidiregnskapet

Ved å benytte de budsjettdriverne som tidligere beskrevet, kommer jeg fram til framtidiregnskapet over.
Netto betalt utbytte finner jeg residualt ut fra endring i egenkapitalen.

9.0 Fundamental verdsettelse

9.1 Fundamentalt verdiestimat

Ut fra den teoretiske drøftelsen av verdsettelsesmodellene i kapittel fire, velger jeg å benytte meg av totalkapitalmetoden. Jeg finner da verdien av egenkapitalen på følgende måte:

$$VEK_{2005} = VNDK_{2005} - VNFG_{2005} - VMI_{2005}$$

VEK_{2005} = verdien av egenkapitalen i dag

$VNDK_{2005}$ = verdien av netto driftskapitalen i dag

$VNFG_{2005}$ = verdien av netto finansiell gjeld i dag

VMI_{2005} = verdien av minoritetsinteresser i dag

For å komme fram til verdien av netto driftskapital benytter jeg superprofitt fra drift modellen

$$VNDK_{2005} = NDK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPD_t}{(1+ndk_{2005}) * \dots * (1+ndk_t)} + \frac{SPD_{2016}}{(1+ndk_1) * \dots * (1+ndk_{2015}) * (ndk - ndv)}$$

SPD = superprofitt fra drift

ndk = netto driftskrav

ndv = den konstante veksten fra horisonten

Balanseført netto driftskapital	3 543 463
+ Nåverdi av superprofitt fra drift	12 465 116
- Netto finansiell gjeld	414 463
- Minoritetsinteresser	266 000
= Egenkapital	15 328 116

Tabell 9.1 *Beregning av verdiestimat for Schibsted*¹³

Ved bruk av Superprofitt til drift modellen kommer jeg fram til et verdiestimat for Schibsted på 15 328 116 000. For å finne aksjekursen går jeg ut fra hvor mange aksjer som er utstedt.

Antall aksjer	67 200
- Egne aksjer	2 082
= Utestående aksjer	65 118

Tabell 9.2¹⁴

Estimatet på aksjekursen blir da 235 NOK.

¹³ Nærmere beregninger av verdiestimat finnes i appendiks

¹⁴ Datastream 14/12-05 og børsmeldinger.

10.0 Komparativ verdsettelse

10.1 Komparativt verdiestimat

For å foreta en alternativ verdsettelse av Schibsted vil jeg benytte multiplikatormodellen. Dette innebærer at egenkapitalen til Schibsted sammenlignes med børsverdien til tilsvarende selskaper ved hjelp av en multiplikatormodell. Dette er en verdsettelsesmetode som er enkel, og den blir derfor mye benyttet i praksis.

Som komparative børsnoterte virksomheter vil jeg benytte Modern Times Group, svenske TV4, Finske Sanoma-WSOY og P4 Radio Hele Norge

Virksomhet	Pris	Fortjeneste	Pris/fortjeneste
Schibsted	189,5	11,8	16
MTG 'B'	319	13,4	23,8
TV4	204	7,46	27,4
Sanoma	19,7	1,35	14,6
P4	24,9	1,57	15,8

Tabell 10.1 *Pris og fortjeneste for mediebedriftene*¹⁵ (Datastream).

