

NORGES HANDELSHØYSKOLE
Bergen, høsten 2005

Utredning i fordypningsområdet: Regnskap og økonomisk styring
Veileder: Førsteamanuensis. Dr. oec. Kjell Henry Knivsflå



VERDSETTELSE AV

SCHIBSTED

av

Mathilde Birkeland

Torill Hagen

Anne Sortland

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

SAMMENDRAG

Denne utredningen tar for seg en verdsettelse av konsernet Schibsted. Verdsettelsesteknikken vi benytter er fundamental verdsettelse supplert med komparativ verdsettelse. Hvilke verdsettingsteknikk som skal benyttes, avhenger av selve virksomheten. Med dette menes hvilke bransje virksomheten operer i, hvor i livssyklusen man befinner seg og hvorvidt en legger til grunn fortsatt drift eller avvikling av virksomheten.

På bakgrunn av informasjon om bransje og virksomheten, foretas en strategisk analyse. Denne analysen gir innsikt i om virksomheten innehar en strategisk fordel på lang sikt.

Den strategiske analysen utgjør til sammen med regnskapsanalysen, en strategisk regnskapsanalyse. Her omgrupperes regnskapet til å bli mer investororientert. Videre justeres utvalgte regnskapsposter for å bedre reflektere virkelige økonomiske verdier i virksomheten.

Verdiene som utarbeides i den strategiske regnskapsanalysen danner videre grunnlag for forholdstallsanalyse. Analysen består av to deler; risiko – og lønnsomhetsanalyse, som er med å kartlegge og avdekke underliggende, økonomiske forhold.

Den strategiske regnskapsanalysen vil videre være grunnlaget for utarbeiding av fremtidsregnskap. Regnskapet skal gi kunnskap om hvordan fremtiden vil bli, noe som gjør det mulig å lage et verdiestimat på aksjen til virksomheten. Dette verdiestimatet skal tilslutt kunne brukes ved økonomiske avgjørelser og være et utgangspunkt for handling.

En handlestrategi utformes ved at estimert verdiestimat sammenlignes med dagens aksjekurs. Endelig verdiestimat beregnes lik 192 til sammenligning er aksjekursen 22.2.2006 lik kroner 189.

FORORD

Siviløkonomutredningen er en obligatorisk del av tredje avdeling på siviløkonomstudiet ved Norges Handelshøyskole. Utredningen er skrevet innenfor fordypningsområdet regnskap og økonomisk styring.

Siviløkonomutredningen har bidratt til en betydelig del av våre arbeidsmengder i siste semesteret på siviløkonomstudiet. Utredningen har vært tidkrevende, og gitt oss store utfordringer underveis. Derfor har det vært fint å være tre om oppgaven. Å være flere i lag om arbeidet har vært til hjelp ved diskusjoner av ulike problemstillinger, slik at flere synspunkter er blitt presentert.

Utredningen har ikke bare vært tidkrevende, men også et spennende prosjekt. Den har gitt oss innsikt i en viktig og voksende bransje, nemlig mediebransjen. En spennende multimediebransje og Schibsteds viktige rolle i denne bransjen, var noe av bakgrunnen for at Schibsted ble valgt.

Utredningen har gitt oss innsikt og forståelse av regnskapene, og at det er mye som ikke kommer frem direkte ved å bare se i årsrapportene.

Oppgaven bygger på offentlig tilgjengelig informasjon, og den er rettet mot en målgruppe som forutsettes å inneha en grunnleggende forståelse for økonomi og regnskap.

Til slutt vil vi takke vår veileder, førsteamanuensis Kjell Henry Knivsflå, for nyttige innspill og tilbakemelding underveis i prosessen, samt gode kurs og notater innenfor temaet.

Bergen, januar 2006.

Mathilde Birkeland

Torill Hagen

Anne Sortland

01) INNLEDNING.....	14
1.1) Formål	14
1.2) Struktur	14
02) PRESENTASJON AV BRANSJE OG SCHIBSTED.....	15
2.1) Bransjen	15
2.1.1) Bransjestruktur mediebransjen.....	17
2.1.2) Bransjestruktur avisbransjen.....	20
2.1.3) Historie og utvikling i avisbransjen	21
2.1.4) VG og Dagbladet	21
2.2) Schibsted	22
2.2.1) Selskapets struktur og organisasjon.....	23
2.3) Presentasjon av komparative virksomheter	25
03) VALG AV VERDSETTINGSTEKNIKK.....	27
3.1) Kort oversikt over verdsettingsteknikker.....	27
3.1.1) Fundamental verdsettelse.....	27
3.1.3) Opsjonsbasert verdsettelse	29
3.2) Hvilken verdsettingsteknikk passer for virksomheten.....	30
3.3) Rammeverk for fundamental verdsetting.....	31
04) STRATEGISK ANALYSE	32
4.1) Rammeverk for strategisk analyse	32
4.2) Ekstern bransjeorientert analyse	34
4.2.1) PEST – analyse	34
4.2.1.1) Politiske faktorer.....	34
4.2.1.2) Økonomiske forhold	35
4.2.1.3) Teknologiske forhold.....	35

4.2.1.4) Sosiale forhold	36
4.2.2) Bransjeanalyse	36
4.2.2.1) Rivalisering mellom eksisterende bedrifter	37
4.2.2.2) Nye Inntrengere	41
4.2.2.3) Substitutter	42
4.2.2.4) Kundenes forhandlingsmakt	42
4.2.2.5) Leverandørenes forhandlingsmakt.....	43
4.2.3) Oppsummering ekstern analyse	44
4.3) Intern ressursbasert analyse	46
4.3.1) KIKK-analyse	47
4.3.2) SVIMA-analyse	52
05) REGNSKAPSANALYSE.....	58
5.1) Rammeverk for regnskapsanalyse	58
5.2) ”Trailing” årsregnskap	62
5.3) Omgruppering for investororientert analyse.....	63
5.3.1) Avsatt utbytte omgrupperes fra kortsiktig gjeld til egenkapital.....	63
5.3.2) ”Dirty surplus” omgrupperes fra balanseelement til resultatelement	63
5.3.3) Omgruppering av resultat for å skille mellom normalt og unormalt resultat	64
5.3.4) Omgruppering for å skille mellom drift og finansiering.....	65
5.4) Analyse og justering av målefeil.....	67
5.4.1) Tilbakeføring av goodwill.....	68
5.4.2) Justering av pensjonskostnad	68
5.4.3) Justering av netto utsatt skatt	68
5.4.4) Justering av PR utgifter.....	69
5.4.5) Justering av driftsrelatert gjeld.....	69

5.4.6) Justering av netto finansiell gjeld	69
5.4.7) Justering av minoritetsinteressene	69
5.5) Rammeverk for forholdstallsanalyse	72
06) ANALYSE AV RISIKO	73
6.1) Analyse av kortsiktig likviditetsrisiko	74
6.1.1) Likviditetsanalyse	74
6.1.2) Rentedekningsgrad.....	74
6.1.3) Kontantstrømanalyse.....	75
6.1.4) Forfallstruktur finansiell gjeld	76
6.2) Analyse av langsiktig soliditetsrisiko	77
6.2.1) Egenkapitalprosenten.....	77
6.2.2) Statisk finansieringsmatrise	77
6.3) Syntetisk rating	79
6.4) Historiske avkastningskrav	81
6.4.1) Egenkapitalkravet	81
6.4.2) Krav til avkastning på finansiell gjeld	83
6.4.3) Krav til avkastning på finansielle eiendeler.....	84
6.4.4) Krav til avkastning på netto finansiell gjeld	84
6.4.5) Selskapsbeta og egenkapitalbeta.....	85
6.4.6) Krav til avkastning på netto driftskapital.....	86
07) ANALYSE AV LØNNSOMHET OG VEKST	87
7.1) Analyse av egenkapitalrentabilitet.....	87
7.2) Dekomponering av egenkapitalrentabilitet.....	90
7.2.1) Dekomponering av netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler	92
7.2.2) Netto finansiell gearing.....	93

7.2.3) Minoritetsgearing	97
7.3) Analyse av egenkapitalvekst.....	99
7.3.1) Kapitalvekstanalyse	99
7.3.2) Resultatvekstanalyse	100
7.4) Oppsummering av rentabilitets- og vekstanalysen	102
08) FREMTIDSREGNSKAP	103
8.1) Valg av budsjettthorisont	104
8.2) Budsjettering til budsjettthorisonen	105
8.3) Krav til avkastning over budsjettthorisonen	111
8.3.1) Egenkapitalkravet	111
8.3.2) Minoritetskrav	113
8.3.3) Krav til avkastning på finansiell gjeld	113
8.3.4) Krav til avkastning på finansiell eiendeler.....	114
8.3.5) Krav til avkastning på netto finansiell gjeld	115
8.3.6) Krav på avkastning på netto driftskapital	115
8.4) Fremskrivning av krav og verdidrivere over budsjettthorisonen.....	116
09) FUNDAMENTAL VERDSETTING	119
9.1) Kort oversikt over fundamentale verdsetningsmetoder og – modeller.....	119
9.2) Verdsetting på basis av egenkapitalmetoden	119
9.2.1) Fri kontantstrøm – modellen.....	119
9.2.2) Superprofitt til egenkapitalen – modellen.....	120
9.3) Verdsettelse på basis av totalkapitalmetoden	122
9.3.1) Netto driftskapitalmetoden.....	122
9.4) Konvergens til et verdiesimat	125
9.5) Verdiesimatet og sensitivitetsanalyse	127

9.5.1) Driftsinntektsveksten	127
9.5.2) Netto driftsmargin på kort og lang sikt	128
9.5.3) Omløpet til netto driftseiendeler	128
9.5.4) Risikofri rente	128
10) KOMPARATIV VERDSETTELSE.....	130
10.1) Pris/Bok.....	131
10.2) Pris/Fortjeneste	131
10.3) EV/EBIT	131
10.4) Oppsummering komparativ verdsettelse.....	132
11) OPPSUMMERING OG KONKLUSJON – HANDLING.....	133
Referanseliste	135

Figuroversikt

Figur 2.2 Oversikt over selskapets eiere	23
Figur 2.3 Oversikt over selskapets virksomhet innenfor ulike områder	24
Figur 2.4 Oversiktskart over selskapets ledelse	24
Figur 3.1 Rammeverk for fundamental verdsettelse	31
Figur 4.1 Rammeverk for strategisk analyse.....	32
Figur 4.2 Michael Porters fem konkurransekrefter	37
Figur 4.3 “The Roots of competitive advantage”	46
Figur 5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse	58
Figur 5.2 Rammeverket for forholdstallsanalyse	72
Figur 7.1 Superprofitt til egenkapitalen	88
Figur 7.2 Egenkapitalrentabilitet.....	88
Figur 7.3 Bransjeorientert strategisk fordel.....	89
Figur 7.4 Rammeverk for dekomponering av egenkapitalrentabiliteten.....	90
Figur 7.5 Netto driftsmargin.....	91
Figur 7.7 Netto finansiell gjeldsgrad.....	94
Figur 7.8 Finansiell gjeldsrente.....	95
Figur 7.9 Finansiell rentabilitet	95
Figur 7.10 Finansiell gjeldsgrad.....	95
Figur 7.11 Finansiell eiendelsgrad	96
Figur 7.12 Finansiell gjeldsdel	96
Figur 7.13 Finansiell eiendelsdel	96
Figur 7.14 Minoritetsrentabilitet	97
Figur 7.16 Minoritetsinteressedel.....	98
Figur 7.17 Egenkapitalvekst.....	99

Figur 7.18 Driftsinntektsvekst.....	101
Figur 7.19 Driftskostnadsvekst	101
Figur 8.1 Rammeverket for budsjettering	103
Figur 8.1 Superprofitt til egenkapitalen	117
Figur 8.2 Superprofitt til netto driftskapitalen	117
Figur 9.4 Sekvensiell oppdatering av vekter	125
Figur 11.1 Utvikling i Schibsted aksjen de siste fem årene	133

Tabelloversikt

Tabell 5.1 Resultatregnskap for Schibsted.....	60
Tabell 5.2 Balanse for Schibsted.....	61
Tabell 5.3 Endring i egenkapital for Schibsted.....	61
Tabell 5.4 ”Trailing” resultatregnskap.....	62
Tabell 5.5 Netto betalt utbytte.....	63
Tabell 5.6 ”Dirty Surplus”.....	64
Tabell 5.7 Fordeling av skattekostnad.....	64
Tabell 5.8 Unormalt netto driftsresultat.....	65
Tabell 5.9 Omgruppert resultatregnskap.....	66
Tabell 5.10 Omgruppert balanse.....	66
Tabell 5.11 Virkning av justering på fullstendig nettoresultat til egenkapitalen.....	70
Tabell 5.12 Virkning av justering på egenkapitalen.....	70
Tabell 5.13 Omgruppert og justert resultatregnskap for Schibsted.....	71
Tabell 5.14 Omgruppert og justert balanse for Schibsted.....	71
Tabell 6.1 Oppsummering av tidsvektede gjennomsnitt.....	73
Tabell 6.2 Likviditetsgrad 1.....	74
Tabell 6.3 Rentedekningsgrad.....	75
Tabell 6.4 Kontantstrømanalyse.....	75
Tabell 6.5 Egenkapitalprosent.....	77
Tabell 6.6 Statisk finansieringsmatrise.....	78
Tabell 6.7 Statisk finansieringsmatrise i prosent.....	78
Tabell 6.8 Forholdstall.....	79
Tabell 6.9 Syntetisk rating.....	79
Tabell 6.10 Bransjens forholdstall.....	80
Tabell 6.11 Bransjens syntetisk rating.....	80
Tabell 6.12 Risikofri rente.....	82
Tabell 6.13 Finansielt gjeldskrav.....	83
Tabell 6.14 Finansielt eiendelskrav.....	84
Tabell 6.15 Netto finansielt gjeldskrav.....	84
Tabell 6.16 Netto driftsbeta.....	85
Tabell 6.17 Egenkapitalkrav.....	85
Tabell 6.18 Netto driftskrav.....	86
Tabell 7.1 Superprofitt til egenkapitalen.....	87

Tabell 7.2 Første dekomponering.....	90
Tabell 7.3 Andre dekomponering.....	91
Tabell 7.4 Netto driftsrentabilitet.....	91
Tabell 7.5 ”Common size” – resultat.....	92
Tabell 7.6 ”Common size” – balanse.....	93
Tabell 7.7 Netto finansiell gearing.....	93
Tabell 7.8 Netto rentemargin.....	94
Tabell 7.9 Netto finansiell gjeldsrente.....	94
Tabell 7.10 Minoritetsgearing.....	97
Tabell 7.11 Egenkapitalvekst.....	100
Tabell 7.12 Resultatvekstanalyse.....	100
Tabell 8.1 Budsjetterte driftsinntekter over budsjetthorisonten.....	106
Tabell 8.2 Budsjetterte netto driftseiendeler over budsjetthorisonten.....	106
Tabell 8.3 Budsjettert netto driftsresultat over horisonten.....	107
Tabell 8.4 Budsjettert netto finansiell gjeld over horisonten.....	108
Tabell 8.5 Budsjettert netto finanskostnad og netto finansinntekt tover horisonten.....	109
Tabell 8.6 Budsjettert minoritetsinteresse over horisonten.....	109
Tabell 8.7 Budsjettert netto minoritetsresultat over horisonten.....	110
Tabell 8.8 Netto driftsbeta.....	112
Tabell 8.9 Egenkapitalkravet.....	113
Tabell 8.10 Minoritetsinteressekravet.....	113
Tabell 8.11 Finansielt gjeldskrav.....	114
Tabell 8.12 Krav til avkastning på finansielle eiendeler.....	114
Tabell 8.13 Netto finansielt gjeldskrav.....	115
Tabell 8.14 Netto driftskravet.....	115
Tabell 8.15 Fremtidsresultat.....	116
Tabell 8.17 Superprofitt til netto driftskapitalen.....	117
Tabell 8.18 Fremtidsbalanse.....	118
Tabell 9.1 Verdien av egenkapitalen etter FKE – modellen.....	120
Tabell 9.2 Verdien av egenkapitalen etter SPE - modellen.....	120
Tabell 9.3 Verdien av egenkapitalen etter FKD - modellen.....	123
Tabell 9.4 Verdien av egenkapitalen etter SPD - modellen.....	123
Tabell 9.5 Oppsummering av konvergeringsprosessen.....	126
Tabell 9.6 Driftsinntektsveksten.....	128

Tabell 9.7 Netto driftsmargin	128
Tabell 9.8 Onde	128
Tabell 9.9 Risikofri rente	129

01) INNLEDNING

Schibsted er en av Skandinavias ledende medieaktører. Konsernet har etablerte produkter og rettigheter innenfor mediene avis, TV, film, forlag, multimedia og mobile tjenester. Innhold i form av nyheter, informasjon og underholdning formidles via papir, Internett, TV, kino, video, DVD og trådløse terminaler (mobiltelefoner og lignende). Hovedtyngden av virksomheten er knyttet til Norge og Sverige, men konsernet driver virksomhet i ni europeiske land, blant annet i Estland, Frankrike, og Spania¹.

1.1) Formål

Formålet med utredningen er å fastsette et verdiesimat på Scibsted på grunnlag av strategisk regnskapsanalyse og fundamental verdsettelse. Det foreligger store mengder lett tilgjengelig informasjon om både Schibsted og bransjen som er relevant for oppgaven, men vi må på dette området avgrense oppgaven. Vi kan ikke sammenligne Schibsted med alle komparative virksomheter i bransjen, og har derfor avgrenset sammenligningsgrunnlaget til å gjelde Orkla Media og A-Pressen i Norge, og i tillegg Bonnier på et nordisk nivå.

1.2) Struktur

Utredningen er et resultat av tredje avdeling ved siviløkonomstudiet ved Norges Handelshøyskole. Kursene strategisk regnskapsanalyse og regnskapsanalyse og verdsettelse er hovedkilden til den tilegnede kunnskapen.

Utredningen er delt inn i tre deler. Første del er en strategisk analyse med en ekstern og en intern analyse som avdekker faktorer i mediebransjen og hos Schibsted. Andre del er en regnskapsanalyse som i hovedsak ser på risiko, lønnsomhet og vekst hos Schibsted, og i forhold til konkurrenter. Tredje og siste del utgjør et fremtidsregnskap utarbeidet på grunnlag av de to foregående kapitlene. Her blir et verdiesimat på Schibsted aksjen utarbeidet på grunnlag av det utarbeidede fremtidsregnskapet, og en handlestrategi foreslått på grunnlag av estimatet.

¹ Årsrapport Schibsted (2004)

02) PRESENTASJON AV BRANSJE OG SCHIBSTED

2.1) Bransjen

Det er hensiktsmessig med en bransjespesifisering for å avdekke relevante faktorer som påvirker konkurransen og virksomhetens lønnsomhetspotensial. En bransje kan defineres som en gruppering av bedrifter som ut fra kundens synsvinkel tilbyr produkter eller tjenester som tilfredsstillende samme behov. Mediebransjen består av ulike virksomhetsområder som står ovenfor ulike utfordringer. Segmentering av mediebransjen innebærer å dele bransjen inn i klart avgrensede grupper som innad stiller like krav til kompetanse, konkurransefortrinn, produkter og tjenester².

Mediebransjen kan grovt inndeles i segmentene avis, fjernsyn, radio og andre. Innenfor de ulike segmentene vil aktørene være påvirket av de samme bransjespesifikke faktorene som følge av deres iboende likheter og fellestrekk som har ført dem til samme segment. Det kan imidlertid oppstå konkurranse mellom de ulike segmentene³.

Hvert år utføres undersøkelser for å kartlegge medievanene til den norske befolkningen. Mediebransjen preges av en rask teknologisk utvikling, noe som gjenspeiles i utviklingen i medievanene til nordmenn. Avisen har lenge vært den fremste informasjonskilden, men de siste årene har fjernsynet overtatt tronen som mest brukte mediekanal.

I følge Norsk Mediebarometer 2004 (SSB) så 83 % av befolkningen på fjernsyn en gjennomsnittsdag i 2004, og i gjennomsnitt brukte man 2 timer og 22 minutter på fjernsyn hver dag. 75 % av befolkningen i alderen 9 – 79 år brukte i gjennomsnitt 41 minutter på avis en gjennomsnittsdag i 2004. På vanlige hverdager var andelen avislesere 80 % og gjennomsnittstiden var 30 minutter per dag. De siste årene har det vært en negativ trend i andelen som leser trykte aviser, og en nedgang i tallene fra 2003 støtter dette.

Internett som mediekanal har vokst kraftig de siste årene. I 2004 brukte 44 % av befolkningen Internett på en gjennomsnittsdag. Dette er en økning i forhold til 2003 hvor andelen var 40 %.

² Roos, Van Krogh og Roos (2002)

³ Roos, Van Krogh og Roos (2002).

Blant brukerne var gjennomsnittstiden 76 minutter per dag. Mer enn halvparten av Internett-brukerne leser nyhetssider hver dag. 44 % av disse bruker nettavisene som informasjonskilde, mens 29 % leser nyheter fra andre kilder.

Radio som mediekanal har tapt terreng det siste tiåret. En andel på 58 % av befolkningen lyttet på radio i 2004. Gjennomsnittlig lyttetid blant lytterne var 2 timer og 20 minutt, hvilket innebærer en nedgang fra året før⁴.

Mobiltelefoni har vokst og vokser hurtig frem som mediekanal. I følge TNS Gallup Mediebarometer for 2004 bruker 10 % mobilt medieinnhold minst en gang i uken. En andel på 14 % av mennene benytter mobilen som mediekanal, mens kun 7 % av kvinnene er brukere. Flest brukere finner vi i aldersgruppen 12 – 19 år, hvor andelen brukere er 25 %⁵.

I følge det Svenske Mediebarometeret for 2004 var fjernsynet den dominerende mediekanalen med 85 % brukere. 81 % av befolkningen leste dagsaviser, mens 73 % lyttet på radio. Den totale tiden anvendt på medier var 5 timer og 51 minutter. Det mediet som hadde størst andel av medietiden var radio (35 %) og fjernsynet (29 %). Dagsavisene og Internett sto for henholdsvis 8 % og 7 % av tiden brukt på medier⁶.

Alt dette viser hvor viktig mediebransjen er i dagens samfunn. En u-unnværelig bransje som samfunnet har blitt, og vil fortsette å være, fullstendig avhengig av. Vinnerne i dagens mediebransje er fjernsynet som etter hvert har tatt igjen avisen i antall brukere. Avisene på papir ser ut til å ha møtt et metningspunkt, dette som en følge av at nye mediekanaler raskt vokser frem.

Med stadig flere alternativer til den tradisjonelle papiravisen blir det viktig å fokusere på å gjøre leseropplevelsen unik. De store mediekonsernene har avisene som sine kjerneområder og er avhengige av inntektene fra opplag og annonser. Siden nettaviser og andre substitutter i stor grad kan sies å være gratis, blir utfordringen å videreutvikle løsningene på nett, mobil og lignende til å bli et komplementært produkt som sikrer inntekter også i disse kanalene.

⁴ <http://www.ssb.no/medie/sa68/avis.pdf>

⁵ TNS Gallup, 2004

⁶ http://www.nordicom.gu.se/?portal=mt&main=press_mediebarometer_2005.php&menu=menu_sve&me=8

2.1.1) Bransjestruktur mediebransjen

Konkurransesstrukturen sier noe om antall aktører og deres størrelse i en bransje. Man skiller således mellom en fragmentert og en konsolidert industri. En fragmentert industri består av små eller mellomstore bedrifter hvor ingen dominerer industrien, samt at det er lave inngangsbarrierer. Det motsatte kan sies å kjennetegne en konsolidert industri⁷.

Den overordnede strukturen i mediebransjen kan i hovedsak sies å være konsolidert siden eierstrukturen i bransjen er relativt konsentrert. Gjennom de siste årene har medieselskapene i Norge blitt større gjennom oppkjøp og nyetableringer og dermed har eierkonsentrasjonen i mediesektoren blitt forsterket.

Mens mediefeltet på 90 tallet generelt har vært preget av en deregulering, ble det i 1999 opprettet et offentlig Eierskapstilsyn i Norge. Dette tilsynet skal føre kontroll med eierskap i mediene og sikre ytringsfrihet og mediemangfold. Tilsynet har blant annet som oppgave å gripe inn mot oppkjøp dersom en aktør får en betydelig eierstilling i strid med Eierskapslovens formål. Eierskapsloven som trådte i kraft i 1999 hadde som utgangspunktet å verne ytringsfriheten, nasjonalt, regionalt og lokalt⁸.

I den senere tid har Stortinget vedtatt en liberalisering av eierskapsloven som har åpnet for ytterligere maktkonsentrasjon og styrket monopol-tendensene innenfor mediebransjen. Moderniseringen i den nye loven skal videreføre intensjonen om mangfold og spredt eierskap, og opprettholde terrorbalansen mellom de tre store mediekonsernene Schibsted, A-pressen og Orkla. Den politiske begrunnelsen for lovendringen er et ønske om å opprettholde tredelingen av det norske mediemarkedet, samtidig som det gir aktørene i markedet økt spillerom. Målsettingen er å opprettholde et allsidig medietilbud og verne om ytringsfriheten. I dag kan en mediebedrift ha en eierandel på 40 % innen et segment. Grensen for eierskap er satt til 30 % om bedriften har eierinteresser innenfor to områder, og 20 % hvis et konsern har eierinteresser i både dagspresse, radio og fjernsyn⁹.

Den nye Medieeierskapsloven inneholder nye bestemmelser om inndeling i medieregioner. Bestemmelsen slår fast at betydelig eierstilling i mediemarkedet regionalt må anses å

⁷ Hill og Jones (2001)

⁸ <http://medienorge.uib.no/vis2.cfm?side=NYHETSBREV&aar=1999&brev=1&del=4>.

⁹ http://www.rttl.fi/fi/index.php/hjellemon_alustus/

foreligge ved kontroll med en andel på 60 % eller mer av det samlede dagsopplaget av region- og lokalaviser i en medieregion. Dette betyr at ingen konsern kan kontrollere mer enn 60 % av avisopplaget i en medieregion. Loven deler landet inn i 10 medieregioner som skal være grunnlag for utregning av regionale markedsandeler etter § 11 i medieeierskapsloven¹⁰.

Avisene omfattes av en pressepolitikk der de to viktigste virkemidlene er nullmomssatsen for salg av aviser og pressestøtten. Pressestøtten som ble innført i 1969, er av stor betydning for avisenes økonomi og drift siden mange aviser sliter økonomisk. De fremvoksende alternative mediekanalene medfører svekket lønnsomheten for avisene, og produksjonstillegg blir nødvendig for å kunne overleve i markedet¹¹.

Pressepolitikken har som formål å opprettholde utgivelse av aviser, opprettholde grunnlaget for at det kan komme ut alternativer de til ledende daglige avisene lokalt og nasjonalt og bidra til anvendt medieforskning og etterutdanningsvirksomhet for redaksjonelle medarbeidere. Videre er hensikten å korrigere markedskreftene slik at annonseinntektene ikke skal være avgjørende for om det er mulig å utgi aviser. Støtten anses som viktig for demokratiet og samfunnsdebatten ved at flest mulig ulike synspunkter kommer frem gjennom et mangfold av aviser. Det totale produksjonstilskuddet til aviser har økt betraktelig de siste årene, fra 158 millioner i 2000 til 247 millioner i 2004. Schibsteds aviser, Aftenposten og VG mottar ikke produksjonsstøtte.

Det svenske mediemarkedet reguleres av konkurranselovgeving. Det finnes ingen regler som regulerer eierforholdene slik vi har i Norge. I likhet med Norge har Sverige pressestøtte. Det var i 2005 satt av 507 millioner til dette formålet¹².

Mediemarkedet i Norge domineres av Schibsted, Orkla Media og A-pressen. Schibsted har store eierandeler i TV2, som de eier sammen med A-pressen og danske Egmont. Som en følge av lovendringene er Schibsteds muligheter til å kjøpe seg ytterligere opp i TV2 begrenset.

Situasjonen er imidlertid annerledes for sammenligningsbedriftene. A-pressen og Orkla har henholdsvis 16,5 % og 16,1 % av det norske avismarkedet og dermed muligheten til å kjøpe seg opp i markedet for fjernsyn. De nye lovendringene innebærer også begrensinger for

¹⁰ <http://odin.dep.no/odinarkiv/norsk/dep/kkd/2005/annet/043061-230004/dok-bn.html>

¹¹ <http://odin.dep.no/kkd/norsk/aktuelt/pressesenter/pressem/043031-070150/dok-bn.html>

¹² <http://www.prestodsnamnden.se/>

regionalt eierskap. Loven sier at et mediekonsern ikke kan eie mer enn 60 % av et regionalt marked. Denne begrensningen gjelder aviser og får konsekvenser for A-pressen og Orkla Media som har store eierinteresser i den regionale dagspressen¹³.

Noe av det som kjennetegner situasjonen i dag er at de største selskapene går utover sine tradisjonelle virkeområder for å skape synerger gjennom å etablere seg i andre markeder.

De tre store medieaktørene i Norge har alle satset på andre medier i tillegg til avis. Selskapet som satser mest konsentrert er A-pressen som i hovedsak satser på lokalaviser og kommersielt fjernsyn. Schibsted har som mål å være totalleverandør på mediemarkedet. De har også satset mer internasjonalt enn A-pressen. Orkla Media har fortsatt sitt hovedfokus på aviser, men er størst på blant annet ukebladfronten. Schibsted har i likhet med A-pressen lagt vekt på å kjøpe seg opp i kommersielt fjernsyn, og de sitter begge med eierskap på en tredjedel i TV2, som er den største kommersielle kanalen i Norge. Selskapene har i tillegg eierinteresser i kommersiell radiodrift i flere kanaler. Orkla Media har ikke lyktes i å bli store på markedet for fjernsyn og radio.

Et annet trekk ved bransjen er at eierskap krysser landegrensene. Eierskapslovene kan ha bidratt til påvirkning av mediekonsernernes ekspansjonsmønster. Etter at Schibsted, A-pressen og Orkla har kjøpt de fleste mellomstore og store avisene i Norge, har de valgt ulike veier for videre ekspansjon. Schibsted og A-pressen har utnyttet den sterke posisjonen de har på avismarkedet til å ekspandere til andre former for media, mens Orkla Media i større grad har satset på utenlandsinvesteringer. Felles for de norske mediekonsernene er at de har lagt seg på en nordisk profil i sine oppkjøpsstrategier de siste årene. Schibsted og Orkla Media har store eierandeler i henholdsvis Sverige og Danmark, mens A-pressen har eierinteresser i flere russiske aviser. I takt med at de norske medie-gigantene har invadert utlandet, har andre store nordiske medieselskap etablert seg i det norske markedet. Det foreligger også flere tilfeller hvor de tre store mediekonsernene har interesse i en og samme bedrift.

Oppsummert kan vi si at mediebransjen preges av raske teknologiske endringer. Mange har spådd papiravisens undergang, men det er fortsatt avisene som skaper den økonomiske basisen for Schibsteds virksomhet. Noen fundamentale trender har preget mediebransjen siden midten av 90-tallet. Mediekanalene er blitt flere og endringstakten har økt betydelig. I tillegg

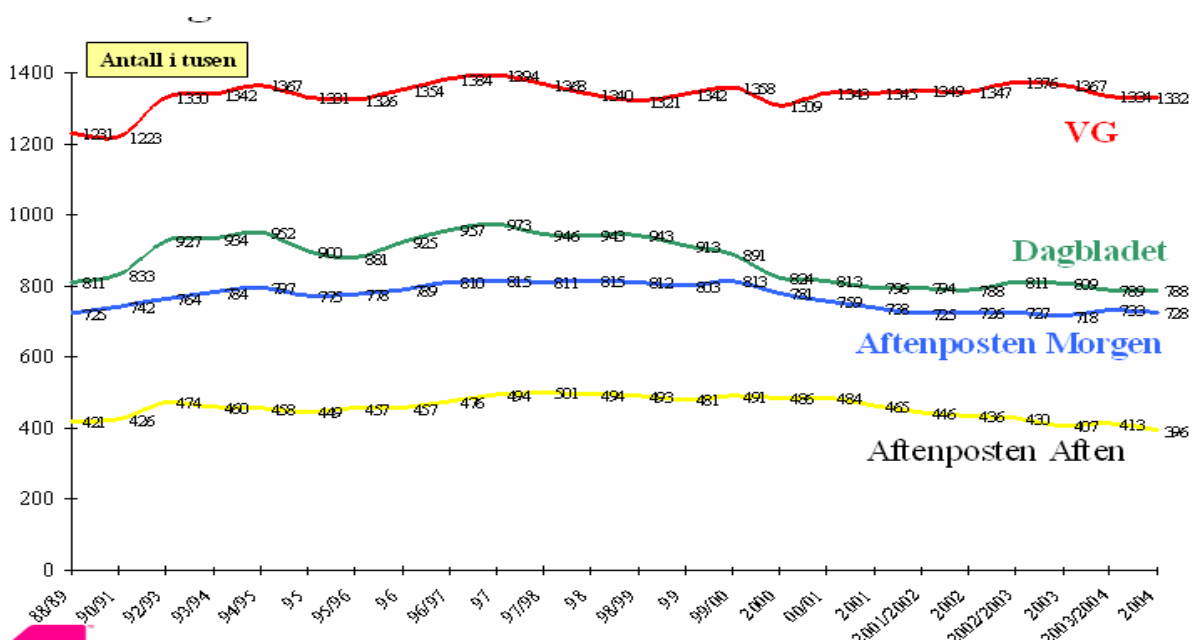
¹³ <http://www.ngf.no/cgi-bin/grafia/zoom/publish/showarticle.cgi?id=763>

har kanalene hatt en tendens til å smelte sammen. Papiravisene opplever en nedgang i antall unge lesere som benytter seg av andre moderne medier. Rubrikkannonserne har i større grad flyttet seg fra papir til nett. Internett har økt som informasjonsformidler og mobiltelefoner har blitt en ny mediekanal. Responsmuligheter på sms, telefon og web er tett integrert i TV-programmer. Både aviser, TV og radio fortsetter debatten på egne nettsider. Utbredelsen av bredbånd har akselerert bruken av Internett og ut fra undersøkelser har forbruket av Internett hatt en dobling fra 2003 til 2004. De raske endringene i teknologien levner ingen tvil om at mediebransjen er midt i en revolusjon¹⁴.

2.1.2) Bransjestruktur avisbransjen

Strukturen i avisbransjen i Norge kan sies å være fragmentert siden det er et stort antall aviser. Det kan trekkes et skille mellom løssalgsmarked og marked for region og lokalaviser. De største rivalene i norsk avisbransje er utvilsomt VG og Dagbladet.

Figur 2.1 Utvikling i opplag for de fire største avisene i Norge¹⁵



VG har i dag nesten dobbelt så stort opplag som sin nærmeste konkurrent Dagbladet, og som vi ser av figuren over har Dagbladet opplevd et større fall i opplaget enn VG de siste årene.

¹⁴ Årsrapport Schibsted (2004)

¹⁵ http://www.tns-gallup.no/arch/_img/206179

Konkurransestructuren er en annen når det gjelder markedet for region og lokalavisene. Vi har 11 regionaviser og over 100 lokalaviser. Særlig lokalavisene står ovenfor en stabil og lojal lesermasse og møter ikke samme grad av konkurranse fra løssalgsavisene. Regionavisene er typisk byaviser som Bergensavisen, Bergenstidene og Adresseavisen. I likhet med lokalavisene kan disse sies å ha en geografisk tilknytning, men er i større grad konkurrenter til aviser som Aftenposten, VG og Dagbladet. Konkurransen mellom løssalgsavisene og regionavisene er imidlertid liten og derfor vil diskusjonen i denne oppgaven hovedsakelig omfatte løssalgsavisene VG, Dagbladet og osloavisen Aftenposten når det gjelder det norske avismarkedet. Tilsvarende gjelder for den svenske avisbransjen¹⁶.

2.1.3) Historie og utvikling i avisbransjen

Det samlede avisopplaget har i Norge sunket seks år på rad. Mens opplaget i 1998 var 3 166 000, var det kun 3 019 000 i 2004. Dette innebærer en nedgang på 4,6 % og siden nedgangen i 2004 var 1,4 % sterkere enn året før, er det grunn til å tro at avisbransjen er inne i en nedgangsfase. I Sverige falt det samlede opplaget for dagsaviser fra 4 500 000 i 1990 til 3 665 000 i 2003. Norge toppe fremdeles den internasjonale statistikken over avissalg per 1000 innbygger¹⁷.

2.1.4) VG og Dagbladet

Konkurransen mellom VG og Dagbladet er den hardeste i den norske avisverdenen. I tillegg til å konkurrere om å selge flest aviser hver dag, konkurrerer de også om flest brukere på Internett. VG har de siste årene vært Norges mest besøkte nettsted, mens Dagbladet har kjempet om plass nummer to. Løssalgsavisene er i større grad utsatt for konkurranse fra Internett og magasiner som Se og Hør og Her og Nå.

VG har siden 1970 årene vært den største avisen. I 2004 hadde de et nesten dobbelt så stort opplag som den største konkurrenten, altså Dagbladet, men VG var også den avisen med størst fall i opplaget i 2004. Et tilbakeblikk de ti siste årene viser at VG og Dagbladet har hatt ulik opplagsutvikling. Som vist i figuren over har VG i alle år kunne skilte med et høyere opplag¹⁸.

¹⁶ Høst, Avisåret 2004

¹⁷ Høst, Avisåret 2004

¹⁸ Høst, Avisåret 2004

2.2) Schibsted

Schibsted er Norges største og et av Nordens ledende mediekonsern. Selskapet ble dannet i 1839 av boktrykkeren Christian Schibsted i kompaniskap med Johan J. Krohn. De første årene utga forlaget små bøker, brosjyrer og blader. Bladet "Krydseren" ble trykket i 1849. Dette ble en suksess, og fra 1855 utkom det som den liberale dagsavisen "Aftenbladet". I mai 1860 utkom "Christiania Adresseblad" som senere ble til "Aftenposten".

Da Christian Schibsted døde i 1878, ble "Aftenposten" overtatt av hans eneste sønn, Amadeus Schibsted. Avismarkedet var blitt utvidet som følge av vekst i folketallet og etablering av en rekke industribedrifter, og med fremveksten av politiske partier, ble "Aftenposten" nå en konservativ avis. Videre ble "Aftenposten" utviklet til en riksavis med nyheter fra alle deler av landet. Den moderne Aftenposten som Amadeus Schibsted hadde skapt var høyt respektert, slagkraftig og teknisk overlegen sammenlignet med sine konkurrenter. Da Amadeus døde i 1913, overtok hans hustru Thrine Schibsted, som ledet Aftenposten til sin død i 1933. I 1939 ble Leif Nagell – Erichsen og Hans J. Riddervold, ektemennene til to av Amadeus og Thrines døtre også medlemmer av Aftenpostens direksjon, ansatt som disponenter i Aftenposten. I 1960 kunne Aftenposten feire 100-årsjubileum som Norges største og på alle måter ledende avis.

I 1945 ble VG lansert som en partipolitisk uavhengig avis. Som følge av nedslitt presse og økonomiske problemer ble VG overtatt av Aftenposten i 1966. Avisene skulle fortsatt være konkurrenter, og kun samarbeide på områder hvor konkurranseforholdet ikke ble påvirket¹⁹. Eierskapet med to aviser medførte at "Schibsted – gruppen", forløperen for det senere Schibsted konsernet, ble dannet.

I dag er Schibsted det største mediekonsernet i Norge og har eierinteresser innenfor de fleste områdene innen media. I tillegg til å eie to av landets største aviser, sitter konsernet med aksjeposter i mange av de største regionsavisene i landet. Schibsted eier også Aftenbladet (1996) og Svenska Dagbladet (1998) som er to av de største avisene i Sverige, samt at de har eierinteresser i flere foto og nyhetsformidlingsbyrå i Skandinavia. Norges største medieaktør

¹⁹ Årsrapport Schibsted (2004)

lanserte i 1999 gratisavisen 20 Minutter og ved årsskiftet i 2004 hadde avisen 4,6 millioner lesere i byer i Sveits, Spania og Frankrike.

Schibsted er også et av de ledende skandinaviske medieselskapene innenfor TV og film. Konsernet er majoritetseier med 65 % i Metronome Film & Television som er den største frittstående aktøren innen film og TV-produksjon i Skandinavia. I tillegg sitter konsernet med en eierpost på 50 % i Sandrew Metronome AB som er et ledende selskap innefor innkjøp og distribusjon av film til kino, video, DVD og TV. Schibsted eier også 33,34 % i TV2 som er Norges største kommersielle TV-kanal og 20,1 % i svensk TV4.

Schibsted har også engasjement innen forlagsdrift og eier 100 % av Schibsted Forlagene AS, Full Stop Media AB, Svenska Förlaget AB og Boknöje AB. De har også eierinteresser i Manga Media AB og Dagens Medisin AS med 50 % i hver²⁰.

Siden Schibsted har avis som sitt kjerneområde, vil hovedtyngden av drøftelsen i den strategiske analysen fokusere på dette virkeområdet.

2.2.1) Selskapets struktur og organisasjon

Figur 2.2 Oversikt over selskapets eiere²¹

SCHIBSTED ASA	
Schibsted ASA eies av:	
- Blommenholm Industrier AS v/ T. Nagell-Erichsen	(26.1%)
- Capital Research	(7.9%)
- Folketrygdfondet	(7.2%)
- Fidelity Management & Research	(5.1%)
- DnB NOR ASA	(3.5%)
- Tweedy, Browne Comany LLC	(3.3%)
- Marathon Asset Management	(2.2%)
- Morgan Stanley Investment Management Ltd.	(2.1%)
- Schibsted ASA	(2.1%)
- Øvrige eiere	(40.5%)

Vis eiernes eiere

²⁰ Årsrapport Scibsted (2004)

²¹ <http://www.medieregisteret.no/database/dbprogs/?1=1&eid=1410>

Figur 2.3 Oversikt over selskapets virksomhet innenfor ulike områder²²

AVISER			
>	Aftenposten AS	NO	100 %
-	Retriever AS	NO/SE	100 %
-	Aftenposten Multimedia AS	NO	100 %
-	FINN.no AS	NO	62 %
>	Verdens Gang AS	NO	100 %
-	VG Multimedia AS	NO	100 %
-	Avisretur AS	NO	50 %
>	Aftonbladet Hierta AB *	SE	49 %
-	Hierta Förlag AB	SE	100 %
-	Aftonbladet Nya Medier AB	SE	100 %
>	Svenska Dagbladet Holding AB	SE	99 %
>	Gratisavisen Avis 1 AS	NO	100 %
>	20 Min Holding AG	CH	100 %
-	20 Minuten (Schweiz) AG	CH	50,5 %
-	Multiprensa Holding SL	ES	100 %
>	20 Minutes France S.A.S.	FR	50 %
>	Blocket AB	SE	72,8 %
-	Byt Bil Nordic AB	SE	92 %
REGIONSAVISER			
>	Harstad Tidende Gruppen AS	NO	50 %
>	Stavanger Aftenblad ASA	NO	31 %
>	Fædrelandsvennen AS	NO	25 %
>	Bergens Tidende AS	NO	24 %
>	Adresseavisen ASA	NO	32 %
SCHIBSTED I BALTIKUM			
>	AS Kanal 2	EE	100%
>	AS Eesti Meedia	EE	93 %
-	AS Postimees	EE	100 %
-	AS Ajakirjade Kirjastus (Estonian Magazine Group)	EE	50 %
>	AS SL Õhtuleht	EE	50 %
>	ZLG	LT	66,7%
TRYKKERIER			
>	Schibsted Trykk AS	NO	100 %
>	AS Kroonpress	EE	99,7 %
>	Tidningstryckarna Aftonbladet Svenska Dagbladet AB	SE	100%
>	Harstad Tidende Gruppen Trykk	NO	50%
BILLED- OG NYHETSBYRÅER			
>	Scanpix Scandinavia AB	SE	75 %
-	Scanpix Danmark AS	DK	49 %
-	Scanpix Norge AS	NO	50 %
-	Scanpix Sverige AB	SE	100 %
-	Scanpix Baltics	EE	100 %
>	Norsk Telegrambyrå AS (NTB)	NO	22 %
>	Tidningarnas Telegrambyrå AB	SE	30 %
FILM- OG TV-PRODUKSJON			
>	Metronome Film & Television AB	SE	65 %
-	Filmance International AB	SE	60 %
-	Meter Fakta AB	SE	100 %
-	Meter Film & Television AB	SE	100 %
-	Mutter Media AB (Mekaniken)	SE	100 %
-	Big Brother KB	SE	50 %
-	Rubicon TV AS	NO	100 %
-	Metronome Spartacus AS	NO	83 %
-	Intrige Television AS	NO	56 %
-	Metronome Film & Television OY	FI	94 %
-	Metronome Productions AS	DK	95 %
-	Metronome Studios AS	DK	97 %
-	European Film Group AS	DK	75 %
-	Blarke, Sonne Levring AS	DK	100 %
-	Bullet Productions AS	DK	100 %
-	Moland Film Company AS	DK	100 %
-	Moland Film Company AS	NO	100 %
-	Otto Tuantato OY	FI	100 %
DISTRIBUSJON OG RETTIGHETER			
>	Sandrew Metronome AB	SE	50 %
-	Sandrew Metronome Sverige AB	SE	100 %
-	Sandrew Metronome Distribution Sverige AB	SE	100 %
-	Sandrew Metronome International AB	SE	100 %
-	Sandrew Metronome Danmark AS	DK	100 %
-	Sandrew Metronome Video Danmark AS	DK	100 %
-	Sandrew Metronome Bio Danmark AS	DK	100 %
-	Sandrew Metronome Finland OY AB	FI	95 %
-	Sandrew Metronome Distribution Finland OY AB	FI	100 %
-	Sandrew Metronome Norge AS	NO	100 %
TV			
>	TV 2 Gruppen AS	NO	33 %
-	TV 2 Interaktiv AS	NO	88 %
-	TV 2 Nettavisen AS	NO	100 %
-	TV 2 Invest AS	NO	100 %
-	Kanal 24 Norge AS	NO	34 %
SCHIBSTED-FORLAGENE			
>	Schibsted Forlagene AS	NO	100 %
-	Full Stop Media AB	SE	100 %
-	Svenska Förlaget AB	SE	100 %
-	Boknøje AB	SE	100 %
-	Manga Media AB	SE	50 %
-	Dagens Medisin AS	NO	50 %

Ovenfor vises en oversikt over hvem som eier Schibsted og hvilke selskaper konsernet har direkte eierinteresse i. Vi ser at Schibsted har eierinteresser innenfor de fleste områdene i mediebransjen. Nedenfor vises et organisasjonskart med overblikk over ledelsen i selskapet.

Figur 2.4 Oversiktskart over selskapets ledelse



²² Årsrapport Schibsted (2004)

2.3) Presentasjon av komparative virksomheter

I analysesammenheng er det relevant å sammenligne med andre likeverdige bedrifter, dvs. komparative bedrifter. Vi har valgt Orkla Media og A-pressen som komparative bedrifter til Schibsted på nasjonalt nivå, mens disse to og i tillegg svenske Bonnier vil representere et nordisk sammenligningsgrunnlag.

Orkla Media er Nordens femte største mediekonsern. Orkla-konsernets medieselskap er samlet i Orkla Media som omfatter om lag 60 ulike aksjeselskap hvor ca halvparten er lokal- og regionaviser. Orkla Media er majoritetseier i 31 aviselskaper i Norge og er også største eier i en svensk avis. Foruten de avisene med majoritetseiendel, har Orkla eierandel på 29 % i Bergens tidende, og 31 % i Asker og Bærums budstikke. I de senere årene har Orkla Media utviklet betydelige virksomhetsområder innen digitale medier, trykk og distribusjon. I 2000 kjøpte Orkla Media det danske aviskonsernet Berlinske Officin som kontrollerer ca en tredjedel av avisopplaget i Danmark. Berlinske har de siste årene opplevd nedgang i annonsesalg og økt konkurranse. Orkla Media valgte å selge seg ut av det tyske markedet på grunn av sviktende annonseinntekter. Internasjonalt er Orkla også inne på eiersiden i Polen, Litauen og Ukraina²³.

Av de tre store konsernene er **A-pressen** det minste, men de er likevel største eier av lokalaviser i Norge. A-pressen er majoritetseier i 48 lokalaviser og eier flere norske kommersielle tv-kanaler. A-pressen har på det internasjonale markedet kjøpt seg inn i det russiske avismarkedet. De bygger på partnerskap med Russlands ledende avisutgivere og konsernet eier blant annet 49 prosent i Petersburg Ekspres og en opsjon på en fjerdedel av Pravda. A-pressen eier omtrent 16 % av det samlede dagspresseopplaget. I tillegg har de virksomhet innenfor avis, trykkeri, fjernsyn og elektroniske medier. Konsernet har som mål å være den viktigste eieren av lokale medier, samt at de ønsker å være en strategisk eier i kommersielt fjernsyn. A-pressen sitter med en eierandel på 33 % i TV2, som igjen har eierandeler i TV Norge. Eierskapet i Russland er et tegn på at de ønsker å ekspandere virksomheten utover landegrensene. Konsernet samarbeider med Orkla om www.zett.no som

²³ Årsrapport Orkla (2004)

er et nettbasert rubrikkannonsermarked. I tillegg eier de www.kupp.no som også er et rubrikkannonsermarked på nett²⁴.

Svenske **Bonnier** er det største medieselskapet i Norden. Konsernet er fullt eid og kontrollert av familien Bonnier. Mediekonsernet gir ut bøker, dagsaviser og tidskrifter, produserer og distribuerer film, musikk, radio og TV samt bedriftsinformasjon. Det svenske mediekonsernet eier blant annet et norsk forlag, J.W. Cappelens Forlag AS. De sitter med en eiendel på 29,3 % i den svenske tv-kanalen TV4 og eier Home Entertainment med virksomhet i blant annet Norge. Bonnier eier storavisene Dagens Nyheter og Expressen, samt næringslivsavisen Dagens Industri, riksavisen Dagens Nyheter og regionsavisene Göteborgstidningen og Kvällsposten i Malmö. Bonnier har virksomheter i 20 land utenfor Sverige med hovedvekt i Nord-Europa. Bonnier har ikke lyktes i å sikre seg kontroll over noen stor norsk dagsavis. I Sverige eier som tidligere nevnt Schibsted Aftonbladet og Svenska Dagbladet. Bonnier var deleier i Bergens Tidene i en rekke år, men avsluttet engasjementet da det var små muligheter for å øke eierandelen med sikte på fremtidig majoritet. Bonnier har tidligere vist interesse for de norske avisene Dagens Næringsliv, Dagbladet og Dagsavisen uten å komme inn på eiersiden. For å utvide konsernet vurderer de eierskap i nordeuropeiske mediebedrifter for å styrke sin posisjon. Den svenske mediebedriften har ekspandert kraftig de siste årene og blitt stadig mer internasjonale. I 2004 var nærmere halvparten av omsetningen utenfor Sveriges grenser, men kun 10 % av konsernets omsetning var i Norge²⁵.

²⁴ Årsrapport A-pressen, (2004)

²⁵ http://www.orapp.no/oversikt/Argang_2005/31246/rapport/31272

03) VALG AV VERDSETTINGSTEKNIKK

Vår oppgave er å verdsette Schibsted. For å gjennomføre denne oppgaven må vi bruke verdsettingsteknikker. Det finnes tre supplerende hovedteknikker for verdivurdering; fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. Hvilken teknikk som passer best for virksomheten som skal verdsettes, avhenger av hvor i livssyklusen og hvilken bransje man befinner seg i. Fundamental verdsettelse er en grunnleggende og arbeidskrevende teknikk, mens de to andre teknikkene er enklere og egnet som supplerende teknikker til førstnevnte.