Komparativt verdiestimat for Schibsted

$$11,8 * (23,8+27,4+14,6+15,8)/4 = 241$$

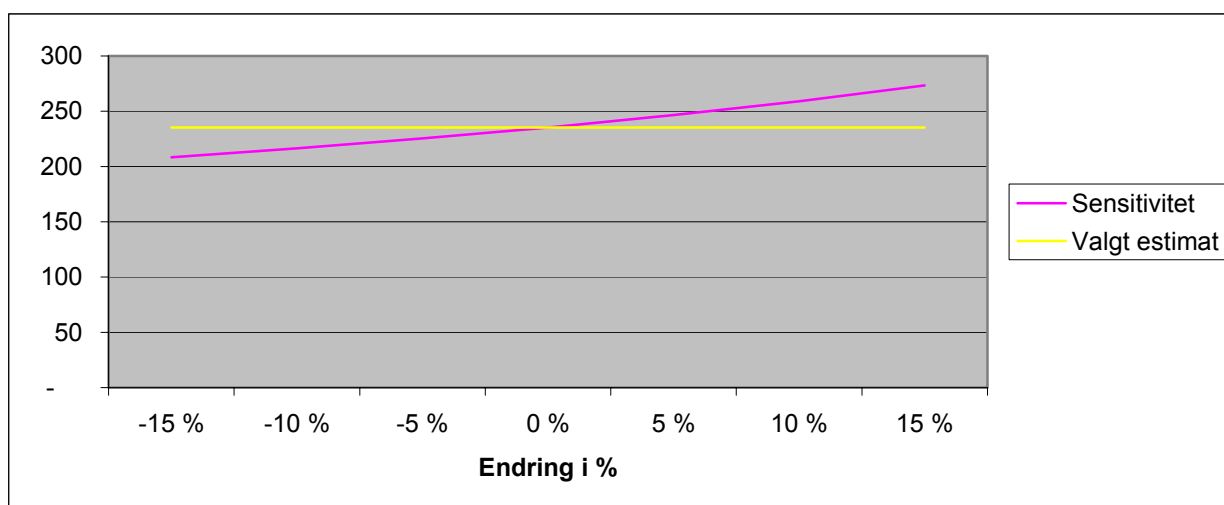
I utregningen over finner jeg gjennomsnittet for pris/fortjeneste forholdet til andre aktører i bransjen, dette multipliseres så med fortjenesten til Schibsted for å komme fram til et verdiestimat. Ved hjelp av multiplikatormodellen kommer jeg dermed fram til et verdiestimat for Schibsted på 241 NOK.

¹⁵ Har benyttet konsensus analytikerestimat for 2005 som pris/fortjeneste forhold

11.2 Sensitivitetsanalyse

Ved utarbeidelse av framtidsregnskapet har jeg tatt mange forutsetninger på grunnlag av historiske data og den strategiske situasjonen Schibsted befinner seg i. Naturlig nok er mange av disse faktorene usikre, samtidig som en variasjon i disse faktorene kan gi stort utslag for det endelige verdiestimatet. For å belyse dette, vil jeg foreta en sensitivitetsanalyse.

11.2.1 Endring av driftsinntektsveksten

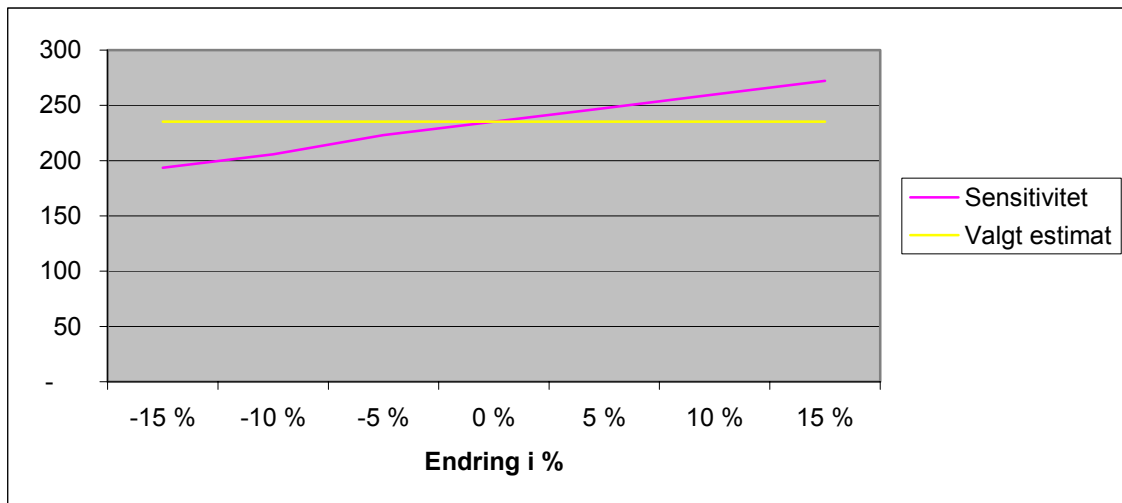


Figur 11.2.1 *Endring av driftsinntektsveksten*

Jeg har tatt utgangspunkt i veksten ved budsjettpunkt én i 2010, og veksten ved horisonten i 2015. Utviklingen mellom punktene er lineær.

Diagrammet over viser hvor mye estimatet på aksjeverdien til Schibsted endrer seg ved at driftsinntektsveksten økes eller reduseres med 15 %. Ut fra kurvene ser vi at en liten endring gir relativt stort utslag i verdiestimatet. Slike avvik kan raskt bli tilfelle for Schibsted avhengig av hvordan utviklingen blir innenfor nye medier, og hvor bra man klarer å beholde inntektene fra de tradisjonelle mediene.

11.2.2 Endring av netto driftsmargin

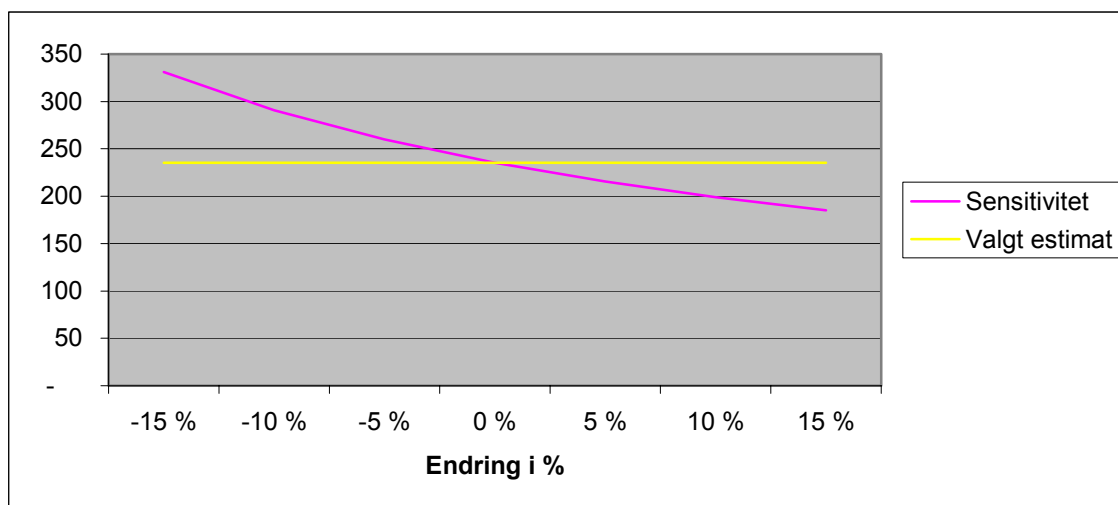


Figur 11.2.2 *Endring av netto driftsmargin*

Også her har jeg endret netto driftsmargin i 2010 og ved horisonten i 2015, utviklingen er som kjent lineær mellom disse punktene.

Endring i netto driftsmargin påvirker verdiestimatet i litt større grad enn endring av driftsinntektsveksten. Dette innebærer at lønnsomheten på lengre sikt også har stor betydning for det endelige verdiestimatet. Og ved en forbedring av kostnadsstruktur som er mer positiv enn forventet kan verdien vise seg å være høyere enn estimert.

11.2.3 Endring av avkastningskravet



Figur 11.2.3 *Endring av avkastningskravet*

For avkastningskravet har jeg endret dette prosentvis for hvert år.

Avkastningskravet for perioden har stor betydning når verdien av fremtidig superprofitt skal neddiskonteres til dagens verdi, samtidig som den er avgjørende for hvor stor superprofitten blir hvert år. Dette er en faktor som med stor sannsynlighet vil endre seg gjennom perioden. Og figuren over viser at det er avkastningskravet som gir størst utslag i verdiestimatet.