3.1) Kort oversikt over verdsettingsteknikker

3.1.1) Fundamental verdsettelse²⁶

Fundamental verdsettelse er den grunnleggende verdsettelsesteknikken. Denne teknikken er en verdivurdering basert på analyse av underliggende eller fundamentale forhold, gjennom strategisk regnskapsanalyse og utarbeiding av fremtidsregnskap. Når en har utarbeidet fremtidsregnskap kan verdien av egenkapitalen fastsettes ved hjelp av to metoder; egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden.

Egenkapitalmetoden innebærer direkte verdsetting av egenkapitalen. Dette kan gjøres ved hjelp av utbyttmodellen, frikontantstrømmodellen, superprofittmodellen eller superprofittvekstmodellen. Den første modellen, utbyttmodellen, verdsetter egenkapitalen direkte gjennom å diskontere til nåverdi av fremtidig utbytte. Fri kontantstrøm modellen verdsetter egenkapitalen som nåverdien av fremtidig fri kontantstrøm til egenkapitalen. Superprofittmodellen verdsetter egenkapitalen som balanseført verdi av egenkapital i dag pluss nåverdien av fremtidige residuale resultater eller superprofitt til egenkapitalen. Den siste modellen er superprofittvekst modellen, hvor verdien av egenkapitalen er den kapitaliserte verdien av nettoresultatet pluss nåverdien av superprofittveksten. De to første metodene er kontantstrømbaserte modeller, mens de to siste er regnskapsbaserte modeller. Ved regnskapsbaserte modeller kommer verdiene tidligere enn ved kontantstrømbaserte, men ved konsistent bruk gir alle modellene det samme estimatet på verdien av egenkapitalen. Konsistent bruk innebærer at alle krav er vektet med markedsverdier.

²⁶ Penman (2004)

Totalkapitalmetoden er indirekte verdsetting av egenkapitalen. Metoden finnes i flere varianter, blant annet netto driftskapitalmetoden og sysselsatt kapitalmetoden. Ved denne metoden verdsettes først sysselsett kapital eller netto driftskapital, for deretter å trekke fra verdien av minoritetsinteresser og finansiell gjeld eller netto finansiell gjeld. Ved konsistent bruk vil de indirekte metodene gi likt verdiestimat seg i mellom, og totalkapitalmetoden vil gi samme verdiestimat som egenkapitalmetoden.

3.1.2) Komparativ verdsettelse²⁷

Komparativ verdsettelse er verdivurdering basert på komparativ eller altså sammenlignende prising i forhold til tilsvarende virksomheter eller eiendeler. Komparativ verdsettelse kan deles inn i direkte og indirekte metoder. Direkte komparativ verdsettelse er verdsettelse ved bruk av **multiplikatormetoden**, hvor selskapet verdsettes direkte ved at egenkapitalen blir sammenlignet med børsverdien til komparative selskap. Indirekte komparativ verdsettelse er verdsettelse ved bruk av **substansverdimetoden**, hvor man verdsetter selskapet indirekte ved at eiendeler og gjeld blir sammenlignet med beste estimat på komparative eiendeler og gjeld. Komparative verdsettelsesmetoder er enklere typer verdsettelsesmetoder enn fundamental verdsettelse, og blir dermed mye brukt i praksis.

I praksis finner en først en passende basis, som for eksempel bokført verdi av egenkapitalen. Denne kan en så benytte som multiplikator for verdsettelsen for å beregne pris/bok – forholdet. Deretter finner man et utvalg av sammenlignbare selskap som er børsnoterte, for så å beregne en komparativ multiplikator. Slik kan egenkapitalen verdsettes ved å multiplisere den komparative multiplikatoren med den korresponderende basen til selskapet.

Problemet med metoden er at verdsettelsen er avhengig av hvilke multiplikator som blir valgt. Dette innebærer at den som gjennomfører verdsettelsen har stor frihet til å påvirke verdiestimatet gjennom å fokusere på den multiplikatoren som gir ”rett” verdi. Et annet problem med metoden er at verdsettelsen kan føre til for høy verdi i henhold til fundamentalverdien dersom aksjemarkedet er i optimistisk stemning - og for lav verdi med pessimistisk stemning. Dette vil si at komparativ verdsetting blir påvirket av eventuelle bobler i aksjemarkedet.

²⁷ Damodaran (2002)

3.1.3) Opsjonsbasert verdsettelse²⁸

Opsjonsbasert verdsettelse er en utvidelse av tradisjonell fundamental verdsettelse med det mål å eksplisitt bygge inn verdien av fleksibilitet. Dette innebærer en separat verdivurdering av fleksibilitet og andre opsjoner i drift og finansiering. Nåverdien av særlig fleksibilitet vil vanligvis være verdien av en eller flere realopsjoner i driften. Verdivurdering utføres ved hjelp av ulike metoder for opsjonsprising. Realopsjoner i selskapet kan være muligheten til å avvikle eller utvide deler av virksomheten, eller muligheten til å selge et patent på produkter som ennå ikke er satt i produksjon. Metoden er ofte benyttet som et supplement til fundamental verdsettelse, hvor verdien av egenkapitalen er lik ”fundamentalverdien” pluss verdien av særlig fleksibilitet.

²⁸ Damodaran (2002)

3.2) Hvilken verdsettingsteknikk passer for virksomheten

Hvilken verdsettingsteknikk som skal benyttes, avhenger av faktorer ved virksomheten som skal verdsettes. Med dette menes hvilken bransje virksomheten operer i, hvor i livssyklusen man befinner seg og hvorvidt en legger fortsatt drift eller avvikling av virksomheten til grunn.

Virksomheter som er i en oppstartsfase, har gjerne få år med regnskapstall som viser perioder med lave inntekter og underskudd før selskapene eventuelt blir lønnsomme. Regnskapstallene kan også være preget av målefeil på grunn av direkte kostnadsføring av immaterielle investeringer. Komparativ verdsettelse er den teknikken som foretrekkes i denne fasen, da tilgangen på fundamental informasjon er dårlig.

Når virksomheten beveger seg inn i en moden fase, og kan vise til mange år med regnskapstall som gjerne viser god inntjening, vil fundamental verdsettelse være den primære verdsettingsteknikken. Det kan også være aktuelt å supplere med komparativ og opsjonsbasert verdsettelse.

Fundamental verdsettelse vil også være den primære teknikken for virksomheter som opplever tilbakegang. Dersom sannsynligheten for konkurs er betydelig, vil komparativ verdsettelse i form av substansverdimodellen være den mest egnede verdsettelsesteknikken. Supplering med opsjonsbasert verdsettelse, særlig opsjonen til å avvikle, er aktuelt her.

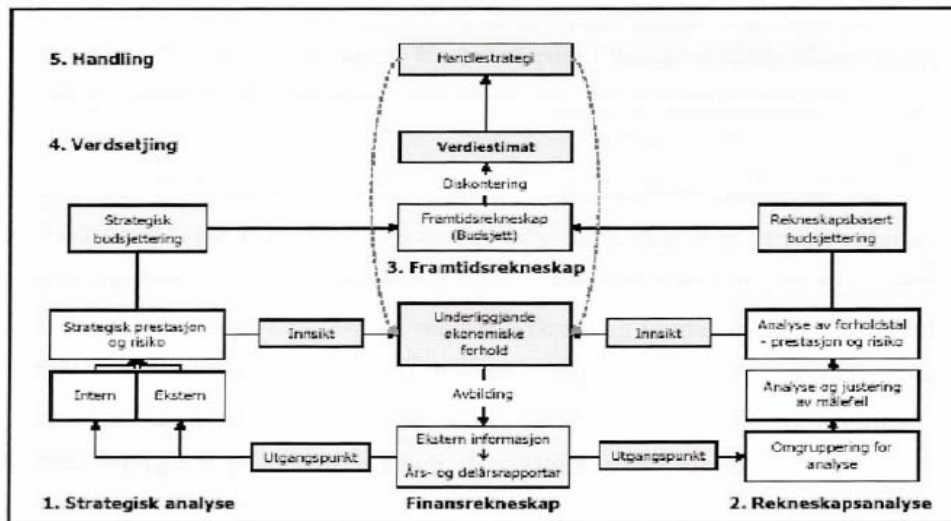
Schibsted har en lang driftshistorie, og er en av Skandinavias ledende aktør i mediebransjen. Dette kommer også frem av regnskapstallene som viser et års resultat på 241 millioner kroner i 2004. Vi vil med dette konkludere med at Schibsted befinner seg i en vekst og/eller modningsfase, der fundamental verdsettelse vil være den best egnede teknikken for å verdsette selskapet. Vi har tilstrekkelig og tilgjengelig informasjon på regnskapstall tilbake til 1999, og forutsetning om fortsatt drift foreligger. Fundamental verdsettelse vil dermed være den primære verdsettingsteknikken for verdivurderingen, mens komparativ verdsettelse vil benyttes som supplerende teknikk. Med informasjon fra DnBnor markets²⁹ vil vi foreta en verdsettelse av Schibsted ved hjelp av pris/bok forhold (P/B), pris/fortjenetse forhold (P/E) og Earnings Before Interest Taxes (EBIT) forhold. Dette kommer vi tilbake til i kapittel 10.

²⁹ www.dnbnormarkets.no

3.3) Rammeverk for fundamental verdsetting

Rammeverket for fundamental verdsettelse består av fem ulike steg.

Figur 3.1 Rammeverk for fundamental verdsettelse



Det første steget er å gjennomføre en strategisk analyse. Dette er en kvalitativ analyseteknikk som gir innsikt i underliggende økonomiske forhold i den virksomheten som blir analysert. Deretter vil vi foreta en regnskapsanalyse i steg to. Regnskapsanalyse er en kvantitativ analyseteknikk som gir innsikt i underliggende økonomiske forhold. Her vil vi gjennomføre en omgruppering for investororientert analyse, analysere og justere målefeil og til slutt foreta en analyse av forholdstall. De to første stegene utgjør den strategiske regnskapsanalysen. Denne vil gi en indikasjon på selskapets prestasjoner frem til i dag og deres forutsetninger for prestasjoner i fremtiden. Det neste steget er å utarbeide et fremtidsregnskap på bakgrunn av den strategiske regnskapsanalysen. Utarbeidelsen av fremtidsregnskapet foretas med utgangspunkt i de kritiske budsjett drivere. Deretter skal vi foreta en fundamental verdsettning i steg fire. Dette er verdsettning av egenkapitalen til virksomheten, som skjer gjennom å diskontere "fremtidsregnskapen" til nåverdi. Det siste steget i verdsettelsen vil være å neddiskontere kontantstrømmene fra fremtidsbudsjettet, og foreta en verdsettelse av selskapet ut fra en valgt modell. På grunnlag av verdsettelsen vil vi kunne definere en handlestrategi. Dette gjøres ved å sammenligne fundamentalverdiestimatet en har kommet frem til i steg fire med observert markedsverdi på Oslo Børs i samme periode. Handlestrategien vil enten være kjøpe, holde eller selge. Eventuelt om aksjen kan sies å være underpriset, riktig priset eller overpriset.

04) STRATEGISK ANALYSE

4.1) Rammeverk for strategisk analyse

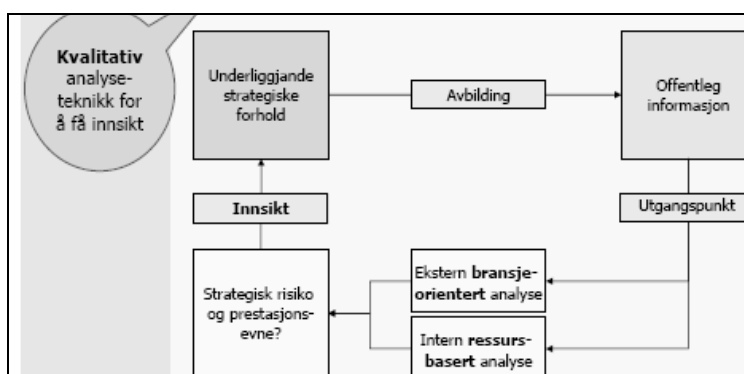
Den strategiske analysen er et viktig ledd i verdsettelsesprosessen idet den gir grunnlag for estimering av vekstratene som brukes til å fremskrive budsjettdriverne. Sammen med regnskapsanalysen vil vi kunne budsjettere Schibsteds fremtidige kontantstrømmer og dermed komme frem til et verdiestimat på selskapet.

En strategisk posisjon er en allokering av ressurser som gir evne til å generere en strategisk fordel. Målet på den strategiske fordel er meravkastning eller superprofitt som kan uttrykkes som differansen mellom egenkapitalrentabiliteten (ekr) og egenkapitalkrav (ekk). Om vi står ovenfor meravkastning kan dette skyldes en positiv strategisk posisjon som gir evne til å generere superprofitt nå og i fremtiden, eller at offentliggjort rentabilitet inneholder målefeil som gir et feilaktig uttrykk for meravkastningen.

En strategisk analyse av Schibsted er hensiktsmessig for å finne ut om Schibsted har en positiv strategisk posisjon.

Rammeverket for den strategiske regnskapsanalysen kan illustreres på følgende måte³⁰

Figur 4.1 Rammeverk for strategisk analyse



Den strategiske analysen vil bestå av en ekstern analyse hvor fokuset vil ligge på konkurransesituasjonen bedriften befinner seg i. Dessuten er det hensiktsmessig med en

³⁰ BUS 424, Strategisk regnskapsanalyse

analyse av trend- og makrofaktorer som påvirker bedriften. Til slutt vil vi foreta en intern analyse med fokus på ressurser som ligger til grunn for en midlertidig eller vedvarende strategisk fordel.

4.2) Ekstern bransjeorientert analyse

Formålet med den eksterne strategiske analysen er å skape en forståelse av virksomhetens fremtidige lønnsomhetspotensial gjennom å avdekke bransjens lønnsomhetspotensial.

En bedrift opererer i et komplekst marked med forskjellige krefter som influerer på bedriftens lønnsomhet. For å kunne utnytte markedets muligheter og takle de utfordringene som oppstår, er det viktig å ta hensyn til disse kreftene. Michael Porters modell³¹ danner rammen for teorigrunnlaget. Porter opererer med 5 konkurransekrefter som viser dynamikken i bransjen. Det varierer fra bransje til bransje hvor stor betydning de enkelte kreftene har, men summen av kreftene bidrar til å presse ned lønnsomheten. Med utgangspunkt i dette rammeverket kan man gå inn og analysere kreftene og se på hvilke underliggende faktorer, eller determinanter, som påvirker de enkelte kreftene.

Analyse av makroforhold gjøres gjennom en såkalt PEST-analyse³², hvor politiske, økonomiske, sosiale og teknologiske faktorer legges til grunn for å få en forståelse av omgivelsene bedriften opererer i.

4.2.1) PEST – analyse

4.2.1.1) Politiske faktorer

For å opprettholde konkurranse på nasjonalt nivå er det utviklet lovpålagte retningslinjer som de enkelte konsernene må forholde seg til. Eierskapsloven har hatt som formål å styrke demokratiet og fremme konkurranse, mens regioninndelingen skal bidra til begrensninger i eierinteressene. Bergrensingene for inndeling i medieregioner gjelder i all hovedsak for aviser. Dette medfører konsekvenser for mediekonsern med store eierandeler i den regionale dagspressen, som A-pressen og Orkla Media. Med eierskapsloven bidrar myndighetene til at konkurranse opprettholdes. Store konsern som Schibsted får ikke mulighet til å ekspandere ytterligere ved å kjøpe seg opp i ulike kanaler, og Schibsteds største aviser får ikke pressestøtte.³³

³¹ Roos, Van Krogh og Roos (2002), Hill og Jones (2001)

³² Roos, Van Krogh og Roos (2002), Hill og Jones (2001)

³³ <http://www.ngf.no/cgi-bin/grafia/zoom/publish/showarticle.cgi?id=763>

4.2.1.2) Økonomiske forhold

Mediebransjen er i stor grad avhengig av gode tider for å høste inntekter. Av makroøkonomiske størrelser vil den generelle vekstraten, valutakurser, rentenivå og inflasjon være blant de viktigste³⁴.

Avisbransjens inntekter består i hovedsak av inntekter fra løssalg, abonnenter og annonseinntekter. Økonomiske konjunktursvinger påvirker avisbransjen i det antall annonser henger sammen med den økonomiske utviklingen. Når det er nedgangstider i økonomien gjenspeiles dette i reduserte annonseinntekter.

Ved utgangen av august 2005 hadde annonsemengden i norske aviser steget med 11,1 % sammenlignet med ett år tidligere. I august var vinnerne riksspredte nyhetsaviser representert med VG og Dagbladet som har økt med 23,3 %. På den rullerende annonseindeksen gjennom de siste ni årene er nisjeaviser og riksspredte nyhetsaviser store vinnere, mens de andre avisene viser en mindre framgang.

Avisbransjen kan sies å være en moden bransje med en lav eller stabil inntektsvekst. Nye mediekanaler vokser frem og overtar rollen som nyhetsformidler. De største avisene opererer i dag med internettaviser som vil være den største kilden til inntektsvekst de neste årene.

Avis vil med stor sannsynlighet være den største annonsekanalen i flere år fremover, og mye tyder på at Internett vil bli en større kanal enn TV for annonsering i årene som kommer³⁵.

4.2.1.3) Teknologiske forhold

Det er mye som tyder på at avisene taper i nyhetskonkurransen med mobilkanaler, Internett, radio og tv. Dette kommer tydelig frem i opplagsutviklingen gjennom de siste årene som har vist en negativ trend. Selv om avisene legger mye arbeid på innholdssiden med vekt på å fremme den gode leseropplevelsen, er det ingen tvil om at bransjen står ovenfor en utfordring når det gjelder å bevare leserne sine. På en annen side gir de nye mediekanalene også nye muligheter til å etablere seg gjennom flere kanaler. Dermed kan de nye mediekanalene representere både muligheter og trusler.

³⁴ Roos, Van Krogh og Roos (2002)

³⁵ <http://www.mediebedriftene.no/index.asp?id=48446#48446>

Et særtrekk ved dagens teknologiske utvikling er at den har et høyt tempo. De nye mediekanalene bidrar til at befolkningen har et stort utvalg av muligheter når informasjon skal innhentes. Det blir avgjørende for mediebedriftene å forutse hva som vil skje i fremtidens medievirkelighet og hvilke utfordringer utviklingen stiller til mediebransjen som helhet. Mange aviser har lykket med en god omstillingsprosess. Dette er aviser som har blitt ledende på nett innen nyhetsbildet. Den store utfordringen består i å organisere journalistisk arbeid for flere kanaler slik at nyhetene kan dekkes både på papir, nett, mobiltelefon, radio og tv.

Tross at trenden viser en nedgang i opplag, er Schibsteds strategi å fortsatt styrke og utvikle de tradisjonelle mediene. Samtidig søker de vekst og utvikling innen nye medier³⁶.

4.2.1.4) Sosiale forhold

Sosiale forhold har betydning for lønnsomheten da endringer i medievaner fører til endret etterspørsel. Den negative trenden i opplaget som preger avisbransjen kan skyldes flere faktorer. Befolkningens mediebruk endres i takt med den teknologiske utviklingen. Dette har direkte virkninger på lønnsomheten i bransjen i det potensialet for inntektsvekst flyttes over til andre segmenter. Fjernsynet har forbigått papiravisene som informasjonskilde, og internett og mobiltelefoner har blitt nye mediekkanaler. Avisbransjen har tilpasset seg endringer i befolkningens medievaner ved å lansere nett- og mobilutgaver av avisene. I tillegg har avisene utviklet seg til i større grad å inneholde materiale rettet mot ulike livsstiler i arbeidet med å differensiere seg.

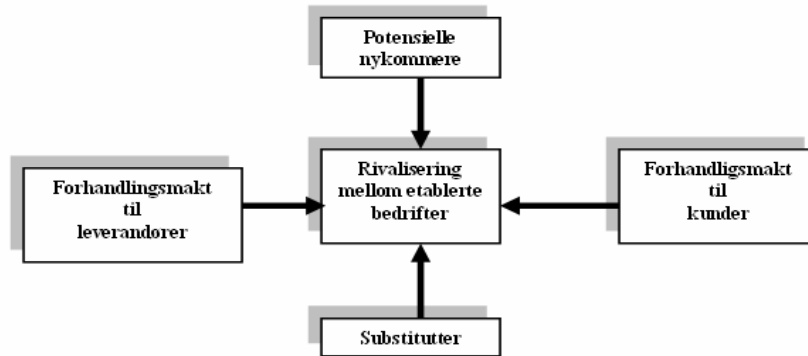
4.2.2) Bransjeanalyse

M. Porters fem konkurransekrefter danner rammen for bransjeanalysen. Porter operer med fem konkurransekrefter som viser dynamikken i bransjen og som er avgjørende for hvordan en bedrift vil posisjonere seg i forhold til sine konkurrenter. Dette rammeverket innebærer å analysere potensielle aktører i bransjen, kundenes og leverandørens forhandlingsposisjon, innflytelsen fra substituerbare produkter som er tilgjengelige for kunden og rivaliseringen som eksisterer blant aktørene i bransjen. Formålet med analysen er å få forståelse av verdidriverne og å kartlegge utviklingen i lønnsomheten i bransjen. Siden avis er Schibsteds kjernevirksomhet, er fokuset i bransjeanalysen hovedsakelig rettet mot avisbransjen.

³⁶ <http://www.cfje.dk/cfje/vidbase.nsf/ID/UB06268437?OpenDocument&Print>

Rammeverket for ekstern analyse illustreres i figuren under.

Figur 4.2 Michael Porters fem konkurransekrefter



4.2.2.1) Rivalisering mellom eksisterende bedrifter

Priskonkurransen, annonsekrig, produktlanseringer, bedre kundeservice og garantibetingelser er virkemidler som brukes for å styrke posisjonen i markedet. Konkurransen mellom eksisterende bedrifter medfører at noe av verdiskapningen overføres til konkurrenter, kunder eller leverandører. Ved perfekt konkurranse vil all verdiskapning utover normal faktoravlønning overføres til kunder eller leverandører. Hvis antall konkurrenter er stort, bransjeveksten er lav, de faste kostnadene og lagerkostnadene er høye og det foreligger stor strategisk satsing eller høye avviklingshindre, vil rivaliseringen i bransjen være stor. Rivalisering vil være den letteste konkurransefaktoren å knytte til lønnsomhetsutvikling³⁷.

Det er flere faktorer som påvirker graden av rivalisering i en bransje. I vår analyse av rivalisering mellom eksisterende bedrifter vil vi fokusere på konkurransestruktur og etterspørselsforhold.

Rivalisering i en bransje avhenger av strukturen i bransjen. Mediebransjen kan som nevnt sies å være konsolidert på et overordnet nivå.

Endringene i eierskapsloven kan virke dempende på rivaliseringen i det norske mediemarkedet ved at det kan oppstå maktkonsentrasjon. Lovverket har mange motstandere i

³⁷ Roos, Van Krogh og Roos (2002)

det ytringsfriheten kan trues, noe som kan være en begrensende faktor for utviklingen av demokratiet. Som en følge av at det tidligere har vært mer rom for konkurranse mellom mediebedriftene har det eksistert mangfold innen eksempelvis dagspresse. Det å kunne velge flere alternativer når en avis skal kjøpes er med på å skjerpe kvalitetskravene³⁸.

Som følge av lovendringene med oppjustering av eierskapsbegrensningen som trådte i kraft i 2005, fikk Schibsted større spillerom i avisbransjen samtidig som de vil være hindret i å styrke eierandelen i TV2. A-pressen og Orkla Media ble rammet av loven om medieregioner i avisbransjen, mens de kan kjøpe seg større i andre markeder.

Schibsted er definitivt den største aktøren i det norske avismarkedet. I 2004 hadde konsernet en markedsandel på 30,97 % av det samlede dagspresseopplaget. Tilsvarende tall for Orkla er 16,21 % og for A-pressen 16,18 %.

På det nasjonale plan er som kjent Schibsted eier av VG, som er den største aktøren. VG og Dagbladet er de eneste rene løssalgavisene i Norge og dermed er det naturlig å se på Dagbladet som VGs sterkeste konkurrent. Aftenposten la i 2005 om fra fullformat til tabloidformat, og som ledd i endringen ønsker avisen å øke løssalgandelen. Det foreligger også rivalisering mellom løssalgavisene og de store regionalavisene med Bergens Tidene, Adresseavisen og Stavanger Aftenblad i spissen.

VG hadde i 2004 et nesten dobbelt så stort opplag som sin nærmeste konkurrent. Avisen har en markedsandel på 13 % av totalmarkedet i Norge, og 67 % av det nasjonale løssalgmarkedet. Endringen i befolkningens medievaner gjenspeiler seg i resultatene fra Schibsteds nettaktiviteter. Til tross for en nedgang i opplaget på hverdager på 14 924 leverte VG konsernet solide resultater i 2004. Dette skyldes i hovedsak gode resultater fra VG nett i 2004³⁹.

I følge TNS Gallups mediebarometer for 2004 ble VG både på papir og nett lest av 1 754 000 mennesker per dag, hvorav 1 332 000 leste den trykte utgaven og 751 000 leste VG nett. Dagbladet hadde i 2004 1 112 000 daglige lesere, med 788 000 som leste papiravisen og 540 000 som leste nettutgaven.

³⁸ <http://www.ngf.no/cgi-bin/grafia/zoom/publish/showarticle.cgi?id=763>

<http://avis.dn.no/artikler/avis/article1140.ece>

³⁹ Årsrapport Schibsted, 2004

Aftenposten er Norges nest største avis på landsbasis. Aftenposten har to daglige avisutgaver mandag til fredag, og en utgave lørdag og søndag. I likhet med andre aviser opplevde Aftenposten i 2004 en nedgang i opplaget. Morgenutgaven hadde et redusert opplag på 6800, aftenutgaven på 7200 og søndagsavisen et fall på 12 800.

Kampen om Internettbrukerne kan sies å være knallhard. Schibsted lanserte i 2005 søketjenesten www.sesam.no, og målet er å kapre en del av nettannonsemarkedet. Med denne søketjenesten ønsker de å være væpnet i kampen mot selskaper som Eniro/Findexa og Google. Schibsted har ambisjoner om å bli den beste og største søkermotoren i Norge, og vil investere mye i markedsføring av tjenesten for å fremme merkevaren. Google er en av verdens sterkeste merkevarer, og har som mål å komme inn på det norske markedet. Eniro har 1,1 millioner ukentlige brukere og er ett av landets mest kjente merkevarer på nett⁴⁰.

Bonnier kan betraktes som den største konkurrenten til Schibsted i det nordiske avis markedet. Det svenske mediekonsernet er i dag aktivt innen alle media. Bonnier er stor innen forlag og tidsskrifter i den norske medie verden, men har ikke lyktes i å sikre seg kontrollen over noen stor norsk dagsavis.

I Sverige eier Schibsted Aftonbladet som er Nordens største avis. I 2004 hadde Aftonbladet sitt høyeste opplag på 28 år og beholder dermed sin ledende posisjon i Sverige med et opplag på 452 300. Avisbransjen i Sverige er preget av en hard konkurransesituasjon når det gjelder søndagsmarkedet hvor avstanden til store svenske aviser som Expressen, GT og Kvällsposten som eies av Bonnier er blitt mindre. Schibsted eier også Svenska Dagbladet som er Stockholms nest største morgenavis. Den baserer seg i hovedsak på abonnement og er dermed ikke en rival i det svenske løssalgsmarkedet. Konkurransesituasjonen i Stockholm er skjerpet som følge av etablering av nye aktører, og derfor har det i 2004 blitt lagt vekt på produktforbedringer for å sikre avisens konkurransedyktighet.

Bonnier har lenge vært eier i det norske bokforlaget Cappelen, og er dermed i konkurranse med blant annet Schibsteds forlag⁴¹.

⁴⁰ <http://www.propaganda-as.no/php/art.php?artid=278249>

⁴¹ <http://kampanje.com/medier/article23994.ece>

Etterspørselsforholdene i den etablerte bransjen vil også ha innvirkning på rivaliseringen. Hvis etterspørselen etter bransjeproduktet reduseres eller stagnerer vil rivaliseringen mellom eksisterende bedrifter øke, siden det blir konkurranse om markedsandelene. Det norske avismarkedet har de siste årene vist en tilbakegang i opplaget av papiraviser⁴². Reduksjon i salg fører til sterkere rivalisering og et økt press på å skape inntektsbringende produkter. Opplagsnedgangen har også resultert i at avisredaksjoner må ty til nedskjæringer og rasjonalisering.

Den totale tilbakegangen i det norske avisopplaget var på 45 849 i fjor, med en fordeling på 26 653 på løssalg og 19 196 på abonnementsalg⁴³. Det er i hovedsak de største papiravisene VG, Aftenposten og Dagbladet som mister lesere. Disse har til sammen hatt et fall i opplaget på 32 045 i 2004, og det er tydelig at det er løssalgavisene som sliter. Mye av nedgangen kan skyldes at de er blitt så like, slik at leserne kjøper en fremfor en av hver. Mens de største går mest tilbake, er situasjonen motsatt for de små. De lokale avisene som blir gitt ut noen dager i uken kan vise til en sammenhengende opplagsvekst 13 år på rad. Alt i alt er det nisjeavisene som gjør det best⁴⁴.

I følge Norsk mediebarometer 2004 har det vært en økning i lesing av nyhetssider fra 2003. Mer enn halvparten av Internett-brukerne leser nyhetssider hver dag, hvorav 44 % leser nyhetssider fra nettutgaver av papiraviser. Økningen i antall avislesere på Internett skyldes i stor grad utbredelsen av bredbånd, men også at nettavisen i all hovedsak er gratis for kunden. I 2004 hadde VG nett i gjennomsnitt 664 000 lesere daglig, mens 820 000 leste VG nett daglig i fjerde kvartal. Dette innebærer at det nå er flere som leser VG nett daglig enn Dagbladet og Aftenpostens papirutgaver. I Sverige var Aftonbladet.se den mest besøkte nettstedet i 2004, noe som indikerer at også svenskene er ivrige nettavisbrukere⁴⁵.

Det er ingen tvil om at løssalgsmarkedet er preget av hard konkurranse. Papiravisenes stagnasjon i etterspørsel vil medføre at lønnsomheten i avisbransjen presses ned. Med tilgang til nyheter gjennom andre mediekkanaler er konkurransesituasjonen betydelig skjerpet. Flere

⁴² Roos, Van Krogh og Roos (2002)

⁴³ <http://www.propaganda-as.no/php/art.php?id=116957>.

⁴⁴ <http://www.propaganda-as.no/php/art.php?id=116992>

⁴⁵ Årsrapport Schibsted (2004)

lesere på nett, betyr at det er her det bør satses, men også Internettmarkedet er konkurranseutsatt marked.

4.2.2.2) Nye Inntrengere

Med inntrengere menes bedrifter som kan bli konkurrenter i bransjen. Potensielle nykommere vil bidra til å redusere lønnsomheten i bransjen siden det blir hardere konkurranse for de eksisterende, og dermed vanskeligere å opprettholde markedsandeler. Hvis det foreligger høy sannsynlighet for at nye bedrifter skal entre markedet vil dette innebære en trussel mot lønnsomheten til eksisterende bedrifter. Hvis sannsynligheten derimot er lav, gir dette en mulighet til å øke prisene. Inngangsbarrierer som merkeloyalitet, absolutte kostnadsfordeler, skalafordeler, byttekostnader og reguleringer fra myndighetenes side vil være avgjørende faktorer for nyetablering. Små inngangsbarrierer gir muligheter for potensielle nykommere å entre bransjen, og de eksisterende bedriftene i bransjen vil bli hindret i å ta ut fullt overskudd⁴⁶.

En sterk merkevare gjør det vanskelig å kapre markedsandeler for nyetablerte. Mediebransjen er preget av merkevarebygging. VG, Dagbladet og TV2 er blant de sterkeste merkevarene innen media i Norge. Medieaktørene er avhengige av sterke merkevarer for å hevde seg i konkurransen, og de store medieselskapene investerer stort for å opprettholde og styrke sine merkenavn. For avisbransjen er det spesielt viktig å fokusere på merkevarebygging siden bransjen opplever fall i opplaget, men også for å heve seg i konkurransen om nettleserne. Papiravisene må være innstilt på endringer både når det gjelder struktur og produkt for å gi leserne en følelse som andre mediekanaler ikke kan gi. For å opprettholde en stabil trend i opplaget må avisene styrke merkevaren og gjøre opplevelsen av å lese avisen unik. For løssalgsavisene vil det å skape merkeloyalitet være en avgjørende faktor for den fremtidige trenden i opplagstallene⁴⁷.

Det foreligger ikke betydelig formelle hindre for å etablere en mediebedrift i Norge. For å etablere seg som kringkaster må man ha konsesjon, og for å få pressestøtte finnes en del krav til nyhetsdekning og lignende. Men det er betydelige markedsmessige etableringshindre knyttet til det å bygge opp en kritisk masse lesere, seere eller lyttere. Videre må det være plass i bransjen for å overleve. Det å bygge seg opp til en viss størrelse fra bunnen av kan være

⁴⁶ Hill og Jones (2001, kapittel 3)

⁴⁷ <http://www.propaganda-as.no/php/art.php?id=214365>

kostbart og dermed innebære en etableringshindring. For å oppmuntre til nyetableringer på avisområdet har myndighetene innført fritak for merverdiavgift og innført pressestøtte. Myndighetene ønsker et bredt spekter av blant annet avistilbud for å ivareta yttringsfriheten.

Selv om etableringshindringene ikke er betydelig store i den norske mediebransjen, er det lite rom for et nytt stort norsk mediekonsern. Som følge av den nye eierskapsloven er det imidlertid økt mulighet for utenlandske mediekonsern til å kjøpe seg opp i norsk medievirksomhet. Dette kan utgjøre en trussel for lønnsomheten i bransjen.

4.2.2.3) Substitutter

Substitutter er produkter eller tjenester som dekker de samme behovene hos kunden, men kanskje på en annen måte. Et substitutt er relativt likt det produktet eller den tjenesten som tilbys i utgangspunktet. Dette medfører at substituttet kan fungere som en erstatning for bransjens egne produkter. Tilgang til substitutter bidrar til redusert etterspørsel og redusert prisnivå.⁴⁸

Substitutter til papiravisen kan være nettaviser, radio og fjernsyn. Mens fjernsyn og radio typisk benyttes som mediekanal om ettermiddagen, kan avisene leses overalt. Ut fra dette kan ikke kanalene betraktes som rene substitutter i det de dekker samme behov i ulike situasjoner.

Løssalgstidene VG og Dagbladet er uten tvil de som er mest utsatt for konkurranse fra Internett. VG har lenge vært Norges mest besøkte nettsted, med Dagbladet i hælene. Det blir dermed avgjørende for avisene at de skaper en klar avgrensing mellom stoffet som legges ut på nett og det som forbeholdes papirutgaven for å gjøre den sistnevnte mer ettertraktet. Når befolkningen tidligere måtte lese mange aviser for å holde seg bredt orientert, kan de fleste i dag nøye seg med færre aviser i tillegg til Internett. De ulike mediekanalene har de senere årene hatt en økt effekt på opplagstallene.

4.2.2.4) Kundenes forhandlingsmakt

Når kundene kan kreve lavere priser eller bedre service og kvalitet blir de sett på som en kompetitiv trussel. Høy kundemakt indikeres av relativt få kunder og mange tilbydere

⁴⁸ Hill og Jones (2001, kapittel 3)

innenfor en bransje. Kundene etterspør store kvanta, det er lave byttekostnader, liten grad av produkt differensiering og økonomisk forsvarlig å etterspørre fra flere bedrifter.⁴⁹

Mediebransjens kunder er publikum og annonsører. Både annonse – og lesermarkedet har endret seg radikalt de siste årene. Når publikum og annonsører skal velge mediekanal er valgfriheten stor. I dag finnes det en lang rekke aktører som tilbyr innhold. Det eksisterer ingen tvil om at kampen om publikum og annonsører er blitt hardere. Reklamemarkedet i Norge vokste da kommersielt TV kom. Gjennom hele 1990 – tallet økte både reklameomsetningen og mediebruken. Mot slutten av 90 tallet ble det en kraftig vekst i antallet kommersielle mediebedrifter, hvilket medførte en hardere kamp om både publikum og annonser.

Som en følge av at mediebransjen i dag består av en rekke kanaler, kan kundene sies å ha en viss forhandlingsmakt. Kundemakten gjenspeiles i lave byttekostnader og valgmulighetene den enkelte kunde står ovenfor. Annonsørene fremstår i større grad med forhandlingsmakt siden de fleste mediene er avhengige av annonseinntekter for å overleve.

Forhandlingsmakten til annonsørene vil kunne bidra til å redusere lønnsomheten i bransjen. I økonomiske nedgangstider reduseres annonseinnslag, noe som innebærer konkurranse om å kapre annonsekroner. Siden økonomien i dag er i en oppsving vil ikke kundemakten i stor grad påvirke lønnsomheten i bransjen.

4.2.2.5) Leverandørenes forhandlingsmakt

Leverandørene i mediebransjen er i hovedsak nyhetsbyråer, billedbyråer og trykkerier. I Norge er det to store nyhetsbyrå, henholdsvis Norsk Telegrambyrå og Avisenes Nyhetsbyrå. Norsk Telegrambyrå (NTB) er landets største nyhetsbyrå, og har som mål å være den ledende leverandøren på nyheter til landets papir- og nettaviser, radio og TV-selskaper. Orkla Media, Schibsted og A-pressen sitter med de største eierandelene, og myndighetene har ingen direkte innflytelse.⁵⁰

Avisens Nyhetsbyrå er skreddersydd for norske lokal- og regionaviser og eies av A-pressen og 31 andre aviser. Også her er leveranse av nyheter til norske nettmedier⁵¹.

⁴⁹ Hill og Jones (2001, kapittel 3)

⁵⁰ <http://www.ntb.no/nyheter/>

⁵¹ <http://www.anb.no/index.shtml>

Når det gjelder trykkerivirksomheten i Norge har de store mediekonsernene etablert egne trykkerier. Distribusjonen er organisert av selskapene selv som også har delvis eller full kontroll. Blant annet utføres en stor andel av trykkingen av Schibsteds aviser i Schibsted Trykk AS. Det finnes ingen nasjonale trykkerikjeder eller distribusjonsselskap som operer i avisbransjen, derfor kan ingen av aktørene utgjøre en trussel mot lønnsomheten på nasjonalt nivå. I de tilfellene hvor en avis har et begrenset valg når det gjelder trykk og distribusjon vil leverandørene ha markedsrett. Noen aviser i landet har organisert trykkerivirksomheten på egenhånd for å kunne trykke avisene sine til konkurransedyktige priser og kvalitet.

Distribution Innovation (DI) er et distribusjonsselskap som eies 60 % av Aftenposten, og 20 % hver av Orkla Media og A-pressen. DI håndterer levering av 270 millioner eksemplarer av 60 ulike blader og aviser i året. Selskapet utvikler og driver de mest moderne og omfattende løsningene for distribusjon av aviser, blader og bokklubbprodukter i Europa, og blir stadig en sterkere konkurrent til posten⁵².

Vi ser at hoveddelen av leverandørene til selskapene innenfor den norske mediebransjen er eid av konsernene selv. Dette betyr at leverandørene ikke kan sies å utgjøre en direkte trussel mot lønnsomheten i bransjen.

4.2.3) Oppsummering ekstern analyse

Vi har gjennom den eksterne analysen identifisert forhold som kan bidra til å påvirke lønnsomheten i bransjen.

Analyse av makroforhold viser at mediebransjen er i en revolusjon kjennetegnet av raske teknologiske endringer. Forbrukernes medievaner endres i takt med fremvekst av nye mediekkanaler. For Schibsted er det viktig å møte den stagnerende etterspørselen i avisbransjen med nye innovative produkter for å opprettholde posisjon i markedet. Mens det er lite som ligger til rette for vekst i markedet for papiraviser, kan nye kanalene være kilder til vekst.

Det blir avgjørende å følge med i utviklingen og investere i dagens vekstområder, som internett- og mobiltjenester, da substitutter bidrar til redusert lønnsomhet i avisbransjen.

⁵² Årsrapport Schibsted (2004)

Rivaliseringen i mediebransjen i Norge er regulert av myndighetene gjennom eierskapsbegrensinger. Disse lovpålagte retningslinjene bidrar til å opprettholde konkurranse mellom de store medieaktørene slik at publikum kan velge mellom et mangfold av aviser og andre mediekanaler. På det nasjonale plan er det lite konkurranse mellom lokale aviser, men rivaliseringen er større når det gjelder løssalgsavisene. VG og Dagbladet tilbys over hele landet, men vil i liten grad konkurrere med lokalavisene. Med dagens lovpålagte begrensninger kan Schibsted kjøpe seg større i avismarkedet.

Kundene har en viss forhandlingsmakt ved at de har en rekke kanaler å velge mellom når det gjelder innhenting av informasjon og annonsering. Leverandørens forhandlingsmakt er imidlertid begrenset siden de store mediekonsernene i Norge har eiendeler i både trykkvirksomhet, distribusjon, informasjons- og billedbedrifter.

Med de begrensningene som mediebransjen er regulert av finnes det lite rom for nye mediekonsern. Schibsted, A-pressen og Orkla Media eier det meste i det norske mediemarkedet. I tillegg har de store eierandeler i skandinaviske land. Samtidig som de norske mediekonsernene kjøper seg opp i utlandet, ser vi en tendens til at utenlandske konsern ønsker innpass i den norske medie verdenen. Dette kan medføre redusert lønnsomhet i bransjen i det konkurransen øker. I sum utgjør disse forholdene en moderat til liten trussel mot lønnsomheten til aktørene i bransjen.

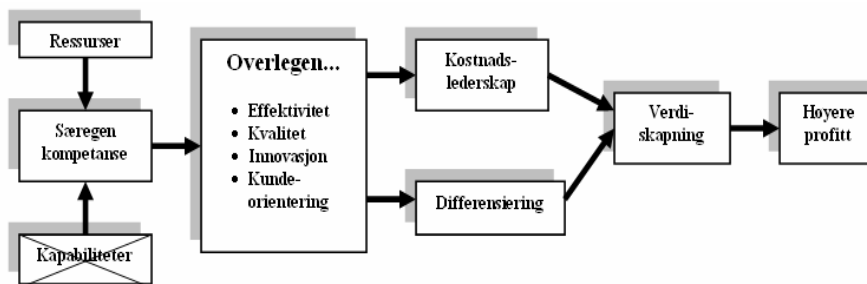
4.3) Intern ressursbasert analyse

Hensikten med en intern analyse er å avdekke selskapets konkurransefortrinn. Begrepet konkurransefortrinn kan sies å være markedsteoriens betegnelse på lønnsomhet, og kan enten være midlertidig eller vedvarende⁵³.

En bedrift har konkurransefortrinn hvis de greier å oppnå høyere avkastning enn gjennomsnittet i sin bransje. Konkurransefortrinn vil være vedvarende hvis den høyere avkastningen oppnås over flere år. Bedre lønnsomhet kan skyldes at bedriften har lavere kostnader og/eller et bedre produkt enn konkurrentene. Disse to alternative måtene å skape lønnsomhet på kan ses i sammenheng med valg av generisk strategi. Bedriftene er avhengige av å ha en strategi som konkretiserer hvordan de ønsker å posisjonere seg i markedet. Det finnes to ytterpunkter av forretningsstrategier, henholdsvis differensiering og kostnadslederskap. Differensiering innebærer å tilby produkter som skiller seg ut fra konkurrentenes produkter. Slik kan man øke kundenes preferanser for produktet, og dermed betalingsvillighet. Kostnadslederskap betyr at man satser på lave kostnader. Bedriften tilbyr da identiske produkter som sine konkurrenter, men til en lavere kostnad og dermed lavere pris.

Som teoretisk grunnlag benytter vi oss av følgende rammeverk

Figur 4.3 “The Roots of competitive advantage”⁵⁴



En bedrifts særegne kompetanse kan forklares ved at de har ressurser og kapabiliteter som gir overlegen effektivitet, kvalitet, innovasjon og/eller kundeorientering. Bedriften kan realisere fortrinn ved å velge en passende forretningsstrategi. Valget avhenger av nivåene på de ulike byggesteinene til et konkurransefortrinn.

⁵³ BUS 424, Strategisk regnskapsanalyse

⁵⁴ Hill og Jones (2001)

Intern-analysen er et verktøy for å avdekke iboende styrker og svakheter. Analysen er viktig i det den identifiserer styrker og svakheter som må sees i sammenheng med trusler og muligheter som ble avdekket i den bransjeorienterte analysen.

4.3.1) KIKK-analyse

Det finnes fire generiske byggesteiner som skaper konkurransefortrinn. Om disse byggesteinene er unike i forhold til konkurrentenes, gir dette bedriften mulighet til å differensiere sine produkter. Dette kan resultere i økt verdifølelse overfor kunden. Bedriften kan alternativt drive kostnadseffektivt og tilby billigere produkter enn sine konkurrenter. De fire byggesteinene er Kostnadsstruktur, Innovasjonsevne, Kvalitet og Kundeorientering.

Et **kostnadseffektivt** firma vil ha lavere kostnader enn sine konkurrenter. Lavere kostnader kan resultere i høyere profitt, men gir også mulighet for lavere priser og økt markedsandel. Kostnadseffektivitet kan være en forutsetning for god lønnsomhet i tilfellet med moderat eller sterk tilstedeværelse av konkurransekraftene⁵⁵. Gjennom de siste årene har avisbransjen vært preget av fallende opplag. Dette har medført at avisene generelt har måtte foretatt innsparinger og effektivisering for å overleve nedgangstidene. Det er liten tvil om at Schibsted har store utfordringer i sine norske aviser.

Schibsted Trykk har i 2004 produsert aviser for Aftenposten, VG og Dagsavisen. Dette trykkeriet er Norges største avistrykkeri og i løpet av en uke produseres om lag 7 millioner aviser/trykksaker. Dagsavisene produseres i ca. 250 millioner eksemplarer pr. år, mens de øvrige trykksakene til sammen utgjør omtrent 100 millioner eksemplarer årlig⁵⁶. I 2004 sto Schibsted Trykk for 52,9 % av opplaget til VG⁵⁷.

Tidningstryckarna Svenska Dagbladet AB står for produksjonen av Aftonbladet og Svenska Dagbladet, og er et av de største avistrykkeriene i Sverige. I februar 2005 ble det inngått avtale om salg av trykkeriet til konsernet JMS på grunn av nødvendigheten for modernisering⁵⁸.

⁵⁵ Hill og Jones (2001, kapittel 4)

⁵⁶ Årsrapport Schibsted, (2004)

⁵⁷ <http://www.strykk.no/portal/> (<http://www.vg.no/vginfo/vg2004.pdf>)

⁵⁸ Årsrapport Schibsted (2004)

Både de norske og svenske avisene produseres av store trykkerier, og en produksjon av en slik størrelse vil således være en kilde til stordriftsfordeler og lave enhetskostnader, noe Schibsted kan dra fordel av.

Innovasjon betyr fornyelse eller utvikling av eksisterende produkter eller prosesser, og kan sees på som den viktigste kilden til et varig konkurransefortrinn i mediebransjen. En suksessfull innovasjon vil gi bedriften noe unikt. Med noe unikt kan man kapre nye kundegrupper og oppnå høyere pris enn konkurrentene. Innovasjonen kan også være av en slik art at den gir bedriften muligheter til å redusere enhetskostnadene, og på den måten få et ytterligere konkurransefortrinn. Innovasjonsevne er et viktig konkurransefortrinn siden det kan bidra til å motvirke konkurransekraftene gjennom en bedre organisering og gjennomføring av aktivitetene i verdikjeden enn konkurrentenes⁵⁹. Som en følge av at avisbransjen har vært relativt turbulent de siste årene, har Schibsted hatt økt fokus på innovasjon. Nyskaping er et av fire elementer de har identifisert som er viktige for å lykkes. Økt evne til nyskaping vil være avgjørende for konkurransekraften i fremtiden. Kjerneproduktene til Schibsted er avisene, og ut fra den eksterne analysen kom vi frem til at disse produktene er modne og opererer i delvis stagnerende markeder. Nyskaping blir derfor avgjørende for å gjøre avisene til produkter som foretrekkes fremfor andre mediekanaler. I tillegg til å videreutvikle kjerneproduktene, søker Schibsted vekst og utvikling innen nye medier.

Morgenutgaven til Aftenposten la i januar 2005 om til tabloidformat som et ledd i arbeidet med å gjøre avisen mer moderne. Parallelt med morgenutgavens overgang til tabloid, ble aftenutgaven tillagt en mer moderne design og en tydeligere struktur innenfor de forskjellige stoffkategoriene lokale nyheter, nytte og opplevelse. VGs redaksjon har også som mål å drive en kontinuerlig produktutvikling. Det arbeides mye med å endre avisens visuelle presentasjon, og det fokuseres på et bredere stoffutvalg i nyhetsarbeidet. Mye av utviklingsarbeidet har vært rettet mot helgeavisene og ser ut til å ha blitt godt mottatt i lesermarkedet⁶⁰.

Nettutgavene av avisene kan sies å være en innovasjon i seg selv. VG Nett har arbeidet med å utvikle og ta i bruk annonseformater som bedre utnytter at større deler av befolkningen har tilgang til bredbånd. Filmannonsering og nyutviklede redaksjonelle tjenester for TV og

⁵⁹ Hill og Jones (2001, kapittel 4)

⁶⁰ Årsrapport Schibsted (2004)

dataspill er med på å styrke fokus på underholdningen. VG mobil har blant annet utviklet og implementert et annonsestyringssystem for visning av annonser på mobiltelefoner⁶¹.

Avisenes fokus på produktutvikling er viktig i den harde kampen mot andre mediekanaler som skapes i den raske teknologiske utviklingen. Det blir stadig viktigere for avisene å fokusere på avisenes unike sider i forhold til andre informasjonskanaler, og utvikling av disse.

Når det gjelder innovasjon er Schibsted dessuten avhengige av sine menneskelige ressurser. Her er kompetanse og kompetanseutvikling hos de ansatte viktig for å møte og tilpasse seg endringene i mediebransjen. Det legges stor vekt å rekruttere riktige medarbeidere, siden en dyktig stab kan avgjøre suksess eller fiasko. Schibsteds ledere og medarbeidere er den viktigste kilden til utvikling, vekst og lønnsomhet. Konsernet har som mål å være ledende innenfor sine satsingsområder, og er dermed avhengig av å kontinuerlig utvikle dyktige ledere og ansatte.

Med **kvalitet** menes at produktet eller tjenesten har den holdbarheten og de egenskapene man forventer. Høy kvalitet kan gi konkurransefortrinn fordi det øker produktverdi og betalingsvilje hos kundene, noe som kan bidra til at man oppnår en høyere pris for produktet. Med det mangfoldet av aktører som finnes i avisbransjen, har kvalitet avgjørende betydning for å lykkes. Fokus på kvalitet vil gi avisene troverdighet, også i forhold til nye mediekanaler⁶².