12.0 Oppsummering og konklusjon

Min analyse av Schibsted viser at selskapet er inne i en periode hvor den videre overgangen til elektroniske medier vil være avgjørende for fremtidig lønnsomhet og vekst. I dag er situasjonen den at markedet for papiraviser er i tilbakegang, mens TV og film er i svak vekst. Markedet for nettaviser, rubrikkannonser på nett og andre nettbaserte løsninger er derimot i sterk vekst. Og det er her grunnlaget ligger for å oppnå den veksten og lønnsomheten jeg mener vil komme.

Ut fra min regnskapsanalyse av Schibsted ser jeg at selskapet er inne i en positiv periode hvor lønnsomheten er god. Samtidig er selskapet bra finansiert og later til å være godt rustet til å møte de fremtidige utfordringene i bransjen.

Ved å beregne superprofitt fra drift har jeg kommet fram til en verdi på 235 NOK for Schibsteds aksjer per 31/12-2005. Dette er over dagens kurs på 188 NOK (Dagens Næringsliv 17/12-05). Og ut fra mine forutsetninger leder dette til en kjøpsanbefaling av Schibsted aksjen. Denne anbefalingen forsterkes av den komparative verdsettingen som kommer fram til et verdiestimat på 241 NOK.

En del vil nok stille seg kritisk til verdiestimatet, inkludert forfatteren. Ved utarbeidelsen har jeg tatt mange forutsetninger for fremtiden som det er knyttet mye usikkerhet til. Jeg har derfor foretatt en sensitivitetsanalyse for å belyse hvordan avvik fra mine forutsetninger vil påvirke verdiestimatet. Denne analysen viser at en endring av kravet knyttet til kapitalen vil gi stort uslag i verdiestimatet, også en endring i driftsinntektsveksten og netto driftsmargin vil gi betydelige utslag.

Det faktum at Schibsted i dag har en stor del av sin virksomhet knyttet til tradisjonelle medier, og at overgangen til nye medier er noe usikker kan nok forklare at dagens aksjekurs er lavere enn mitt estimat. Trass i stor usikkerhet knyttet til mitt verdiestimat, velger jeg å tro at utviklingen framover vil bli mer positiv enn det som reflekteres i dagens aksjekurs.

Referanseliste

Artikler

Satser 60 millioner på Sesam-reklame. Dagens Næringsliv 28/10-05

På nett med Europa. Dagens Næringsliv 4/11-05

Bøker

Frøystein Gjesdal og Thore Johnsen (1999):

“Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering”, Cappelen Akademiske Forlag

Hill & Jones (2004):

”Strategic Management Theory, an integrated approach” 6th ed., Houghton Mifflin Company, Boston

Penman, Stephan (2003):

“Financial Statement Analysis and Security Valuation” Second edition, The McGraw-Hill.

Porter, Michael E. (1992):

“Konkurransefortrinn”, Tano, Oslo

Roos, Gøran, Roos, Johan & von Krogh, Georg (1996):

”Innføring i strategi”, Fagbokforlaget

Diverse

Datastream - Biblioteket ved NHH

Forelesningsnotater

Forelesningsnotater i BUS 424 H-2005

Forelesningsnotater i BUS 425 V-2005

Forelesningsnotater i STR 210 H-2004

Internett

A-pressen-	www.apressen.no
Bonnier -	www.bonnier.se
Hugin -	www.hugin.no
Info om Datastream -	http://www.nhh.no/bib/norsk/nyheter.htm
Lovdata -	www.lovdata.no
Medie Norge -	www.medienorge.uib.no
Moderen Times Group -	www.mtg.se
Norges bank -	www.norgesbank.no
Orkla media -	www.orkla-media.no/
Oslo Børs -	www.oslobors.no
Schibsted -	www.schibsted.no
Standard & Poor's -	http://www2.standardandpoors.com
Teleavisen -	www.teleavisen.no