Mediebransjen i Norge består av en rekke kjente merkenavn. I avisenes møte med konkurransen fra nye substitutter og inntrengere er oppbygging av merkevare viktig. Schibsted opererer med merkevareledelse som sin kjernekompetanse. De har sterke merkenavn som VG og Aftenposten. For å møte den høye endringstakten og økte konkurransen fra andre medier legges det stor vekt på å utvikle sterke, tydelige og relevante merkevarer. Målet er å bidra til at brukerne opplever produktene som tydelige og i samsvar med deres behov. Det er ingen tvil om at det byr på store utfordringer å skape merkevare for produkter som endrer innhold 365 dager i året. Avis som merkevare skapes av en rekke faktorer. Artikler, layout, bilder, annonseinhold, reklame, leveringskvalitet og

⁶¹ Årsrapport Schibsted (2004)

⁶² Hill og Jones (2001, kapittel 4)

produktutvikling er alle faktorer som ligger til grunn for en merkevare. Innsikt og kunnskap om markedet står sentralt i et merkevareperspektiv⁶³.

VG er et produkt som er svært godt kjent i befolkningen og utfordringen ligger i påvirke leserne til å kjøpe avisen hyppigere. VG er som løssalgsavis avhengig av en aktiv kjøpshandling hver dag, hvilket innebærer at antall utsalgssteder også er av sentral betydning. VG har de siste årene investert mye på å fremme avisens navn, og i 1994 ble konseptet ”*Dagen er ikke helt den samme uten*” skapt. VG har hatt suksess med sine reklamefilmer, og i 2004 toppet de listene for ”best likte” og ”best husket” reklame⁶⁴. Gjennom strategisk fokus på reklame har VG gjennom tidene opparbeidet seg et sterkt merkenavn. Med dette har de blant annet oppnådd 7. plass på listen over sterkeste merkevarer blant unge i Norge⁶⁵.

Aftenpostens visjon i dag er at avisen skal være Norges beste og derigjennom foretrukne informasjonsbedrift. De operer med slagordet ”kvalitet i alt vi gjør”, noe som skal sikre avisen en sentral og respektert posisjon i samfunnet. Som overordnet redaksjonelt mål har avisen at den skal være Norges ledende avis. Avisen vektlegger at de skal ha en kvalitet som skal sikre respekt og innflytelse i den offentlige debatten. Videre har de som mål at morgenutgaven skal være landets ledende nyhetsavis. Typiske lesere av Aftenposten er i stor grad representert av mennesker med høyere utdanning og inntekt enn gjennomsnittsbefolkningen⁶⁶.

I følge norsk kundebarometer 2005, en undersøkelse utført av handelshøyskolen BI, topper Aftenposten og VG listen over avisene med mest lojale kunder. På en skala fra en til hundre er Aftenposten rangert høyest på listen med 84,7 poeng, mens VG kommer på en andreplass med 81,8 poeng. Når det gjelder kundenes tilfredshet med produktet er Aftenposten på toppen med 72,8 poeng, mens VG ligger på en tredjeplass med 63,8 poeng. Å måle kvalitet er vanskelig, men lojalitet og tilfredshet beskriver hvordan produktene er oppfattet av kundene. Tallene fra norsk kundebarometer indikerer at både VG og Aftenposten er sterke merkenavn i Norge i dag⁶⁷.

Av Schibsteds svenske aviser var Aftonbladet først ute med å etablere en helhetlig merkevarestrategi. Strategien ble definert for første gang mot slutten av 90 – tallet og fungerer

⁶³ Årsrapport Schibsted (2004)

⁶⁴ Årsrapport Schibsted (2004)

⁶⁵ TNS gallup

⁶⁶ <http://home.hio.no/~annefugt/redkultoppg.html>, Årsrapport Aftenposten (2004)

⁶⁷ BI Norsk kundebarometer (2005)

som et fundament ved strategisk utvikling av merkevaren. Strategien revideres hver 1000. dag. Svenska Dagbladet etablerte sin merkevarestrategi i forbindelse med overgang fra fullformat til tabloid høsten 2000. Strategien har lagt grunnlag for leserorientering, reposisjonering av merkevaren og interne kulturendringer. I 2004 ble Svenska Dagbladet tildelt Signumpriset, som er en pris som deles ut til det nordiske selskapet som forvalter sin merkevare best⁶⁸.

Kvalitet springer ut av et godt merkenavn, og Schibsted har, med sine 4 største aviser, et konkurransefortrinn i markedet.

For å oppnå god **kundeorientering** må bedriften være bedre enn konkurrentene sine til å identifisere og tilfredsstille kundenes behov. Er kunden fornøyd med bedriften, vil de verdsette bedriftens produkter høyere, noe som skaper differensieringsmuligheter. Å øke kvaliteten til et produkt eller en tjeneste står også i samsvar med god kundeorientering, på samme måte som å forbedre eller utvikle nye produkter for å tilfredsstille kundens behov⁶⁹.

Schibsted som aviskonsern står ovenfor to typer kunder, henholdsvis lesere og annonsører. For å oppnå fornøyde kunder, er det avgjørende at man forstår kundenes behov og at man greier å tilby en attraktiv markedskanal for annonsørene. Norsk kundebarometer har de siste årene rangert Aftenposten på 43. plass og 39. plass blant bedrifter med mest fornøyde kunder. Dette indikerer at Aftenposten har fornøyde kunder, og at kundene dessuten har blitt mer fornøyde med tiden. Forbedringen kan forklares med omleggingen til tabloid⁷⁰.

Både Aftenposten og VG har foretatt endringer for å gjøre avisene mer innholdsrike. I 2004 lanserte VG en storstilt forbedring av helgeavisene hvor sideantallet ble økt til 80 sider fredag, lørdag og søndag. Fredagsutgaven fikk en seksjon med personlig økonomi og en større tv-seksjon. En featureseksjon ble relansert i lørdagsutgaven. Søndagsutgaven ble tykkere og mer innholdsrik med utvidelse av featurestoff, en egen seksjon for helse, bil og motor samt at det ble satset på bedre og flere nyheter. Nettavisen arbeidet systematisk med å utvikle og ta i bruk annonseformater som utnytter befolkningens tilgang til bredbånd. Aftenposten ble som kjent fornyet ved at morgenutgaven fikk nytt format og strukturendringer av aftenutgaven. Dette er noen av Schibsteds handlinger for å møte og tilfredsstille kundebehov.

⁶⁸ Årsrapport Schibsted (2004)

⁶⁹ Hill og Jones (2001, kapittel 4)

⁷⁰ <http://www.propaganda-as.no/php/art.php?id=212428>

KIKK-analysen viser at Schibsted har sine interne konkurransefortrinn i form av skalafordeler, evne til nyskaping, sterke merkevarer, ansatte og kundefokusering. Fra et ressursbasert perspektiv kan vi identifisere hvilke ressurser som er kilder til midlertidig eller vedvarende konkurransefortrinn. En SVIMA-analyse er et verktøy som benyttes for å kategorisere de mest verdifulle ressursene bedriften besitter.

4.3.2) SVIMA-analyse

Ressursperspektivet går ut på å kartlegge bedriftens ulike ressurser. Ressurser er innsatsfaktorer som påvirker bedriftens relative evne til å iverksette strategier. For at en ressurs skal skape varige konkurransefortrinn må den være sjelden, verdifull, ikke-imiterbar, mobiliserbar og approprierbar. Dersom ingen av kravene er oppfylt vil ressursen ikke gi grunnlag for merrentabilitet. Om en ressurs kun oppfylder kravet om å være verdifull, vil den skape en avkasting lik kravet. Videre vil en ressurs skape merrentabilitet på kort sikt hvis den er både verdifull for kunden og sjelden i markedet. For at ressursen skal være en kilde til vedvarende konkurransefortrinn må den imidlertid oppfylle alle kravene. Ressurser som ligger til grunn for en strategisk fordel er viktig å identifisere, utvikle og vedlikeholde. Det er disse ressursene som gir grunnlaget for om virksomheten kan budsjettere med en rentabilitet over gjennomsnittet i bransjen i fremtiden⁷¹.

S: Sjeldne ressurser

Sjeldenhet vil si at konkurrenter ikke har en ressurs i lik mengde og kvalitet. Dersom flere konkurrenter har samme ressurs kan ikke dette forklare forskjellene i lønnsomhet mellom bedrifter. Sjeldne ressurser kan åpne for monopolgevinster på kortere sikt, men vil kun være en forbigående fordel for bedriften da ressursen vil bli eksponert av flere og flere.

V: Verdifulle ressurser (viktig)

En verdifull ressurs har stor effekt på bedriftens kostnader, kundens betalingsvilje eller begge deler. Dette er en forbigående fordel da disse lett kan kopieres på lang sikt. Preferanser hos kunden endres også gjennom trender i samfunnet og konkurrenter skaper nye behov gjennom innovasjon.

⁷¹ BUS 424 Strategisk regnskapsanalyse

I: Ikke imiterbare

For at ressursene skal skape varige konkurranse fortrinn er det avgjørende at konkurrentene ikke kan anskaffe seg den aktuelle ressursen gjennom å kopiere eller substituere den. Dersom man har klart å skape ressurser som er vanskelige å imitere, vil denne fordelene overfor konkurrentene vare lenger, og et varig konkurransefortrinn vil dermed være tilstede.

M: Mobiliserbar (effektiv organisering)

Bedriften må være i stand til å konvertere ressursene til økonomiske verdier ved å formulere produktstrategier som utnytter dem. Om ressursen spiller en viktig rolle i den valgte strategien, kan vi si at ressursen er effektivt organisert.

A: Appropriertbarhet.

Dette viser til hvorvidt bedriften sitter igjen med verdiene som skapes. Her er det et skille mellom ressurser bedrifter eier og ressurser de leier. Eide ressurser er typisk merkenavn, databaser, patenter og kapital, og kan med større sikkerhet kanalisere verdiskapingen tilbake til bedriften. Leide ressurser er for eksempel ansattes individuelle kompetanse, deres personlige relasjoner og renommé⁷².

Schibsted har i dag en klar fordel innen merkevare og evne til nyskaping. Konsernet har også fordeler når det gjelder å produsere i stor skala, dyktige medarbeidere og god relasjon til kundene. I det følgende analyseres hvorvidt disse ressursene er kilder til midlertidig eller vedvarende merrentabilitet.

Merkevare

Det har alltid vært drevet merkevarebygging i Schibsted. Gjennom tidene har konsernet opparbeidet sterke merkenavn med VG og Aftenposten i spissen. TV2 er et betydelig merkenavn i fjernsynsmarkedet. Undersøkelser av kundelojalitet viser at befolkningen er lojal ovenfor de ulike avisene, dermed er merkevarebygging svært viktig for bedriftene innen bransjen. Schibsted utvikler merkevarene gjennom innovasjon og utvikling av nye produkter. I det konkurransepregede løssalgmarkedet er det særdeles viktig å ha et sterkt merkenavn. VG og Aftenposten kommer godt ut i de nasjonale merkevareundersøkelsene, og dermed kan denne ressursen betraktes som *sjelden*. Et sterkt merkenavn er en *verdifull* ressurs. Som et resultat av at VG og Aftenposten både på nett og papir har et fortrinn på grunn av tilfredse

⁷² Jakobsen og Lien (2001)

kunder og et godt omdømme, høster de resultater. Dette gjør ressursen *mobiliserbar* i det merkevarene fører til økonomiske resultater. Et sterkt merkenavn er *ikke-imiterbart* siden det vil ta mange år å brenne seg inn i folks bevissthet. VG har et har dobbelt så stort opplag som sin nærmeste konkurrent Dagbladet. VG Nett kan også skilte med en betydelig høyere andel brukere av sine nettaktiviteter. Bak et sterkt merkenavn ligger tillitt, og folk har tillitt til aktører som har hatt et sterkt merkenavn gjennom flere år. Verdien av denne kjennskapen til merkenavnet tilflyter Schibsted som helhet og dermed er kravet til *appropriert* tilfredstilt. Siden alle kravene til vedvarende konkurransefortrinn er oppfylt, vil denne ressursen innebære en strategisk fordel for Schibsted⁷³.

Dyktige medarbeidere

Innenfor de fleste forretningsområder er kunnskap og kompetanse viktige ressurser, og bedriftens resultater er avhengige av medarbeidernes arbeidsinnsats. Nyskaping er avgjørende for å skape nye inntekter og lønnsomhet, og for å møte utfordringene mediebransjen står ovenfor. Videre er nye produkter avgjørende for å skape utviklingsmuligheter for de ansatte. Ressursen dyktige medarbeidere er *viktig og sjelden* fordi menneskene er det viktigste konkurransefortrinn i et marked hvor teknologi er allemannseie og kvalitetsprodukter er en forutsetning. Schibsted har attraktive utviklingsmuligheter og stadig forbedringer av bedriftskulturen, noe som er viktig for å kunne rekruttere og beholde de ansatte. Siden ansatte er en ressurs som kan overflyttes, kan den sies å være imiterbar. Ressursen er *mobiliserbar* siden dyktige folk innen sitt fagfelt fører til resultater som blir omsatt til økonomiske verdier. Verdiskapningen tilflyter bedriften, dermed er ressursen også *appropriert*. Den menneskelige ressurs for Schibsted er altså viktig, sjelden, mobiliserbar og appropriert. Som en følge av at ressursen ikke oppfyller kravet om ikke-imiterbar, vil den kun utgjøre en midlertidig strategisk fordel for Schibsted⁷⁴.

Evne til nyskaping

Nye medier skaper nye medievaner. Økt evne til nyskaping vil være avgjørende for konkurransekraften i fremtiden. Schibsted har ambisjoner om å utnytte sin sterke posisjon til utvikling og vekst innenfor nye medier. Idéutveksling, utvikling og kompetanseflyt er viktige

⁷³ Årsrapport Schibsted (2004)

⁷⁴ Årsrapport Schibsted (2004)

faktorer som skal bidra til nyskaping. Siden kjerneproduktene til Schibsted opererer i delvis stagnerende markeder, blir produktutvikling en nødvendighet.

VGs utvikling de siste 35 årene er en sammenhengende historie i nyskaping. Schibsted er blant de tradisjonelle medieselskapene som har lyktes i å mestre utfordringene og utnytte mulighetene den nye medievirkeligheten gir. Evne til nyskaping er ikke en selvfølge i mediebransjen. Ressursen kan likevel ikke betraktes som *sjelden*, da alle de store norske mediekonsernene driver med nyskaping for å vinne markedsandeler. Ressursen oppfyller derimot kravet om å være *verdifull*. Innovasjon er en avgjørende og verdifull ressurs for fremtidig konkurranseposisjon. Evne til å fornye produkter er videre *imiterbar* siden konkurrentene kan følge opp konkurransen med å tilby like produkter. Dette forutsetter at rivalene har en organisasjon med evne til produktutvikling. Ressursen er *mobiliserbar* i det Schibsteds posisjon som Norges ledende mediekonsern hviler på deres evne til å følge med i utviklingen. Nyskaping er av Schibsted definert som viktig for selskapets overlevelseskraft. Nye produkter skaper dessuten muligheter for utvikling av de ansatte, og et selskap i utvikling vil tiltrekke seg nye talenter. Dermed er ressursen *appropriert* siden bedriften sitter igjen med de verdier som skapes. Denne ressursen er en kilde til et midlertidig konkurransefortrinn siden den er verdifull for kundene, mobiliserbar og appropriert⁷⁵.

Skalafordeler

Aktørene i mediebransjen er store, noe som innebærer muligheter for stordriftsfordeler. Siden dette er en fordel som alle de store norske mediekonsernene i ulik grad kan utnytte, vil ressursen ikke betraktes som *sjelden*. Videre er ressursen *imiterbar*. Selskapene kan til en viss grad studere hverandres løsninger, og tilpasse egne løsninger mot dette. Siden ressursen har stor effekt på bedriftens kostnader, og dermed resultater, er den *verdifull* for selskapet. Ressursen er *mobiliserbar* da Schibsted kan nyte godt av kostnadsfordelene som oppnås. Schibsteds skalafordeler er trolig større enn konkurrentenes. Kostnadseffektivitet har vært og er fortsatt innbakt i strategiene til Schibsted og man har greid å konvertere disse til økonomiske verdier. Som en følge av at Schibsted selv eier trykkeriet som står for mesteparten av deres opplag, kan ressursen sies å være *appropriert*. Siden ressursen ikke er *sjelden* og *imiterbar* vil den kun innebære en midlertidig strategisk fordel for Schibsted.

⁷⁵ Årsrapport Schibsted (2004)

4.3.3) Oppsummering intern analyse

I den interne analysen har vi identifisert Schibsteds interne ressurser og kartlagt hvorvidt disse ressursene innebærer midlertidige eller langsiktige konkurransefortrinn. Skalafordele og evne til nyskaping er immaterielle interne ressurser. Dette er ressurser som konkurrenter ikke kan overta, men som er kopierbare på sikt. Medarbeidere og sterke merkenavn kan imidlertid både selges og overføres. Dermed kan alle ressursene sies å kunne generere merrentabilitet på kort sikt. På lang sikt er det imidlertid kun merkevare som vil være kilde til en strategisk fordel.

4.4) Konklusjon strategisk analyse

Kunnskapen som fremkommer av den strategiske analysen er nyttig da verdidriverne som legges til grunn i fremtidsregnskapet avhenger av strategiske forhold. Den strategiske analysen gir en oversikt over bransjen Schibsted opererer i og et overblikk over konsernets interne ressurser. Mediebransjen er preget av raske teknologiske endringer. Nye mediekkanaler som internett og mobil har dukket opp og er viktige vekstområder. Schibsted har satset stort med en rekke lanseringer av tjenester innenfor disse kanalene. Dette innebærer at deres posisjon som Norges ledende mediebedrift opprettholdes. Avisbransjen er kjennetegnet av lite vekst i en moden fase. Den største trussel er substitutter i form av ulike mediekkanaler. Videre er annonsemarkedet, som er en viktig inntektskilde for avisene, avhengig av den økonomiske utviklingen i landet.

Schibsted kom heldig ut ved endringene i eierskapsloven som trådte i kraft januar 2005. Med de nye bestemmelsene har Schibsted mulighet til å styrke sin posisjon i avisbransjen. Med dagens lovgivning kan Schibsted kjøpe seg opp til 40 % i avismarkedet noe som vil kunne medføre økt lønnsomhet for konsernet. Alt i alt er mediebransjen en bransje i vekst, noe som gir grunnlag for lønnsomhetsvekst. Som følge av vekstmulighetene som mediebransjen står ovenfor, kan vi konkludere med at Schibsted har en strategisk fordel ut fra den bransjen de opererer i. Det foreligger med andre ord en bransjeorientert strategisk fordel.

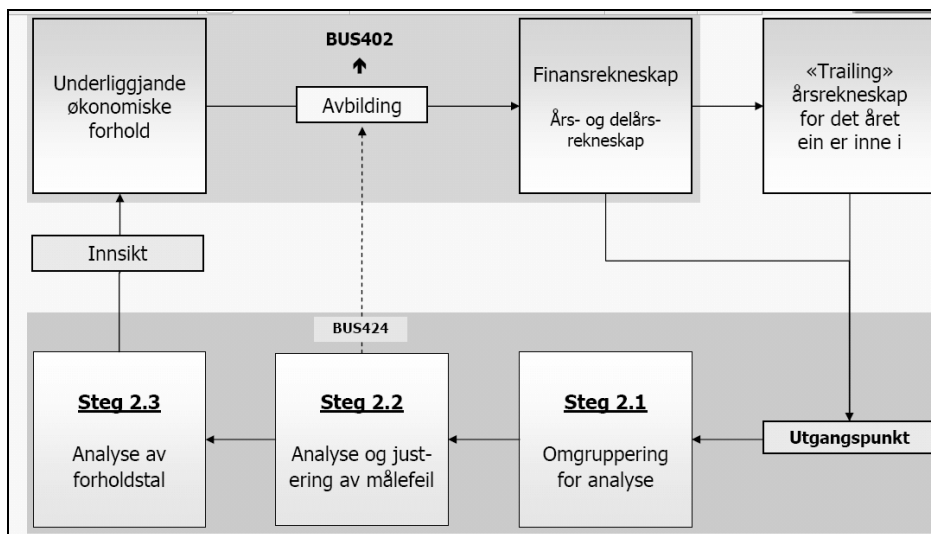
Ut fra den interne analysen kom vi frem til at Schibsted besitter en ressursorientert strategisk fordel med sine sterke merkevarer. Dette er et grunnleggende fortrinn som skaper merrentabilitet på sikt, og ressursen innebærer en vedvarende ressursorientert strategisk fordel for Schibsted. Ressurser som medarbeidere, evne til nyskapning og skalaproduksjon er kilder til merrentabilitet på kort sikt.

05) REGNSKAPSANALYSE

5.1) Rammeverk for regnskapsanalyse

Målet med regnskapsanalysen er å avdekke og klargjøre de underliggende økonomiske forholdene i Schibsted. Videre kan da utvikling og trender i sentrale verdidrivere kartlegges, og Schibsteds interesser gis et grunnlag å fatte økonomiske beslutninger og kontroll ut ifra.

Figur 5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse⁷⁶



Forskjellige interesser vil være interessert i forskjellig informasjon fra et selskap. Siden vi foretar en regnskapsanalyse med det mål å gi en verdsettelse av selskapet, vil regnskapsanalysen i hovedsak være interessant for potensielle investorer og dagens eiere. Vi foretar med andre ord en investororientert regnskapsanalyse.

Investorer ønsker verdirelevant informasjon. Dette er informasjon som gir en god refleksjon av de underliggende verdiene i foretaket. En investororientert regnskapsanalyse fokuserer på egenkapitalen og dens verdiskapning, rentabilitet, lønnsomhet og vekst. Det er nettopp slik informasjon en investor vil være interessert i. Potensielle investorer vil kunne benytte regnskapsinformasjonen til å ta avgjørelser i forhold til eventuell investering i virksomheten, mens dagens eiere kan benytte regnskapsinformasjonen til å ta avgjørelser gjennom styre og generalforsamling og til å utøve kontroll med ledelsen i virksomheten.

⁷⁶ Penman (2003)

Gjennom den strategiske analysen fikk vi innblikk i forhold som kan ligge til grunn for merrentabilitet. Regnskapsanalysen avdekker hvorvidt denne merrentabiliteten er til stede. På basis av innsikt fra strategiske analysen og regnskapsanalysen, blir regnskapet framskrevet og vi får et såkalt fremtidsregnskap.

I forbindelse med regnskapsanalysen er det nødvendig med valg av analysenivå, analyseperiode og sammenligningsgrunnlag. Schibsted er en allsidig mediebedrift og opererer innenfor en rekke ulike mediekkanaler. Vi tar utgangspunkt i Schibsted som konsern når vi senere skal fastslå et verdiesimat. Som nevnt tidligere har vi valgt komparative bedrifter med virkeområde innenfor flere medier. Vi vil derfor ta utgangspunkt i konsernregnskapet i vår analyse. Når det gjelder valg av analyseperiode avhenger dette av om bedriften har vært stabil over tid eller om den har endret karakter. Hvis selskapet kan karakteriseres som stabilt, er det hensiktsmessig med en relativ lang analyseperiode. Mediebransjen er imidlertid en bransje preget av raske teknologiske endringer. Lønnsomheten i mediebransjen følger konjunktorene i økonomien siden bedriftene i stor grad er avhengige av annonseinntekter for å høste inntekter. Mediebransjen ble sterkt preget av stagnasjon i avisbransjen og dårlige økonomiske tider i 2001. Siden har bransjen opplevd et løft i hva som gjelder lønnsomhet og nye vekstområder har bidratt til at konsernene igjen kan presentere gode resultater. Som en følge av at en relativt ustabil bransje og på grunn av beregningsmessige årsaker, velger vi å legge til grunn en analyseperiode på 6 år, fra 2000 til 2005. Vi har som tidligere nevnt valgt å sammenligne Schibsted med de norske aktørene Orkla Media og A-pressen. I tillegg har vi valgt å sammenligne mediekonsernet med Bonnier, som er den største aktøren i det nordiske mediemarkedet. Den regnskapsmessige analysen er gjennomført tilsvarende for de komparative bedriftene for slik å få en oversikt over Schibsteds posisjon i mediebransjen.

Oppsummering av årsregnskapet for regnskapsanalyse

I det følgende presenteres resultatregnskap, balanse og endring i egenkapital for Schibsted-konsernet over analyseperioden.