Selskapsinformasjon

A-pressens årsrapporter for 2000 - 2004

Orkla media informerer for 2001 – 2004

Orkla Årsrapport for 2000 – 2004

Schibsteds kvartalsrapporter for 2. og 3. kvartal 2005

Schibsteds Årsrapport for 1999 – 2004

Appendiks

1. Egenkapitalmetoden

Fri kontantstrøm modellen

Finner verdien av egenkapitalen til et selskap på tidspunkt 0 ved hjelp av følgende formel

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{\underbrace{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}_{\text{Horisontverdien}}}$$

VEK_0 = verdien av egenkapitalen i dag

FKE_t = forventet fri kontantstrøm til egenkapitalen på tidspunkt t

ekk_t = forventet nettodriftskrav i periode t = 1, 2, ..., T

ekv = forventet vekst i egenkapitalen ved horisonten (T) og for all framtid.

Superprofitt modellen

Finner verdien av egenkapitalen til et selskap på tidspunkt 0 ved hjelp av følgende formel

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(ekr_t - ekk_t) * EK_{t-1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{(ekr - ekk) * EK_T}{\underbrace{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}_{\text{Horisontverdien}}}$$

FKE_t = forventet fri kontantstrøm til egenkapitalen på tidspunkt t

ekk_t = forventet nettodriftskrav i periode t = 1, 2, ..., T

ekr_t = forventet egenkapitalrentabilitet

ekv = forventet vekst i egenkapitalen ved horisonten (T) og for all framtid

Totalkapitalmodellen

Superprofitt fra drift modellen

Finner verdien av netto driftskapital til et selskap på tidspunkt 0 ved hjelp av følgende formel:

$$VNDK_0 = NDK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPD_t}{(1+ndk_1) * \dots * (1+ndk_t)} + \frac{SPD_{T+1}}{(1+ndk_1) * \dots * (1+ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

SPD = superprofitt fra drift

ndk = netto driftskrav

ndv = den konstante veksten fra horisonten

Litt forklaring

Netto finansiell gjeld = finansiell gjeld – finansielle eiendeler

Netto driftskapital = egenkapital + minoritetsinteresser + netto finansiell gjeld

3. Rapportert balanse Schibsted

BALANSE						
(tall i NOK tusen)	1999	2000	2001	2002	2003	2004
EIENDELER						
Utsatt skattefordel	57 000	78 000	65 000	98 000	87 000	198 000
Goodwill og andre immaterielle eiendeler	912 000	863 000	868 000	782 000	933 000	1 243 000
Immaterielle eiendeler	969 000	941 000	933 000	880 000	1 020 000	1 441 000
Varige driftsmidler	3 242 000	3 164 000	2 991 000	2 652 000	2 650 000	2 238 000
Investeringer i tilknyttede selskaper	662 000	1 058 000	740 000	822 000	828 000	1 313 000
Investeringer i aksjer og andeler	248 000	193 000	148 000	81 000	79 000	165 000
Andre finansielle anleggsmidler	161 000	242 000	221 000	251 000	259 000	64 000
Finansielle anleggsmidler	1 071 000	1 493 000	1 109 000	1 154 000	1 166 000	1 542 000
Anleggsmidler	5 282 000	5 598 000	5 033 000	4 686 000	4 836 000	5 221 000
Varelager	95 000	108 000	99 000	103 000	110 000	106 000
Fordringer	1 037 000	1 203 000	1 038 000	969 000	1 113 000	1 416 000
Investeringer	117 000	83 000	38 000	57 000	47 000	58 000
Bankinnskudd, kontanter og lignende	676 000	537 000	608 000	587 000	810 000	532 000
Omløpsmidler	1 925 000	1 931 000	1 783 000	1 716 000	2 080 000	2 112 000
Sum eiendeler	7 207 000	7 529 000	6 816 000	6 402 000	6 916 000	7 333 000
EGENKAPITAL OG GJELD						
Aksjekapital	69 000	69 000	69 000	69 000	69 000	69 000
Egne aksjer			(1 000)	(1 000)	(1 000)	(1 000)
Overkursfond	76 000	76 000	76 000	76 000	76 000	76 000
Innskutt egenkapital	145 000	145 000	144 000	144 000	144 000	149 000
Opptjent egenkapital	2 157 000	2 568 000	1 903 000	1 876 000	2 202 000	2 124 000
Minoritetsinteresser	99 000	132 000	135 000	162 000	184 000	123 000
Egenkapital	2 401 000	2 845 000	2 182 000	2 182 000	2 530 000	2 396 000
Utsatt skatt	22 000	104 000	33 000	34 000	58 000	92 000
Pensjonsforpliktelser	561 000	549 000	462 000	461 000	447 000	479 000
Andre avsetninger for forpliktelser	97 000	2 000	133 000	183 000	208 000	7 000
Avsetninger for forpliktelser	680 000	655 000	628 000	678 000	713 000	578 000
Langsiktig rentebærende gjeld	2 267 000	1 751 000	2 035 000	1 708 000	1 624 000	1 831 000
Øvrig langsiktig gjeld	21 000	15 000	7 000	4 000	2 000	85 000
Langsiktig gjeld	2 288 000	1 766 000	2 042 000	1 712 000	1 626 000	1 916 000
Kortsiktig gjeld	1 838 000	2 263 000	1 964 000	1 830 000	2 047 000	2 443 000
Sum egenkapital og gjeld	7 207 000	7 529 000	6 816 000	6 402 000	6 916 000	7 333 000