Tabell 5.1 Resultatregnskap for Schibsted

Konsernresultat NOK mill	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Driftsinntekter	8270	7972	7872	8555	9690	9949
Varekostnad	-1701	-1755	-1730	-1774	-1894	-1968
Lønnskostnader	-2478	-2489	-2423	-2591	-2805	-2958
Avskrivninger	-408	-391	-375	-354	-374	-369
Andre driftskostnader	-3170	-3065	-2795	-3057	-3733	-3795
Driftsresultat før goodwill og andre inntekter og kostnader	513	272	549	779	884	859
Av- og nedskrivning goodwill	-72	-85	-63	-61	-164	0
Andre inntekter og kostnader	96	-131	8	-17	-394	191
Driftsresultat	537	56	494	701	326	1050
Inntekt fra tilknyttede selskaper	382	-338	-67	34	124	176
Finansinntekter	291	143	124	92	49	92
Finanskostnader	-260	-248	-235	-146	-87	-86
Finansielle poster	31	-105	-111	-54	38	6
Ordinært resultat før skattekostnad	950	-387	316	681	412	1232
Skattekostnad	-335	-36	-128	-197	-171	220
Årsresultat	615	-423	188	484	241	1012
Minoritetens andel av årsresultatet	7	8	1	15	68	75
Majoritetens andel av årsresultatet	608	-431	187	469	173	937

Tabell 5.2 Balanse for Schibsted

Konsernbalanse NOK mill	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
EIENDELER						
Utsatt skattefordel	78	65	98	87	198	0
Goodwill og andre immateriell eiendeler	863	868	782	933	1243	0
Immaterielle eiendeler	941	933	880	1020	1441	1471
Varige driftsmidler	3164	2991	2652	2650	2238	2090
Investeringer i tilknytte selskaper	1058	740	822	828	1313	0
Investeringer i aksjer og andeler	193	148	81	79	165	0
Andre finansielle anleggsmidler	242	221	251	259	64	1723
Finansielle anleggsmidler	1493	1109	1154	1166	1542	1723
Anleggsmidler	5598	5033	4686	4836	5221	5284
Varelager	108	99	103	110	106	85
Fordringer	1203	1038	969	1113	1416	1377
Investeringer	83	38	57	47	58	55
Bankinnskudd, kontanter og lignende	537	608	587	810	532	671
Omløpsmidler	1931	1783	1716	2080	2112	2188
Sum eiendeler	7529	6816	6402	6916	7333	7472
EGENKAPITAL OG GJELD						
Aksjekapital	69	69	69	69	69	0
Egne aksjer		-1	-1	-1	-1	0
Overkursfond	76	76	76	76	76	0
Innskutt annen egenkapital					5	0
Innskutt egenkapital	145	144	144	144	149	0
Opptjent egenkapital	2568	1903	1876	2202	2124	2863
Minoritetsinteresser	132	135	162	184	123	266
Egenkapital	2845	2182	2182	2530	2396	3129
Utsatt skatt	104	33	34	58	92	0
Pensjonsforpliktelser	551	595	461	447	479	878
Andre avsetninger for forpliktelser			183	208	7	0
Avsetning for forpliktelser	655	628	678	713	578	878
Langsiktig rentebærende gjeld	1751	2035	1708	1624	1831	1355
Øvrig langsiktig gjeld	15	7	4	2	85	0
Langsiktig gjeld	1766	2042	1712	1626	1916	2233
Kortsiktig gjeld	2263	1964	1830	2047	2443	2110
Sum egenkapital og gjeld	7529	6816	6402	6916	7333	7472

Tabell 5.3 Endring i egenkapital for Schibsted

Endring i egenkapital NOK mill	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Egenkapital 01.01	2401	2845	2182	2182	2530	2431
Endring av regnskapsprinsipp						58
Årsresultat	615	-423	188	484	241	772
Utbytte fra Schibsted ASA	-138	-137	-136	-203	-221	-220
Kjøp/Salg egne aksjer	-17	-71	-16	-22	20	-22
Utbytte fra datterselskap	-8	-10	-8	-18	-22	0
Ny kapital og endring eierandel i datterselskaper	31	10	38	20	-128	173
Verdjustering aksjer						-24
Omregningsdifferanser og annet	39	-32	66	87	24	-39
Egenkapital 31.12.	2845	1139	2182	2530	2396	3129

5.2) ”Trailing” årsregnskap

Siden årsregnskapet for 2005 ennå ikke er kjent, vil vi bruke den informasjonen vi har tilgjengelig til å utarbeide et estimert resultat for 2005. For å få et ferskest mulig resultatregnskap, bruker vi de 4 siste kjente kvartalsrapportene til å utarbeide trailing årsregnskap. På denne måten blir resultatregnskapet for 2005 summen av 4. kvartal 2004, 1. kvartal 2005, 2. kvartal 2005 og 3. kvartal 2005. Trailing balansen er lik balansen fra den siste kjente kvartalsrapporten, altså 3. kvartal 2005. Tall fra 2004 som er unormale bør ikke prege trailing resultatet for 2005. Vi justerer derfor disse tallene bort.

Skattekostnaden i ”trailingåret” finnes som effektiv skattesats, ess, til nå i trailingåret multiplisert med resultatet før skatt i trailingåret fratrukket nettoresultat fra tilknyttet virksomhet.

Dirty surplus i ”trailingåret” finner vi som dirty surplus de tre første kvartalene i 2005 fratrukket nettoresultatet i fjerde kvartal 2004. Nettoresultatet i fjerde kvartal er trailingresultatet i 2005 fratrukket nettoresultatet de tre første kvartalene 2005.

Tabell 5.4 ”Trailing” resultatregnskap

RESULTATREGNSKAP	Q1-Q3, 2005	Q1-Q3,2004	Q1-Q4,2004	justering	2005T
Driftsinntekter	7189	6930	9690		9949
- Varekostnad	1415	1341	1894		1968
- Lønnskostnader	2154	2027	2831		2958
- Avskrivinger	267	274	376		369
- Andre driftskostnader	2755	2693	3733		3795
= Driftsresultat fra egen virksomhet før goodwill og andre inntekter og kostnader	598	595	856		859
- Nedskrivning goodwill	0	0	78	78	0
+ Andre inntekter og kostnader	191	-45	-348	303	191
= Driftsresultat fra egen virksomhet	789	550	430	381	1050
+ Inntekt fra tilknyttede selskaper	136	44	84		176
= Driftsresultat fra egen og driftstilknyttet virksomhet	925	594	514	381	1226
+ Finansinntekter	79	36	49		92
- Finanskostnader	65	66	87		86
= Ordinært resultat før skatt	939	564	476	381	1232
- Skattekostnad	167	148	163	-38	220
= Årsresultat konsern	772	416	313	343	1012
- Minoritetsinteresser	58	55	72		75
= Årsresultat	714	361	241	343	937
+ Dirty surplus	-39				-262
= Fullstendig resultat	675				675

5.3) Omgruppering for investororientert analyse

Formålet med omgrupperingen av finansregnskapet er å få en egnet form på talloppstillingen for å kunne gjennomføre en regnskapsanalyse. Siden vi foretar en investororientert regnskapsanalyse, må vi omgruppere resultat, balanse og kontantstrøm til et investororientert fokus. En slik omgruppering av resultat, balanse og kontantstrøm foregår i fire steg⁷⁷.

5.3.1) Avsatt utbytte omgrupperes fra kortsiktig gjeld til egenkapital

For det første vil man i investororientert analyse se på avsatt utbytte som egenkapital, og ikke som kortsiktig gjeld i overensstemmelse med god regnskapsskikk. Begrunnelsen for dette er at man med et investororientert perspektiv betrakter bedriften som eiere, og eierne kan ikke ha til gode eller krav på penger fra seg selv. Derfor kan avsatt utbytte ikke være gjeld, men må omgrupperes til egenkapital. Betalt utbytte er foreslått utbytte året før pluss avvik mellom betalt i år og forelått i fjor. Avsatt utbytte finner vi under kortsiktig gjeld i balansen. Dette er avsatt utbytte til både majoritet og minoritet. Vi er bare interessert i majoritetens andel av avsatt utbytte. Vi forutsetter at dette er lik betalt utbytte. Dermed får vi ingen avvik mellom betalt i år og foreslått i fjor. Siden betalt utbytte for Schibsted er lik avsatt utbytte året før, får vi ingen estimatavvik. Dermed blir betalt utbytte lik avsatt utbytte året før.

Tabell 5.5 Netto betalt utbytte

NETTO BETALT UTBYTTE	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Betalt utbytte = foreslått året før	121	138	137	136	203	221
+ Kjøp/salg av egne aksjer	17	71	16	22	-20	22
- Andre kapitalinnskudd	0	0	0	6	0	58
+ Andre kapitaluttak	0	0	0	0	0	24
= Netto betalt utbytte, NBU	138	209	153	152	183	209

5.3.2) ”Dirty surplus” omgrupperes fra balanseelement til resultatelement

”Dirty surplus” er brudd på kongruensprinsippet i Regnskapsloven § 4-3 som sier at alle inntekter og kostnader skal resultatføres og inngå i nettoresultatet til egenkapitalen⁷⁸. ”Dirty surplus” er inntekter og kostnader som er ført direkte mot egenkapitalen, og ”hidden dirty surplus” er inntekter og kostnader som er skjulte utenom regnskapet. Dette er inntekter og kostnader som verken er resultatført eller ført direkte mot egenkapitalen, altså ikke regnskapsførte i det hele tatt. I investororientert analyse anses ”dirty surplus” som

⁷⁷ Penman (2003)

⁷⁸ Johnsen og Kvaal, 1999

resultatelement, og må dermed omgrupperes til å inngå i resultatet. Det fullstendige nettoresultatet blir dermed rapportert nettoresultat pluss ”dirty surplus”. Omregningsdifferanser er en post i Schibsteds regnskap som klassifiseres som ”dirty surplus”.

Tabell 5.6 ”Dirty Surplus”

ENDRING I EGENKAPITALEN	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Egenkapital 01.01	2423	2851	2184	2156	2549	2494
+ Årsresultat	608	-431	187	469	173	937
+ Dirty surplus	-42	-27	-62	76	-45	-262
- Netto betalt utbytte	138	209	153	152	183	209
= Egenkapital 31.12	2851	2184	2156	2549	2494	2960

5.3.3) Omgruppering av resultat for å skille mellom normalt og unormalt resultat

Siden unormale eller transitoriske poster er en - eller fågangsposter som bare vil ha innvirkning på en - eller et fåtalls perioder, vil slike poster være forstyrrende for den normale økonomiske utviklingen i et selskap. Slike poster er lite relevante for fremtiden og for fremskriving av regnskapstall. Unormale poster bør med andre ord skilles fra normale poster, slik at man lettere kan se hva som er relevant for fremtidig drift.

Vi har skilt mellom normalt - og unormalt driftsresultat, og normalt - og unormalt finansresultat, og fordelt skattekostnaden på disse resultatene.

Vi har beregnet driftsskattesatsen, og skilt den i normalisert og unormal driftsskattesats.

Tabell 5.7 Fordeling av skattekostnad

FORDELING AV SKATTEKOSTNAD	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Skattekostnad	335	36	128	197	171	220
- 28 % skatt finansinntekt	13	15	9	10	6	26
+ 28 % skatt finanskostnad	36	39	32	20	21	24
- 28 % skatt unormalt finansresultat	31	-6	-8	-5	5	0
= Driftsrelatert skatt, normal og unormal	326	65	159	212	182	218
Driftsresultat, normalt og unormalt	537	56	494	701	326	1 050
= Driftsrelatert skattesats, dss	0,61	1,17	0,32	0,30	0,56	0,21
= Normalisert driftsrelatert skattesats, dss*	0,53					
Avvik dss-dss*	0,0801	0,6403	-0,2055	-0,2249	0,0296	-0,3196

Driftsrelatert skattesats, dss, varierer mye fra år til år. Den normaliserte driftsskattesatsen over analyseperioden er lik 53 %. Dette gir et driftsskatteavvik som vil inngå i netto driftsresultat, og som vil beregnes i tabell 5.8 nedenfor.

Hos Schibsted finner vi andre inntekter og kostnader som består av refunderte pensjonskostnader, restruktureringskostnader, gevinst ved salg av anleggsmidler og gevinst ved salg av datterselskap. Disse postene er unormale poster. I tillegg til disse, har vi nedskrivning på goodwill som inngår i det unormale driftsresultatet.

Det unormale finansresultatet består av agio/disagio og andre finansielle inntekter/kostnader, her avkastning på finansielle investeringer gjennom gevinster og tap ved salg, endring i urealisert tap og mottatt utbytte.

Tabell 5.8 Unormalt netto driftsresultat

UNORMALT NETTO DRIFTSRESULTAT	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Unormalt driftsresultat i eiga verksemd	96	-173	8	-20	-470	191
- dss% på unormalt driftsresultat	58	-202	3	-6	-262	40
+ Unormalt driftsresultat frå tilknytt selskap	0	0	0	0	0	0
+ Dirty surplus	-42	-27	-62	76	-45	-262
- Unormal skatt på normalt driftsresultat	35	147	-100	-162	24	-275
= Unormalt netto driftsresultat	-40	-145	43	224	-277	164

5.3.4) Omgruppering for å skille mellom drift og finansiering

I investororientert regnskapsanalyse ønsker vi å finne ut hvor mye driften kaster av seg, og hvor mye finansieringen koster. Det er derfor viktig å skille mellom drift og finansiering, slik at det omgrupperte regnskapet klart skiller mellom poster som er driftsrelaterte og poster som er finansielle. Dette er det siste steget i omgrupperingen av regnskapet for investororientert analyse.

I omgrupperingen av årsregnskapet har vi altså et skille mellom drift og finansiering. Resultatregnskapet er omgruppert i drift og finansiering, og skattekostnaden er fordelt på drift og finansiering. Balansen har også fokus på drift og finansiering fremfor likviditet, og vi har valgt å fokusere på sysselsatt kapital da dette samsvarer med moderne regnskapsanalyse. Denne kapitalen består av egenkapital og finansiell gjeld, og det er denne kapitalen som er skytt inni selskapet, og dermed sysselsatt av eierne og finansielle långivere.

Vi har nå omgruppert regnskapet til investororientert analyse. Tallene er ikke endret fra utgangspunktet, men oppstillingen gir innsikt i underliggende forhold for den videre analysen av Schibsted.

Tabell 5.9 Omgruppert resultatregnskap

KONSERNREGNSKAP	Symbol	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Driftsinntekter	DI	8270	7972	7872	8555	9690	9949
Varekostnad	VK	1701	1755	1730	1774	1894	1968
Lønnskostnader	LK	2478	2489	2423	2591	2805	2958
Avskrivninger	AVS	408	391	375	354	374	369
Avskrivning goodwill	AVS	72	62	63	61	92	0
Andre driftskostnader	ADK	3170	3046	2795	3054	3729	3795
Sum driftskostnader	DK	7 829	7 743	7 386	7 834	8 894	9 090
Driftsresultat i egen virksomhet	DR	441	229	486	721	796	859
Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	DSK	233	121	256	380	420	453
Netto driftsresultat i egen virksomhet	NDR	208	108	230	341	376	406
Nettoresultat fra driftstilnytte selskap	NRST	382	-338	-67	34	124	176
Netto driftsresultat	NDR	590	-230	163	375	500	582
Netto finansinntekt	NFI	35	40	24	24	15	66
Nettoresultat til SSK	NRS	625	-190	186	399	515	648
Netto finanskostnad	NFK	91	101	83	51	55	62
Netto minoritetsresultat	NMR	7	8	1	15	68	75
Nettoresultat til egenkapital	NRE	526	-299	103	333	392	511
Unormalt nettodriftsresultat og dirty surplus	UNDR	-40	-145	43	224	-277	164
Unormalt netto finansresultat	UNFR	79	-14	-21	-12	12	0
Fullstendig resultat til egenkapitalen	FNRE	566	-458	125	545	128	675
Netto betalt utbytte	NBU	138	209	153	152	183	209
Endring i egenkapitalen	ΔEK	428	-667	-28	393	-55	466

Tabell 5.10 Omgruppert balanse

BALANSEPOSTER	SYMBOL	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	4873	5163	4664	4354	4498	4992	5284
Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	680	655	628	678	713	578	878
Netto anleggsmidler	NAM	4193	4508	4036	3676	3785	4414	4406
Driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	1132	1311	1137	1072	1223	1522	1462
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	1717	2125	1827	1694	1844	2222	1911
Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	-585	-814	-690	-622	-621	-700	-449
NETTO DRIFTSEI GEDELER	NDE	3608	3694	3346	3054	3164	3714	3957
Finansielle anleggsmidler	FAM	409	435	369	332	338	229	0
Finansielle omløpsmidler	FOM	793	620	646	644	857	590	726
FINANSIELLE EIENDELER	FE	1202	1055	1015	976	1195	819	726
SYSSELSETTE EIENDELER	SSE	4810	4749	4361	4030	4359	4533	4683
EGENKAPITAL	EK	2423	2851	2184	2156	2549	2494	2960
MINORITETSINTRESSER	MI	99	132	135	162	184	123	266
Langsiktig finansiell gjeld	LFG	2288	1766	2042	1712	1626	1916	1355
Kortsiktig finansiell gjeld	KFG	0	0	0	0	0	0	102
FINANSIELL GJELD	FG	2288	1766	2042	1712	1626	1916	1457
SYSSELSETT KAPITAL	SSK	4810	4749	4361	4030	4359	4533	4683

5.4) Analyse og justering av målefeil

Selv om årsregnskapet er utarbeidet etter strenge krav og regler i henhold til Regnskapsloven og retningslinjer for god regnskapsskikk, kan det likevel oppstå målefeil i de offentliggjorte regnskapstallene. Målefeil oppstår når det er avvik mellom reelle verdier og regnskapsførte verdier. Det finnes i hovedsak tre typer målefeil.

- 1) Målefeil som skyldes avvik mellom regnskapsføring etter korrekt historisk kost og regnskapsføring til virkelig verdi⁷⁹.
- 2) Målefeil som skyldes avvik mellom regnskapsføring etter regnskapsloven og god regnskapsskikk og regnskapsføring etter korrekt historisk kost⁸⁰.
- 3) Målefeil som skyldes kreativ regnskapsføring. Dette er avvik mellom de rapporterte regnskapstallene i forhold til de regnskapstallene som burde vært rapportert etter god regnskapsskikk⁸¹.

Målefeil kan påvirke vurderingen av budsjett- og verdidriveres fremtidige utvikling, og dermed verdsettelsen av selskapet. Dette er et argument for å justere regnskapet. Utover dette er målet med å justere finansregnskapet å gi et bedre bilde av de underliggende økonomiske forholdene enn det offentlige årsregnskapet gir. Dette kan være en ambisiøs målsetning, som i verste fall kan medføre enda mer støy i regnskapstallene enn det man hadde i utgangspunktet.

Et annet synspunkt er at ingen justering vil være den beste løsningen. Begrunnelsen for dette er at der er en tendens til at målefeil hviker hverandre ut. Dette gjelder spesielt for store bedrifter i "steady state" med mange prosjekt i forskjellige faser i livssyklusen. Dessuten argumenteres det for at verdsetting kan skje uavhengig av graden av målefeil, slik at man ikke trenger å justere regnskapet for målefeil.

Men siden det er potensielt store målefeil i finansregnskapet, og selv om man ikke greier å justere disse fullt ut, vil enhver godt begrunnet justering være med å justere målefeilene. Dette vil dermed være positivt for analysen. Vi har derfor valgt å justere noen av tallene.

⁷⁹ Penman (2003)

⁸⁰ Penman (2003)

⁸¹ Penman (2003)

Aktuelle justeringer for Schibsted er;

5.4.1) Tilbakeføring av goodwill

Schibsted har balanseført kun oppkjøpt goodwill. Egenutviklet goodwill kommer ikke til uttrykk i regnskapet. Siden Schibsted er et av Nordens største mediekonsern kan vi anta at det ligger en del egenutviklet goodwill i selskapets verdi. Denne bør balanseføres og avskrives etter en fornuftig avskrivningsplan. Eventuelt kan en justere for slik skjevhet ved å la være å avskrive den balanseførte goodwillen. På denne måten aksepterer vi å gjøre en feil for å kompensere for en annen.

5.4.2) Justering av pensjonskostnad

Pensjonskrav i Schibsted er vurdert til nåverdi, mens pensjonsmidlene er vurdert til markedsverdi. Disse bør begge vurderes til nåverdi og pensjonskostnaden bør være lik endringen i periodens nåverdi. Men det kan videre argumenteres for at den ”smoothing” som skjer er en måte å justere for ”unormale” forhold ved at verdien av pensjonsmidlene svinger. Derfor er det et kompromiss å justere netto pensjonskrav til virkelig verdi i balansen, men la virkningen av å tilbakeføre ”smoothing” på netto driftsresultat være unormalt.

5.4.3) Justering av netto utsatt skatt

I balansen er netto utsatt skatt, det vil si utsatt skatt minus utsatt skattefordel, rapportert til nominell verdi. Balanseføring av utsatt skattefordel til nominell verdi innebærer en undervurdering av eiendelene, slik at egenkapitalen blir overvurdert da den nominelle verdien ikke tar hensyn til et verdiforringende verdielement. Man får en motsatt virkning, det vil si en undervurdering av egenkapitalen hvis skattefordelen er overvurdert. Netto utsatt skatt bør følgelig justeres til diskontert verdi.

Nåverdien av latent skatt knyttet til et varig driftsmiddel som blir saldoavskrevet kan tilnærmes ved;

$$\boxed{NUS_t^* = \frac{gss}{gss + ndi} \cdot NUS_{t,r}}$$

Hvor gss er den gjennomsnittlige saldosaltsen og ndi er beste underliggende internrenten fra driften etter skatt.

5.4.4) Justering av PR utgifter

Schibsted har utgifter til markedsføring som kan være hensiktsmessig å balanseføre og avskrive over et passende estimat på levetiden. Slike utgifter finner vi under andre driftskostnader, spesifisert i note, som en sammenslått post for PR, reklame og kampanjer. Vi mener at PR utgifter bør balanseføres fordi de kan sees som investering i Schibsteds fremtidige markedsposisjon, som for eksempel kjennskap og omdømme. Siden posten er slått sammen med reklame og kampanjer er vi ikke i stand til å vurdere posten separat, og justering blir derfor ikke mulig. Alternativt kunne vi balanseført hele posten, men velger her å ikke justere.

5.4.5) Justering av driftsrelatert gjeld

Når det finnes en driftsrelatert økonomisk ulempe i fremtiden, skal denne fremskyndes til i dag gjennom en avsetning på beste estimat. Vedlikeholdsutgifter hos Schibsted skal avsettes for dersom disse er periodiske vedlikeholdsutgifter. Men her får vi igjen problemet med at posten er slått sammen med andre kostnadsposter, og vi er dermed ikke i stand til å vurdere posten separat. Vi foretar derfor ikke justering av vedlikeholdsutgifter.

5.4.6) Justering av netto finansiell gjeld

Finansielle eiendeler og gjeld, og dermed netto finansiell gjeld, bør justeres til virkelig verdi i det omgrupperte og justerte finansregnskapet. Etter regnskapsloven skal en del finansielle poster vurderes til virkelig verdi, og dermed er de rapporterte tallene klar for investororientert analyse. Vi konkluderer med at alle finansielle poster i den rapporterte balansen er vurdert til virkelig verdi, og justering av netto finansiell gjeld blir dermed ikke nødvendig.

5.4.7) Justering av minoritetsinteressene

På samme måte som netto finansiell gjeld skal minoritetsinteressene vurderes til virkelig verdi ved investororientert analyse. Siden vi forutsetter at disse er rapportert til virkelig verdi i det rapporterte regnskapet, blir ikke justering aktuelt her heller.

Oppsummering av justeringene

For Schibsted har vi valgt å gjennomføre følgende justeringer

1. Tilbakeføring av avskrivning av goodwill
2. Netto pensjonskrav til virkelig verdi
3. Utsatt skatt til diskontert verdi

Foretatte justeringer for Schibsted er også gjennomført tilsvarende for de komparative virksomhetene. Problemer oppstod imidlertid ved justering av Bonnier. Deres rapporterte regnskapstall ga ikke tilstrekkelig informasjon til å gjennomføre justering av pensjonskostnad og netto utsatt skatt. Vi har derfor valgt å kun gjennomføre tilbakeføring av goodwill justering for Bonnier.

Nedenfor følger oppsummerte virkninger av justeringene, samt oppsummert omgruppert og justert resultatregnskap, balanse og kontantstrøm for Schibsted.

Tabell 5.11 Virkning av justering på fullstendig nettoresultat til egenkapitalen

1) NETTORESULTATET	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Virkning av å tilbakeføre avskrivning på goodwill	52	45	45	44	66	0
Virkning av å justere netto pensjonskrav	53	-97	-3	-104	-32	0
Virkning av å justere netto utsatt skatt	43	-33	-6	-10	21	-25
Virkning på fullstendig nettoresultat til EK	148	-85	36	-70	55	-25

Tabell 5.12 Virkning av justering på egenkapitalen

2) EGENKAPITAL	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Virkning av å tilbakeføre avskrivning på goodwill	231	276	321	365	431	431
Virkning av å justere netto pensjonskrav	192	94	91	-13	-45	-45
Virkning av å justere netto utsatt skatt	80	47	41	31	51	26
Virkning på egenkapitalen	503	417	453	383	437	412

Tabell 5.13 Omgruppert og justert resultatregnskap for Schibsted

KONSERNREGNSKAP	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Driftsinntekter	8270	7972	7872	8555	9690	9949
Varekostnad	1701	1755	1730	1774	1894	1968
Lønnskostnader	2478	2489	2423	2591	2805	2958
Avskrivninger	408	391	375	354	374	369
Andre driftskostnader	3170	3046	2795	3054	3729	3795
Sum driftskostnader	7 757	7 681	7 323	7 773	8 802	9 090
Driftsresultat i egen virksomhet	513	291	549	782	888	859
Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	250	137	272	394	442	449
Netto driftsresultat i egen virksomhet	263	154	277	388	446	410
Nettoresultat fra driftstilknytte selskap	382	-338	-67	34	124	176
Netto driftsresultat	645	-184	210	422	570	586
Netto finansinntekt	35	40	24	24	15	66
Nettoresultat til SSK	680	-144	234	446	585	652
Netto finanskostnad	91	101	83	51	55	62
Netto minoritetsresultat	7	8	1	15	68	75
Nettoresultat til egenkapital	581	-253	150	380	462	515
Unormalt nettodriftsresultat og dirty surplus	54	-276	32	106	-292	134
Unormalt netto finansresultat	79	-14	-21	-12	12	0
Fullstendig resultat til egenkapitalen	714	-544	161	474	183	649
Netto betalt utbytte	138	209	153	152	183	209
Endring i egenkapitalen	576	-753	8	322	0	440

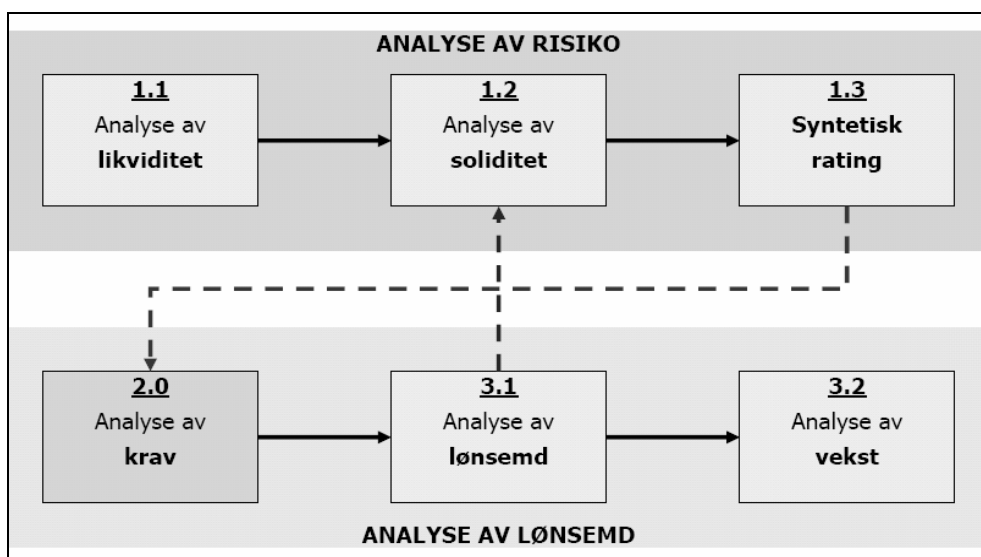
Tabell 5.14 Omgruppert og justert balanse for Schibsted

BALANSEPOSTER	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Driftsrelaterte anleggsmidler	5227	5666	5081	4807	4881	5429	5696
Langsiktig driftsrelatert gjeld	680	655	628	678	713	578	878
Netto anleggsmidler	4547	5011	4453	4129	4168	4851	4818
Driftsrelaterte omløpsmidler	1132	1311	1137	1072	1223	1522	1462
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	1717	2125	1827	1694	1844	2222	1911
Driftsrel arbeidskapital	-585	-814	-690	-622	-621	-700	-449
NETTO DRIFTSEIGEDELER	3962	4197	3763	3507	3547	4151	4369
Finansielle anleggsmidler	409	435	369	332	338	229	0
Finansielle omløpsmidler	793	620	646	644	857	590	726
FINANSIELLE EIENDELER	1202	1055	1015	976	1195	819	726
SYSSELSATTE EIENDELER	5164	5252	4778	4483	4742	4970	5095
EGENKAPITAL	2777	3354	2601	2609	2932	2931	3372
MINORITETSINTRESSER	99	132	135	162	184	123	266
Langsiktig finansiell gjeld	2288	1766	2042	1712	1626	1916	1365
Kortsiktig finansiell gjeld	0	0	0	0	0	0	102
FINANSIELL GJELD	2288	1766	2042	1712	1626	1916	1457
SYSSELSATT KAPITAL	5164	5252	4778	4483	4742	4970	5095

5.5) Rammeverk for forholdstallsanalyse

Målet med forholdstallsanalysen er å kartlegge den selskapsspesifikke risikoen og foreta en rentabilitetsanalyse. Den selskapsspesifikke risikoen består av en analyse av virksomhetens likviditet og soliditet, som oppsummeres gjennom syntetisk rating. Deretter vil vi finne avkastningskravet til egenkapitalen for årene 2000 til 2005, som vil bli brukt som målestokk for rentabiliteten. Til slutt vil vi utføre en rentabilitetsanalyse som innebærer en analyse av lønnsomhet og vekst. Rentabilitetsanalysen vil sammen med den strategiske analysen danne grunnlaget for budsjett og fremtidsregnskap som er tema i kapittel åtte.