4. Notasjon

DI = driftsinntekter

DOM = driftsrelaterte omløpsmidler

EK = egenkapitalen

FE = finansielle eiendeler

fer = finansiell eiendelsrentabilitet

FG = finansiell gjeld

fgd = finansiell gjeldsdel

NDE = netto driftseiendeler

NDK = netto driftskapital

ndm = netto driftsmargin

NDR = netto driftsresultat

NDR = netto driftsresultat

NFK = netto finanskostnad

NFK = netto finanskostnader

NMR = netto minoritetsresultat

NRE = netto resultat til egenkapitalen

onde = omløpet til netto driftseiendeler

TK = totalkapitalen

fgr = finansiell gjeldsrente

FOM = finansielle omløpsmidler

KDG = kortsiktig driftsrelatert gjeld

KFG = kortsiktig finansiell gjeld

MI = minoritetsinteresser

Mid = minoritetsdel

Beregning av egenkapitalbeta

Egenkapitalbeta år for år	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	98-05
Egenkapitalbeta	1,02	0,91	1,07	1,01	0,89	1,00	0,80	0,94
* (EK+MI)/NDK	0,70	0,78	0,67	0,71	0,80	0,71	0,88	0,75
+ Netto fin gjeldsbeta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
* NFG/NDK	0,30	0,22	0,33	0,29	0,20	0,29	0,12	0,25
= Netto driftsbeta	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71

Ved hjelp av Miller Modigliani sin forutsetning om at verdien av selskapet er uavhengig av hvordan det er finansiert, kan man finne egenkapitalbetaen fordi netto driftsbeta da er konstant for perioden.

Beregning krav til netto driftskapital

Beta til finansiell gjeld = investeringer/finansiell gjeld

Krav til netto finansiell gjeld

$$\text{Netto finansiell gjeldskrav} = \text{finansiell gjeld} * \frac{\text{Finansiell gjeld}}{\text{Netto finansiell gjeld}} - \text{finansielt eiendelskrav} * \frac{\text{finansielle eiendeler}}{\text{Netto finansiell gjeld}}$$

Krav til finansielle eiendeler

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	00-05
Kontantkrav	0,04	0,04	0,05	0,04	0,03	0,01	0,01	0,03
* Kontantvekt	0,80	0,80	0,89	0,88	0,92	0,86	0,89	0,85
+ Finansielt fordringskrav	0,06	0,06	0,07	0,06	0,05	0,03	0,03	0,05
* Finansiell fordringsvekt	0,06	0,08	0,05	0,04	0,03	0,04	0,04	0,05
+ Investeringskrav	0,10	0,10	0,09	0,07	0,06	0,07	0,08	0,08
* Investeringsvekt	0,14	0,12	0,06	0,09	0,05	0,09	0,07	0,10
= Finansielt eiendelskrav	0,05	0,05	0,05	0,05	0,03	0,02	0,02	0,04

Kontantkrav = risikofri rente etter skatt (beregnet ut fra 3 mnd. nibor rente)

Kontantvekt = kontantene sin andel av finansielle eiendeler

Finansielt fordringskrav = risikofri rente etter skatt pluss en likviditetspremie på 2 % for fordringene

Finansiell fordringsvekt = finansielle fordringer sin andel av finansielle eiendeler

Investeringskrav = risikofri rente etter skatt pluss risikopremie etter skatt

Krav til finansiell gjeld

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	00-05
Kreditrisikofaktor	1,00	0,40	3,00	0,60	0,40	0,40	0,40	0,60
Finansiell gjeldskrav	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	00-05
Syntetisk rating	<i>B</i>	<i>BBB</i>	<i>CCC</i>	<i>BB</i>	<i>BBB</i>	<i>BBB</i>	<i>BBB</i>	<i>BB</i>
Risikofri rente etter skatt	0,04	0,04	0,05	0,04	0,03	0,01	0,01	0,03
+ Premie for systematisk risiko	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01
+ Premie for kreditrisiko	0,04	0,02	0,14	0,03	0,01	0,01	0,01	0,03
= Finansielt gjeldskrav	0,09	0,07	0,19	0,07	0,04	0,02	0,03	0,07

Kreditrisikofaktor = denne faktoren finner jeg ut fra den syntetiske ratingen. Innebærer at faktoren øker når ratingen er dårligere og risikoen høyere for kreditor.

Premie for systematisk risiko = beta finansiell gjeld multiplisert med risikopremie

Premie for kreditrisiko = kreditrisikofaktor multiplisert med risikofri rente etter skatt

Utrekninger knyttet til den fundamentale verdsettelsen.

Ar	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Eigenkapitalkrav	0,06	0,07	0,07	0,08	0,08	0,09	0,09	0,09	0,09	0,10	0,10	0,10	0,10
* Eigenkapitalvekt	0,81	0,78	0,75	0,72	0,69	0,66	0,66	0,66	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65
+ Minoritetskrav	0,08	0,09	0,09	0,10	0,10	0,11	0,11	0,11	0,11	0,12	0,12	0,12	0,12
* Minoritetsvekt	0,08	0,08	0,08	0,08	0,09	0,09	0,09	0,09	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
+ Netto finansiell gjeldskrav	0,04	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,12	0,14	0,17	0,20	0,22	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
= Netto driftskrav	0,06	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,09	0,09

Netto driftskravet i tabellen over har jeg beregnet ut fra tallene jeg kom fram til i framtidsregnskapet.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftsresultat		741 452	788 415	839 927	896 484	958 641	962 612	958 528	946 006	924 802	894 832	935 099	977 179
- Nettoresultatkrav til netto driftskapital		233 065	209 459	211 427	217 187	224 386	231 329	238 035	244 375	250 232	255 492	266 989	279 004
= Superprofitt til netto driftskapital		508 387	578 956	628 500	679 297	734 255	731 283	720 494	701 631	674 570	639 339	668 110	698 175
/ Diskonteringsfaktor		1,07	1,14	1,22	1,31	1,40	1,51	1,63	1,76	1,91	2,07	2,25	2,44
= Nåverdien av superprofitt til egenkapitalen		477 013	508 552	516 088	520 322	523 501	484 285	442 260	398 362	353 518	308 619	7 932 596	285 938
Balanseført netto driftskapital		3 543 463											
+ Nåverdi av superprofitt fra drift		12 465 116											
- Netto finansiell gjeld		414 463											
- Minoritetsinteresser		266 000											
= Egenkapital		15 328 116											

Tabellen over viser hvordan jeg regnet meg fram til verdien av egenkapitalen ved hjelp av superprofitt til drift modellen.

Som diskonteringsfaktor har jeg brukt netto driftskravet.

Når det gjelder horisontverdien har jeg benyttet superprofitt til netto driftskapital i 2017 som grunnlag.