Figur 5.2 Rammeverket for forholdstallsanalyse⁸²



⁸² Penman (2003)

06) ANALYSE AV RISIKO

For veldiversifiserte investorer er det kun den systematiske risikoen som er relevant. For kreditorer vil det imidlertid være hensiktsmessig med en regnskapsbasert risikoanalyse siden de vil være interessert i selskapsspesifikke risikofaktorer. Den selskapsspesifikke risikoen vil benyttes som grunnlag for å fastsette et tapstillegg til avkastningskravet til egenkapitalen. For å avdekke den selskapsspesifikke risikoen i Schibsted foretas en likviditetsanalyse og en soliditetsanalyse.

Det vil være hensiktsmessig å sammenligne forholdstallene med et bransjegjennomsnitt for den norske mediebransjen, og et snitt som også inkluderer Bonnier som er den største nordiske aktøren. Ut fra analysen vil vi få et inntrykk av Schibsteds risiko i forhold til den norske og nordiske mediebransjen.

Tabell 6.1 Oppsummering av tidsvektede gjennomsnitt

	Orkla Media	A-pressen	Bonnier	Bransjegjennomsnitt Norden	Bransjegjennomsnitt Norge	Schibsted
Likviditetsgrad 1	2,19	0,548	1,06	1,266	1,369	1,02
Likviditetsgrad 2	1,27	0,198	0,14	0,536	0,734	0,35
Rentedeckningsgrad	7,9	5,69	11,59	8,393	6,795	6,96
Egenkapitalprosent	46 %	42 %	33,40 %	0,405	0,44	39,5
Egenkapitalfinansiering	47	43	34	41,33	45	42,8

6.1) Analyse av kortsiktig likviditetsrisiko

6.1.1) Likviditetsanalyse

Analyse av kortsiktig likviditetsrisiko avdekker om bedriften har likvide midler til å dekke krav etter hvert som de forfaller til betaling. Analysen vil også si om det er sannsynlig at Schibsted vil oppleve en likviditetskrise med fare for konkurs.

Tabell 6.2 Likviditetsgrad 1

KORTSIKTIG RISIKO	År	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Driftsrelatert likviditetsgrad	DOM/KDG	0,66	0,62	0,62	0,63	0,66	0,68
* Vekt i forhold til KG	KDG/(KDG+KFG)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
+ Likviditetsgrad 2	FOM/(KDG+KFG)	0,46	0,29	0,35	0,38	0,46	0,27
= Likviditetsgrad 1	(DOM+FOM)/(KDG+KFG)	1,12	0,91	0,98	1,01	1,13	0,95

Likviditetsgrad 1 gir forholdet mellom finansielle og driftsrelaterte omløpsmidler og kortsiktig driftsrelatert gjeld og kortsiktig finansiell gjeld.

Schibsted har en tidsvektet likviditetsgrad 1 lik 1,02. Den bransjemessige likviditetsgraden inkludert Bonnier er 1,27, hvilket innebærer at Schibsteds likviditet ligger under bransjegjennomsnittet. Siden snittet i den norske mediebransjen er 1,369, tyder dette på at Schibsted har en svakere likviditet sett i forhold til sine norske konkurrenter. Vi ser av tabellen over at utviklingen har vært positiv i årene 2002 til 2004.

Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 omfatter kun de mest likvide midlene, det vil si finansielle omløpsmidler, i forhold til kortsiktig gjeld. For Schibsted er det tidsvektede gjennomsnittet for dette forholdstallet lik 0,35. Også denne graden har hatt en positiv utvikling de siste årene, med unntak fra 2005T. Sammenlignet med et nordisk bransjegjennomsnitt på 0,54, gir dette ytterligere bevis på at Schibsted har en svakere likviditet enn bransjen generelt. Bransjegjennomsnittet blant de norske aktørene er 0,734, noe som medfører at Schibsteds likviditet er enda dårligere på nasjonalt nivå. Vi ser at utviklingen følger samme trend som likviditetsgrad 1, med en økning fra 2002 til 2004, og med en nedgang i 2005T.

6.1.2) Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden er forholdet mellom netto resultat til sysselsatt kapital og netto finanskostnad, og viser i hvilken grad virksomheten klarer å betjene finanskostnadene over driften. Tidsvektet gjennomsnitt for Schibsted er 6,96. Vi ser av tabellen at rentedekningsgraden har hatt en svært god utvikling fra og med 2002. Dette indikerer at

Schibsted har en god dekning av sine finanskostnader. Rentedekningsgraden uttrykker også selskapets evne til å påta seg større låneforpliktelser. Hvis rentedekningsgraden er god har bedriften større mulighet til å øke gjelden.

Tabell 6.3 Rentedekningsgrad

År	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Rentedekningsgrad	7,43	-1,43	2,82	8,73	10,69	10,53

Rentedekningsgraden for bransjen inkludert Bonnier ligger på 8,39. Schibsted har dermed en svakere evne til å betjene finanskostnadene over driften når vi legger det samlede snittet til grunn. Sammenligner vi kun med Orkla og A-pressen er bransjesnittet 6,80, og Schibsted vil dermed ha en høyere rentedekningsgrad enn sine norske rivaler. Med et tidsvektet gjennomsnitt på 6,69 kan Schibsteds rentedekningsgrad i følge Standard & Poors rammeverk for rating sies å være tilfredsstillende med en rating på AA, hvilket er nest best etter rating AAA. Utviklingen i rentedekningsgraden viser en positiv trend i analyseperioden med unntak fra 2001.

6.1.3) Kontantstrømanalyse

Likviditetstillene er statiske beregninger og sier derfor lite om hvordan likviditeten har utviklet seg over tid. Det blir derfor relevant å analysere likviditeten sammen med en kontantstrøm med fokus på endring i finansielle eiendeler.

Tabell 6.4 Kontantstrømanalyse

KONTANTSTRØMANALYSE	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Netto driftsresultat	645	-184	210	422	570	586
+ Unormalt netto driftsresultat	54	-276	32	106	-292	134
- Endring netto driftseiendeler	235	-434	-256	40	604	218
= Fri kontantstrøm fra drift	464	-26	498	488	-326	502
- Netto finanskostnad	91	101	83	51	55	62
+ Endring i finansiell gjeld	-522	276	-330	-86	290	-459
- Netto minoritetsresultat	7	8	1	15	68	75
+ Endring i minoritetsinteresser	33	3	27	22	-61	143
= Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift	-123	144	111	358	-220	49
- Netto betalt utbytte	138	209	153	152	183	209
= Fri kontantstrøm til finansiell investering fra drift	-261	-65	-42	206	-403	-160
+ Netto finansinntekter	35	40	24	24	15	66
+ Unormalt netto finansresultat	79	-14	-21	-12	12	0
= Endring i finansielle eiendeler	-147	-40	-39	219	-376	-93
+ Finansielle eiendeler 01.01	1202	1055	1015	976	1195	819
= Finansielle eiendeler 31.12	1055	1015	976	1195	819	726

Kontantstrømmen viser at fri kontantstrøm fra drift til egenkapital er blitt redusert de to siste årene og at endringen i finansielle eiendeler har vist en negativ trend.

6.1.4) Forfallstruktur finansiell gjeld

Gjennom å analysere forfallstrukturen til den finansielle gjelden får vi et innblikk i risikoen for at selskapet får betalingsproblemer når store lån forfaller til betaling. Fokuset er på dekningen av avdrag og rente gjennom de mest likvide midlene, de finansielle eiendelene.

Dekning av avdrag og rente =

(Finansielle eiendeler 01.01 + Finansinntekt) / Avdrag og rente på finansiell gjeld i løpet av året.

$$(726 + 66) / 62 = \underline{13}$$

Hadde tallet vært 1 ville det betydd at Schibsted hadde finansielle eiendeler og inntekter til å dekke renter og avdrag et år frem i tid. Med en dekningsgrad på 13 vil Schibsted kunne dekke renteutgiftene i 13 år fremover.

Det foreligger ingen lånevilkår som kan sies å skape problemer for Schibsted, og det finnes heller ikke grunnlag for å tro at Schibsted vil oppleve en likviditetskrise⁸³.

⁸³ BUS 424 Strategisk regnskapsanalyse

6.2) Analyse av langsiktig soliditetsrisiko

En analyse av langsiktig soliditetsrisiko har som mål å kartlegge om bedriften har økonomiske ressurser til å stå i mot fremtidige tap.

6.2.1) Egenkapitalprosenten

Egenkapitalprosenten viser hvor stor del av eiendelene som er finansiert med egenkapital og gir et bilde av hvor mye eiendelene kan reduseres før kreditorenes krav kommer i fare. Egenkapitalprosenten kan uttrykkes på tre ulike måter. Egenkapitalen kan enten ses i forhold til totalkapitalen, sysselsatt kapital eller netto driftskapital. Vi har valgt å se egenkapitalprosenten i forhold til totalkapitalen.

Tabell 6.5 Egenkapitalprosent

EGENKAPITALPROSENT	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Egenkapitalen	3354	2601	2609	2932	2931	3372
Totalkapitalen	8032	7233	6855	7299	7770	7884
Egenkapital prosent	0,42	0,36	0,38	0,40	0,38	0,43

Egenkapitalprosenten kan sies å være relativt stabil over analyseperioden. Et vanlig krav på egenkapitalprosenten er at den bør være større enn 30 %⁸⁴. Med et tidsvektet gjennomsnitt i årene 2000 til 2005T på 39,5 % kan vi konkludere med at Schibsted har en god soliditet. Egenkapitalprosenten i bransjen inkludert Bonnier ligger på 40,5 %, hvilket innebærer at Schibsteds soliditet målt ved denne faktoren er tilnærmet identisk med gjennomsnittet til de komparative bedriftene. Bransjesnittet til de norske komparative bedriftene ligger imidlertid på 44 %, hvilket innebærer at Schibsteds soliditet kan betraktes som svakere sett i forhold den norske mediebransjen.

6.2.2) Statisk finansieringsmatrise

Soliditet kan også analyseres gjennom en såkalt statisk finansieringsmatrise siden det er viktig å se soliditeten i sammenheng med finansieringssituasjonen. For at soliditeten kan betraktes som solid, må finansieringen være både stabil og fornuftig. Ved hjelp av en statisk finansieringsanalyse kan man kartlegge kapitalstrukturen i forhold til eiendelene. Jo raskere kurven går i bunn, jo mindre risikabel er finansieringen.

Tabell 6.6 Statisk finansieringsmatrise

	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TK
DAM	3372	266	878	1180	0	0	5696
FAM	0	0	0	0	0	0	0
DOM	0	0	0	175	1287	0	1462
FOM	0	0	0	0	624	102	726
TK	3372	266	878	1355	1911	102	7884

Tabell 6.7 Statisk finansieringsmatrise i prosent

	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TK
DAM	0,592	0,047	0,154	0,207	0,000	0,000	0,722
FAM							0,000
DOM				0,120	0,880		0,185
FOM					0,860	0,140	0,092
TK	0,428	0,034	0,111	0,172	0,242	0,013	1,000

Matrisen viser at ca 43 % av totale eiendeler er finansiert med egenkapital. Egenkapital er den finansieringsformen som er minst risikabel. Kurven faller relativt raskt i bunn, og vi kan dermed konkludere med at finansieringen i 2005T er moderat risikabel. Bedriftene i bransjen inkludert Bonnier har en gjennomsnittlig egenkapitalfinansiering på 41,3 %, noe som tilsier at Schibsted ligger på nivå med bransjen hva angår soliditet. Orkla og A-pressen har en gjennomsnittlig egenfinansieringsprosent på 45 %, hvilket er et ytterligere bevis på at Schibsteds soliditet er svakere sett i forhold de norske mediekonsernene.

6.3) Syntetisk rating

Analyse av risiko kan oppsummeres i syntetisk rating. Syntetisk rating er organisert kredittvurdering i regi av en virksomhet som spesialiserte seg på kredittvurdering. Eksempel på kjente ratingvirksomheter er Standard & Poors⁸⁵ og Moody's⁸⁶. For virksomheter som ikke blir ratet, kan en gjennomføre syntetisk rating, det vil si at en prøver å klassifisere virksomheten i rett risikoklasse på bakgrunn av forholdstallanalyse, spesielt likviditets- og soliditetsanalyse. Vi har valgt å benytte oss av Standard & Poors ratingklasser. Ratingen baseres på fire forholdstall; likviditetsgrad 1 (lg1), rentedekningsgrad (rdg), egenkapitalprosent (ekp) og nettodriftsrentabilitet (ndr). Ved hjelp av disse forholdstallene kan Schibsted klassifiseres i risikoklasser.

Tabell 6.8 Forholdstall

FORHOLDSTALL		2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet
Likviditetsgrad 1	lg1	1,12	0,91	0,98	1,01	1,13	0,95	1,016
Rentedekningsgrad	rdg	7,43	-1,43	2,82	8,73	10,69	10,53	0,395
Egenkapitalprosent	ekp	0,42	0,34	0,36	0,42	0,39	0,43	6,958
Netto driftsrentabilitet	ndr	0,172	-0,045	0,059	0,127	0,16	0,148	0,108

Dette gir følgende rating for Schibsted

Tabell 6.9 Syntetisk rating

SYNTEISK RATING		2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet
Likviditetsgrad 1	lg1	BB	B	B	B	BB	B	B
Rentedekningsgrad	rdg	A	D	BB	AAA	AAA	AAA	AA
Egenkapitalprosent	ekp	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC
Netto driftsrentabilitet	ndr	A	C	BB	BBB	A	A	BBB
Gjennomsnittsrating		BB/BBB	CC	B/BB	BBB	BBB	BBB	BBB

I 2005 har vi en gjennomsnittsrating for Schibsted lik BBB, som innebærer at sannsynligheten for konkurs i løpet av 2006 er under 1 %. Dette er selvsagt svært lavt, og viser at Schibsted er et lite risikabelt selskap. Dette vil igjen reflekteres i en lav kredittsrisikopremie i gjeldsrenten. Gjennomsnittsratingen hos Standard's & Poors er også lik BBB, noe som følger bygges opp under at Schibsted er et lite risikabelt selskap.

⁸⁵ <http://www2.standardandpoors.com/servlet/Satellite?pagename=sp/Page/HomePg&r=1&l=EN&b=10>

⁸⁶ <http://www.moody.com/cust/default.asp>

Bransjen har følgende forholdstall

Tabell 6.10 Bransjens forholdstall

FORHOLDSTALL		2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet
Likviditetsgrad 1	lg1*	1,167	1,153	1,187	1,263	1,660	1,257	1,302
Rentedekningsgrad	rdg*	4,310	2,097	3,287	6,863	9,530	19,583	8,395
Egenkapitalprosent	ekp*	0,367	0,373	0,373	0,370	0,490	0,413	0,403
Netto driftsrentabilitet	ndr*	0,166	0,080	0,152	0,245	0,213	0,349	0,212

Noe som gir oss følgende rating

Tabell 6.11 Bransjens syntetisk rating

SYNETISK RATING		2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet
Likviditetsgrad 1	lg1*	BB	BB	BB	BB	BBB	BB	BB
Rentedekningsgrad	rdg*	AA	BBB	A	AA	AA	AAA	AA
Egenkapitalprosent	ekp*	BB	BB	BB	BB	BBB	BBB	BB
Netto driftsrentabilitet	ndr*	A	BBB	A	AA	AA	AAA	A/AA
Gjennomsnittsrating		BBB	BB/BBB	BBB	BBB/A	A	A	BBB/A

Gjennomsnittsrating for bransjen er BBB/A, Schibsted ligger om lag på dette nivået.

Oppsummering av risiko

Schibsteds ligger under bransjegjennomsnittet med likviditetsgrad 1 og 2 både når det gjelder den norske mediebransjen og bransjen inkludert Bonnier. Dermed kan det virke som om konsernet har en svakere likviditet enn bransjen generelt. Dette bekreftes ytterligere ved at rentedekningsgraden også ligger under gjennomsnittet i bransjen. Soliditeten kan imidlertid sies å være god med en egenkapitalprosent på nivå med bransjen. Schibsted kommer svakere ut med sammenligning kun med de norske aktørene. Egenkapitalfinansieringen er også på samme nivå som de komparative bedriftene.

Totalt sett er Schibsted ratet til BBB, mens bransjen inkludert Bonnier er ratet til BBB/A. Med dette kan vi si at Schibsted er har en middels god likviditet og god lønnsomhet.

6.4) Historiske avkastningskrav

Når investorene gjør investeringer, krever de en avkastning som er minst like stor som avkastningen på tilsvarende investeringer etter at det er tatt hensyn til relevant risiko. Kravet til avkastning blir brukt som målestokk for rentabilitet og underliggende internrente, og som diskonteringsrente for å flytte verdier fra en periode til en annen periode. Hovedfokuset her er at kravet blir brukt som en målestokk for rentabilitet og underliggende internrente. Med dette menes at når eierne skal vurdere om virksomheten er lønnsom for eierne ser man på internrenten (eki), i forhold til egenkapitalkravet (ekk). Eki er internrenten til egenkapitalen, det vil si den vektete internrenten til alle investerings- og finansieringsprosjekt, og egenkapitalkravet er kravet til avkastningen på egenkapitalen. Virksomheten er lønnsom for eierne dersom og bare dersom eki er større enn ekk. Dersom dette ikke er tilfellet kaster virksomheten mindre av seg enn tilsvarende investeringer etter at det er tatt hensyn til relevant risiko. Regnskapsbasert mål er lik $ekr > ekk$, hvor ekr er egenkapitalrentabiliteten det vil si internrenten eki pluss målestøy. Ekk er målestokken for ekr.

6.4.1) Egenkapitalkravet

En måte å beregne egenkapitalkravet er å benytte seg av kapitalverdimodellen⁸⁷. Forutsetning for kapitalverdimodellen er at kapitalmarkedet er ”perfekt” slik at investorene kun får betalt for systematisk risiko, noe som i dette tilfellet er den relevant risikoen. Kapitalverdimodellen er bygd opp slik at kravet til avkastning på egenkapitalen til en virksomhet i periode t er lik;

$$ekk = \text{risikofri rente} + \text{risikopremie} + \text{illikviditespremie}$$

Risikofri rente

Estimat på risikofri rente er 3 måneds effektiv Nibor - rente⁸⁸ med fradrag av et risikotillegg på 10 %. Da egenkapitalrentabiliteten er en nominell rente etter skatt, må sammenligningsgrunnlaget være en nominell rente etter skatt.

⁸⁷ Z.Bodie, A.Kane and A.Marcus og Gjesdal og johnsen.

⁸⁸ <http://www.oslobors.no/ob>

Tabell 6.12 Risikofri rente

	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	00-05
NIKOFRI RENTE							
Nibor-rente, 3 måneder	0,07	0,075	0,072	0,042	0,02	0,022	0,050
- Risikotillegg, 10% av Nibor	0,007	0,008	0,007	0,004	0,002	0,002	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,063	0,068	0,065	0,038	0,018	0,020	0,045
- 28% skatt	0,018	0,019	0,018	0,011	0,005	0,006	0,013
= Risikofri rente etter skatt	0,045	0,049	0,047	0,027	0,013	0,014	0,033

Vi ser ut fra tabell at gjennomsnittlig risikofri rente etter skatt over analyseperioden er lik 3,3 %. Rentenivået i 2004 og 2005 har vært historisk lavt og trekker ned gjennomsnittet i perioden.

Risikopremien

Estimat på risikopremien kan beregnes ved å ta utgangspunkt i risikopremien på Oslo Børs⁸⁹ fra 1958 til 2005. Ved utgangen av september 2005 er den normaliserte risikopremien etter skatt lik 6,2 %. Dette er gjennomsnittlig realisert risikopremie, hvor de 10 % høyeste premiene og de 10 % laveste premiene er fjernet. Gjennomsnittlig risikopremie over analyseperioden er lik 4,5 %.

Som ved risikofri rente må risikopremien til markedet være et nominelt tillegg etter skatt, som følge av at egenkapitalrentabiliteten er en nominell rente etter skatt.

Egenkapitalbeta

Dette kan gjøres for både børsnoterte og ikke børsnoterte virksomheter. Schibsted er børsnotert, og aksjebetaen vil kunne estimeres på basis av historisk kursdata. Denne estimeringen kan vi gjøre selv, eller benytte en beta estimert av for eksempel børsdatabasen ved NHH⁹⁰, datastream eller Dagens Næringsliv. Datastream er et program med kursdata og regnskapsdata for børsnoterte virksomheter over hele verden. Programmet fikk vi tilgang til på biblioteket ved NHH, og fant at datastream opererer med en beta for Schibsted på 0,983. Vi må justere beta på grunn av usikkerhet i betaestimatet. Før vi starter å estimere historisk eller komparativ aksjebeta er det beste estimatet lik aksjemarkedsbetaen på 1,0. Men dette estimatet er selvsagt svært usikkert. Det resulterende betaestimatet 0,983 er usikkert i henhold til underliggende beta. Justert beta er en måte å veie disse to betaestimatene til ett estimat. Vi

⁸⁹ <http://www.oslobors.no/ob>

⁹⁰ (<http://euro.undervisning.nhh.no/borsprosjektet/>),

benytter oss av Merrill Lynch justering, velger vekt v lik $2/3$ slik at den justerte betaen er lik β^* .

$$\beta^* = (2/3) * 0,983 + (1/3) * 1 = \underline{0,989}$$

Gjennomsnittlig egenkapitalbeta for Schibsted er lik 0,989.

Illikviditetspremien

Illikviditetspremien ligger mellom 0 og 5 %. Hvor stor illikviditetspremien er hos Schibsted avhenger av graden av ”markedssvikt” i den aktuelle aksjen, og selskapsspesifikk risiko knyttet til den aktuelle virksomheten. Den selskapsspesifikke risikoen blir kartlagt gjennom kortsiktig og langsiktig risikoanalyse basert på regnskapsinformasjon, det vil si gjennom analyse av likviditet og analyse av soliditet. Vi har valgt å sette premien til 3 %. Dette kan begrunnes med at aksjen er svært likvide på Oslo Børs, samtidig kommer Schibsted noenlunde bra ut av den kortsiktig og langsiktig risikoanalyse.

På bakgrunn av gjennomsnittlig risikofri rente, gjennomsnittlig risikopremie, gjennomsnittlig egenkapitalbeta og gjennomsnittlig illikviditetspremien kan vi nå med hjelp av kapitalverdimodellen finne gjennomsnittlig egenkapitalkrav.

Gjennomsnittlig egenkapitalkrav fra 2000 til 2005 er lik;

$$ekk = 0,033 + 0,989 * 0,045 + 3,00 = \underline{0,108}$$

Neste steg i analysen er å finne egenkapitalkravet år for år. Dette kravet finnes ved ytterligere analyse av finansielle krav.

6.4.2) Krav til avkastning på finansiell gjeld

Finansielt gjeldskrav blir fastsatt av finansielle lånegivere. Gjeldskravet settes på bakgrunn av risikofri rente etter skatt og kredittrisikopremie som fastsettes på basis av syntetisk rating i kapittel 6.3.

Tabell 6.13 Finansielt gjeldskrav

FINANSIELT GJELDSKRAV	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	00-05
Risikofri rente	0,045	0,049	0,047	0,027	0,013	0,014	0,033
+ βFG* risikopremien i markedet	0,000	0,001	0,001	0,001	0,002	0,002	0,001
Rating	BB/BBB	CC	B/BB	BBB	BBB	BBB	BBB
+ Kredittisikopremie	0,023	0,437	0,037	0,011	0,005	0,006	0,087
= Finansielt gjeldskrav	0,068	0,487	0,085	0,039	0,020	0,022	0,120

Vi ser ut fra tabell at gjennomsnittlig gjeldskrav over analyseperioden er lik 12 %. På bakgrunn av reduserende risikofri rente og bedret rating de siste årene, har kravet på finansiell gjeld blitt redusert over analyseperioden, med unntak av en oppgang i 2002 og 2005.

6.4.3) Krav til avkastning på finansielle eiendeler

Det finansielle eiendelskravet blir fastsatt av virksomheten selv. Kontantkravet er lik risikofri rente, finansielt fordringskrav er lik finansielt gjeldskrav og investeringene skjer til kontantkravet tillagt markedspremie.

Tabell 6.14 Finansielt eiendelskrav

FINANSIELT EIENDELSKRAV	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	00-05
Kontantkrav, KON/FE	0,045	0,049	0,047	0,027	0,013	0,014	0,033
* Kontantvekt, v	0,509	0,599	0,601	0,678	0,650	0,924	0,660
+ Finansielt fordringskrav, FOR/FE	0,068	0,487	0,085	0,039	0,020	0,022	0,120
* Finansiell fordringsvekt, w	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
+ Investeringskrav, INV/FE	0,079	0,037	0,058	0,039	0,071	0,076	0,060
* Investeringsvekt, 1-v-w	0,4910	0,4010	0,3986	0,3222	0,3504	0,0758	0,340
= Finansielt eiendelskrav	0,0617	0,0441	0,0513	0,0311	0,0332	0,0189	0,040

Kravet til finansielle eiendeler er redusert de siste årene. Dette skyldes blant annet den lave risikofrie renten de siste årene. Gjennomsnittlig finansielt eiendelskrav er lik 4 % over analyseperioden.

6.4.4) Krav til avkastning på netto finansiell gjeld

Kravet fastsettes ved hjelp av vekting.

Tabell 6.15 Netto finansielt gjeldskrav

NETTO FINANSIELT GJELDSKRAV	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	00-05
Finansielt gjeldskrav	0,068	0,487	0,085	0,039	0,020	0,022	0,120
* FG/NFG	0,000	1,988	2,326	3,773	1,747	1,993	1,971
- Finansielt eiendelskrav	0,062	0,044	0,051	0,031	0,033	0,019	0,040
* FE/NFG	-1,000	0,988	1,326	2,773	0,747	0,993	0,971
= Netto finansielt gjeldskrav	0,062	0,924	0,129	0,061	0,010	0,026	0,202

Gjennomsnittlig netto finansielt gjeldskrav over analyseperioden er lik 20,2 %. Kravet er synkende over perioden.

6.4.5) Selskapsbeta og egenkapitalbeta

Vi velger å måle selskapsverdien med netto driftskapital. Beta til netto driftskapital er en beta som blir fastsatt gjennom vekting av betaen til egenkapitalen, minoritetsinteressene og netto finansiell gjeld. Vi forutsetter at beta til minoritet er lik majoritetens beta, og forutsetter videre at beta til netto finansiell gjeld er lik null. Dette er en implisitt antagelse om at den systematiske risikoen i finansiell gjeld blir balansert med den systematiske risikoen til finansielle eiendeler.

Tabell 6.16 Netto driftsbeta

NETTO DRIFTSBETA	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	00-05
Egenkapitalbeta	0,951	1,087	1,000	0,899	1,074	0,949	0,989
* EK/NDK	0,799	0,691	0,744	0,827	0,706	0,772	0,756
+ Egenkapitalbeta	0,951	1,087	1,000	0,899	1,074	0,949	0,989
* MI/NDK	0,031	0,036	0,046	0,052	0,030	0,061	0,043
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* NFG/NDK	-0,169	-0,273	-0,210	-0,122	-0,264	-0,167	-0,201
= Netto driftsbeta	0,790	0,790	0,790	0,790	0,790	0,790	0,790

Gjennomsnittlig netto driftsbeta er lik 0,790 for Schibsted. Vi har videre forutsatt på bakgrunn av Miller og Modigliani proposisjon 1⁹¹ at verdien av selskapet er uavhengig av hvordan det er finansiert. Man kan dermed forutsette at netto driftsbeta er konstant over tid.

Ut fra finansteori kan dette virke urealistisk, mellom anna på grunn av skattesubsidie ved bruk av gjeld og konkurskostnader. Vi forutsetter allikevel at netto driftsbeta er konstant. Netto driftsbeta blir dermed lik 0,790 over hele analyseperioden. På bakgrunn av dette kan vi nå finne egenkapitalbetaen residualt år for år, og deretter kan vi finne egenkapitalkravet år for år.

Tabell 6.17 Egenkapitalkrav

⁹¹ Brealy og Myers (2000)

EGENKAPITALKRAV	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	00-05
Nibor-rente, 3 måneder	0,07	0,075	0,072	0,042	0,02	0,022	0,050
- Risikotillegg, 10% av Nibor	0,007	0,008	0,007	0,004	0,002	0,002	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,063	0,068	0,065	0,038	0,018	0,020	0,045
- 28% skatt	0,018	0,019	0,018	0,011	0,005	0,006	0,013
= Risikofri rente etter skatt	0,045	0,049	0,047	0,027	0,013	0,014	0,033
+ Justert beta	0,951	1,087	1,000	0,899	1,074	0,949	0,989
* Risikopremie etter skatt	0,058	0,042	0,024	0,033	0,054	0,062	0,046
+ Likviditetspremie	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,030
= Egenkapitalkrav	0,131	0,124	0,101	0,087	0,101	0,103	0,108

Gjennomsnittlig egenkapitalkrav for Schibsted er lik 10,8 % over analyseperioden. Ut fra tabellen ser vi at trenden er fallende fra 2000 til 2005.

6.4.6) Krav til avkastning på netto driftskapital

Nettodriftskravet er et krav basert på vekting av kravene til egenkapitalen, minoritetsinteressene og netto finansiell gjeld.

Tabell 6.18 Netto driftskrav

NETTO DRIFTSKRAV	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	00-05
ekk	0,131	0,124	0,101	0,087	0,101	0,103	0,108
* EK/NDK	0,799	0,691	0,744	0,827	0,706	0,772	0,756
+ mik	0,161	0,154	0,131	0,117	0,131	0,133	0,138
* MI/NDK	0,031	0,036	0,046	0,052	0,030	0,061	0,043
+ nfgk	0,062	0,024	0,129	0,061	0,010	0,026	0,202
* NFG/NDK	-0,169	-0,273	-0,210	-0,122	-0,264	-0,167	-0,201
= Netto driftskrav	0,099	-0,161	0,054	0,070	0,073	0,083	0,036

Gjennomsnittlig nettodriftskrav over analyseperioden er lik 3,6 %. Grunnen til at tallet er lavt har sammenheng med år 2001, hvor netto driftskravet er negativt. Netto driftskravet følger samme fallende trend som egenkapitalkravet.

07) ANALYSE AV LØNNSOMHET OG VEKST

7.1) Analyse av egenkapitalrentabilitet

For å analysere lønnsomheten i Schibsted vil vi først og fremst ta utgangspunkt i egenkapitalrentabiliteten, ekr. Denne vil vi analyseres over tid og bli sammenlignet med bransjen, både på nasjonalt nivå og på nordisk nivå. Rentabiliteten til egenkapitalen sier hvor mye egenkapitalen kaster av seg i form av prosentvis avkastning. Vi bruker etterskuddsrentabilitet siden kravene er regnet på etterskuddsbasis.

Når en bedrift genererer en egenkapitalrentabilitet som er større enn egenkapitalkravet, kan dette bety at der ligger en positiv strategisk fordel, eller superrentabilitet, i bedriften.

Denne fordelten kan komme av en ressursorientert strategisk fordel, eller en bransjeorientert strategisk fordel⁹². Men egenkapitalrentabilitet større enn kravet kan også være et resultat av målefeil i det rapporterte regnskapet. Siden vi har omgruppert årsregnskapet til Schibsted, og gjennomført justeringer i forhold til målefeil, konkluderer vi med at rentabilitet utover krav må innebære at Schibsted generere superprofitt.

Egenkapitalrentabiliteten til Schibsted er framstilt i forhold til egenkapitalkravene til konsernet og egenkapitalrentabiliteten i bransjen i følgende tabell og figurer.

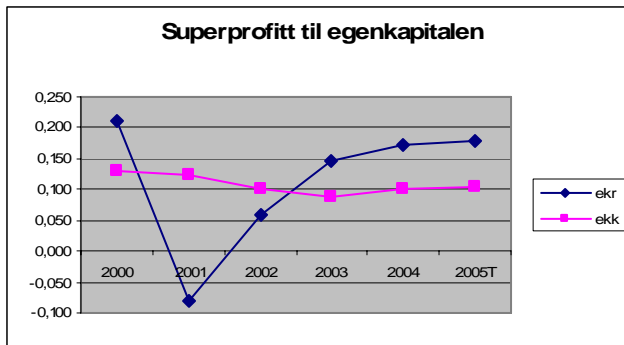
Tabell 7.1 Superprofitt til egenkapitalen

Superprofitt til EK	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet	Nasjonalt	Bransje
Egenkapitalrentabilitet	0,209	-0,082	0,059	0,147	0,171	0,178	0,120	0,118	0,178
- Egenkapitalkrav	0,131	0,124	0,101	0,087	0,101	0,103	0,106	0,118	0,178
= ekr-ek	0,078	-0,206	-0,042	0,060	0,070	0,075	0,014	0,000	0,000

For analyseperioden ser vi at egenkapitalrentabiliteten er større enn kravet i 2000, 2003, 2004 og 2005, og det ser ut til at Schibsted har opparbeidet seg en ressursorientert strategisk fordel i form av superrentabilitet. Tidsvektet gjennomsnittlig egenkapitalrentabilitet over perioden er 12 %, noe som gir en superprofitt på 1,4 % i forhold til det tidsvektede kravet på 10,6 %. Resultatet er fremstilt i følgende figur.

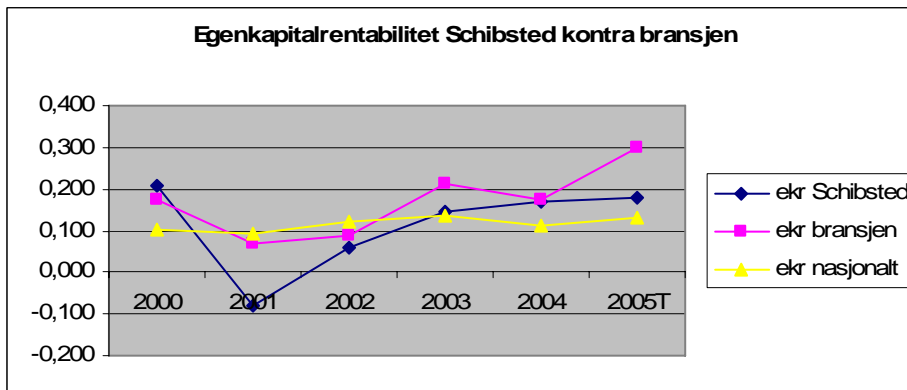
⁹² Penman (2003)

Figur 7.1 Superprofitt til egenkapitalen



Resultatet stemmer godt overens med konklusjonen fra den strategiske analysen, hvor vi kom frem til at Schibsted har opparbeidet seg en strategisk fordel. Egenkapitalrentabiliteten for Schibsted og mediebransjen ser slik ut.

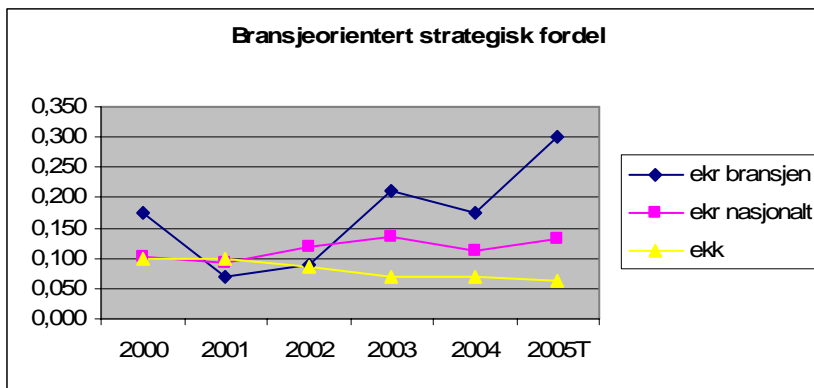
Figur 7.2 Egenkapitalrentabilitet



I forhold til bransjen ser vi at Scibsted har en noe lavere rentabilitet enn sine konkurrenter på nordisk nivå, mens på nasjonalt nivå har Scibsted de siste tre årene hatt en høyere egenkapitalrentabilitet enn sine konkurrenter. Det foreligger med andre ord en ressursorientert strategisk fordel i Schibsted på nasjonalt nivå. Konsernet har et målrettet fokus mot merkevarebygging og innehar en vedvarende strategisk fordel med sine sterke merkevarer. I tillegg besitter de ressurser som ligger til grunn for midlertidige strategiske fordeler. Schibsted greier å generere mer egenkapitalrentabilitet enn sine konkurrenter fordi de greier å bruke sine ressurser på en måte som gir større avkastning enn konkurrentenes anvendelse av sine ressurser.

Videre skal vi analysere egenkapitalrentabiliteten i bransjen på nasjonalt og nordisk nivå i forhold til Schibsteds krav til avkastning på egenkapitalen. En slik analyse gir oss innsikt i hvorvidt det foreligger en strategisk fordel for Schibsted grunnet bransjen de opererer i, altså en bransjeorientert strategisk fordel.

Figur 7.3 Bransjeorientert strategisk fordel



Vi ser at der er en tydelig bransjeorientert strategisk fordel både på nasjonalt og nordisk nivå. Ut fra den strategiske analysen konkluderte vi med at mediebransjen totalt sett er en bransje i vekst, noe som gir mulighet for økt lønnsomhet. Scibsted innehar altså en positiv strategisk posisjon som skriver seg fra at de opererer i mediebransjen.

7.2) Dekomponering av egenkapitalrentabilitet

For å få innsikt i underliggende kilder til lønnsomhet dekomponerer vi egenkapitalrentabiliteten⁹³. Vi bruker netto driftsrentabilitet som basis fordi denne skiller klart mellom drift og finansiering. Egenkapitalrentabiliteten består av nettodriftsrentabilitet og virkningen av finansiell gearing og minoritetsgearing.

Figur 7.4 Rammeverk for dekomponering av egenkapitalrentabiliteten

$$\begin{aligned}
 \text{ekr} &= \frac{\text{NRE}}{\text{EK}} \\
 &= \frac{\text{NDR} + \text{NFI} - \text{NFK} - \text{NMR}}{\text{EK}} \\
 &= \frac{\text{NDR}}{\text{NDK}} \cdot \frac{\text{NDK}}{\text{EK}} - \frac{\text{NFK} - \text{NFI}}{\text{NFG}} \cdot \frac{\text{NFG}}{\text{EK}} - \frac{\text{NMR}}{\text{MI}} \cdot \frac{\text{MI}}{\text{EK}} \\
 &= \text{ndr} + \text{ndr} \cdot \frac{\text{NDK} - \text{EK}}{\text{EK}} - \text{nfr} \cdot \frac{\text{NFG}}{\text{EK}} - \text{mir} \cdot \frac{\text{MI}}{\text{EK}} \\
 &= \text{ndr} + (\text{ndr} - \text{nfr}) \cdot \text{nfgg} + (\text{ndr} - \text{mir}) \cdot \text{mig}
 \end{aligned}$$

Tabell 7.2 Første dekomponering

Egenkapitalrentabilitet	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet	Nasjonalt	Bransje
Netto driftsrentabilitet	0,172	-0,045	0,059	0,127	0,160	0,148	0,108	0,183	0,212
+ Finansiell gearing	0,034	-0,032	-0,003	0,018	0,029	0,048	0,018	-0,069	-0,036
+ Minoritetsgearing	0,004	-0,004	0,003	0,002	-0,018	-0,018	-0,006	0,004	0,003
= Egenkapitalrentabilitet	0,210	-0,082	0,059	0,147	0,171	0,178	0,120	0,118	0,178

Ut fra første dekomponering av egenkapitalrentabiliteten ser vi fra de vektete tallene at nettodriftsrentabiliteten bidrar til hele 90 % av egenkapitalrentabiliteten. Resten skriver seg fra virkninger av finansiell gearing og minoritetsgearing.

Siden netto driftsrentabiliteten er den viktigste kilden til egenkapitalrentabiliteten, vil vi også analysere denne. Netto driftsrentabilitet viser netto driftskapitalens avkastning. Gjennom analyse kan vi videre si noe om utviklingen over tid og i forhold til bransjen.

⁹³ Penman (2003)

Tabell 7.3 Andre dekomponering

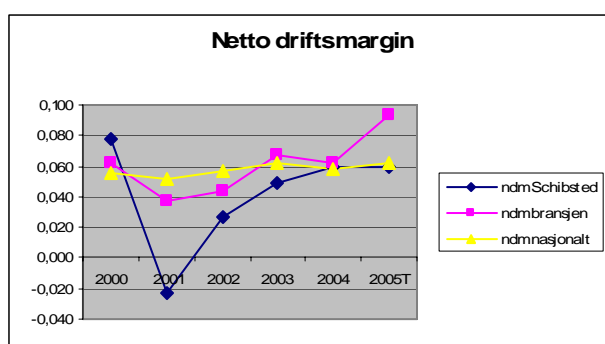
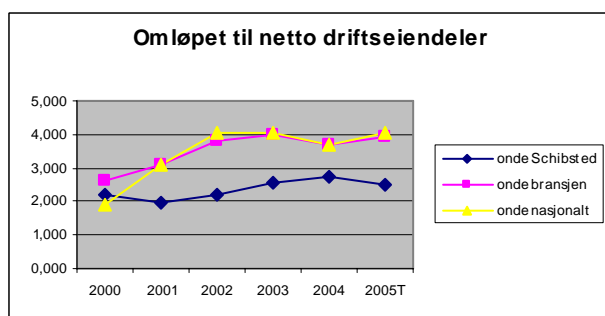
Superrentabilitet	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet	Nasjonalt	Bransje
Nettodriftsrentabilitet	0,172	-0,045	0,059	0,127	0,160	0,148	0,108	0,183	0,212
- Nettodriftskrav	0,095	-0,161	0,054	0,070	0,073	0,083	0,041	0,183	0,212
= Superrentabilitet	0,077	0,116	-0,005	0,057	0,087	0,065	0,067	0,000	0,000

Vi ser ut fra de tidsvektede tallene at Schibsted over analyseperioden oppnår en vektet rentabilitet fra drift på 6,7 % utover det tidsvektede kravet. Dette må skrive seg fra en superrentabilitet fra drift siden vi har justert regnskapet for målefeil. Igjen må vi henviser til den strategiske analysen som også konkluderte med dette. I forhold til bransjen ser vi at Schibsteds netto driftsrentabilitet ligger lavere enn bransjen både på nordisk og nasjonalt nivå.

Netto driftsrentabilitet kan dekomponeres i netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler for å gi en analyse av driften. Netto driftsmargin gir oss netto driftsresultat per krone omsatt, mens omløpet til netto driftseiendeler måler bedriftens evne til å skape driftsinntekter per krone investert, dvs. effektiviteten i kapitalbruken.

Tabell 7.4 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet	Nasjonalt	Bransje
Netto driftsmargin	0,078	-0,023	0,027	0,049	0,059	0,059	0,043	0,058	0,063
* Omløpet til NDE	2,201	1,958	2,230	2,580	2,719	2,508	2,405	3,591	3,587
= Netto driftsrentabilitet	0,172	-0,045	0,059	0,127	0,160	0,148	0,108	0,183	0,212

Figur 7.5 Netto driftsmargin**Figur 7.6 Omløpet til nettodriftseiendeler**

Vi ser at Schibsted har en positiv utvikling i både netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler, hvor begge bidrar til en positiv utvikling i netto driftsrentabilitet. Vi ser også at Schibsteds tall ligger noe under tilsvarende bransjetall, både på nordisk og nasjonalt nivå. Schibsted har en tidsvektet netto driftsmargin på 4,3 % mot nasjonalt bransjetall på 5,8 % og nordisk bransjetall på 6,3 %, mens omløpet til netto driftseiendeler ligger på 2,4 mot 3,6 i bransjen, både på nasjonalt og nordisk nivå. Dette bidrar til at Schibsted oppnår lavere rentabilitet, altså lavere avkastning på kapitalen, enn sine konkurrenter.

7.2.1) Dekomponering av netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler

Netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler kan videre dekomponeres gjennom netto driftsmargin analyse og omløpsanalyse.

Common size resultatregnskap ser på alle postene i regnskapet i forhold til driftsinntektene, noe som gir underliggende innsikt i netto driftsmargin. På denne måten blir selskaper sammenlignbare på tross av størrelse.

Tabell 7.5 "Common size" – resultat

KONSERNREGNSKAP	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet	Nasjonalt	Bransje
Driftsinntekter	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Varekostnad	0,206	0,220	0,220	0,207	0,195	0,198	0,207	0,353	0,342
Lønnskostnader	0,300	0,312	0,308	0,303	0,289	0,297	0,301	0,290	0,281
Avskrivninger	0,049	0,049	0,048	0,041	0,039	0,037	0,043	0,045	0,037
Andre driftskostnader	0,383	0,382	0,355	0,357	0,385	0,381	0,374	0,222	0,260
Sum driftskostnader	0,938	0,963	0,931	0,908	0,908	0,913	0,924	0,910	0,919
Driftsresultat i egen virksomhet	0,062	0,037	0,070	0,091	0,091	0,086	0,076	0,090	0,081
Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	0,030	0,017	0,035	0,046	0,046	0,045	0,038	0,022	0,013
Netto driftsresultat i egen virksomhet	0,032	0,020	0,035	0,045	0,045	0,041	0,038	0,068	0,068
Nettoresultat fra driftstilknytte selskap	0,046	-0,042	-0,009	0,004	0,013	0,018	0,005	0,010	0,009
Netto driftsresultat	0,078	-0,022	0,026	0,049	0,058	0,059	0,043	0,078	0,077
Netto finansinntekt	0,004	0,005	0,003	0,003	0,002	0,007	0,004	0,009	0,007
Nettoresultat til SSK	0,082	-0,017	0,029	0,052	0,060	0,066	0,047	0,087	0,084
Netto finanskostnad	0,011	0,013	0,011	0,006	0,006	0,006	0,008	0,013	0,012
Netto minoritetsresultat	0,001	0,001	0,000	0,002	0,007	0,008	0,004	0,003	0,002
Nettoresultat til egenkapital	0,070	-0,031	0,018	0,044	0,047	0,052	0,035	0,071	0,070
Unormalt netto driftsresultat og dirty surplus	0,007	-0,035	0,004	0,012	-0,030	0,013	-0,005	-0,008	-0,015
Unormalt netto finansresultat	0,010	-0,002	-0,003	-0,001	0,001	0,000	0,000	0,045	0,030
Fullstendig resultat til egenkapitalen	0,087	-0,068	0,019	0,055	0,018	0,065	0,030	0,108	0,085
Netto betalt utbytte	0,017	0,026	0,019	0,018	0,018	0,021	0,020	0,034	0,023
Endring i egenkapitalen	0,070	-0,094	0,000	0,037	0,000	0,044	0,011	0,074	0,062

Vi ser at Schibsteds kostnadsnivå ligger noe over bransjen, men med unntak av lønnskostnader. Schibsted greier bare å oppnå et fullstendig resultat til egenkapitalen på 3 % av driftsinntektene mot 10,8 % og 8,2 % i bransjen på henholdsvis nasjonalt og nordisk nivå.

Common size balansen ser på alle postene i balansen i forhold til netto driftseiendelene, noe som gir innsikt i omløpet til netto driftseiendeler.

Tabell 7.6 "Common size" – balanse

BALANSEPOSTER	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet	Nasjonalt	Bransje
Driftsrelaterte anleggsmidler	1,319	1,350	1,351	1,370	1,376	1,307	1,304	1,340	1,386	1,347
Langsiktig driftsrelatert gjeld	0,172	0,156	0,167	0,193	0,201	0,139	0,201	0,177	0,067	0,156
Netto anleggsmidler	1,147	1,194	1,184	1,177	1,175	1,168	1,103	1,163	1,319	1,191
Driftsrelaterte omløpsmidler	0,286	0,312	0,302	0,306	0,345	0,367	0,334	0,331	0,519	0,604
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	0,433	0,506	0,486	0,483	0,520	0,535	0,437	0,494	0,838	0,795
Driftsrelatert arbeidskapital	-0,147	-0,194	-0,184	-0,177	-0,175	-0,168	-0,103	-0,163	-0,319	-0,191
NETTO DRIFTSEIENDELER	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Finansielle anleggsmidler	0,103	0,104	0,098	0,094	0,095	0,055	0,000	0,069	0,752	0,582
Finansielle omløpsmidler	0,200	0,148	0,172	0,184	0,242	0,142	0,166	0,176	0,433	0,308
FINANSIELLE EIENDELER	0,303	0,252	0,270	0,278	0,337	0,197	0,166	0,246	1,185	0,890
SYSSELSETTE EIENDELER	1,303	1,252	1,270	1,278	1,337	1,197	1,166	1,246	2,185	1,890
EGENKAPITAL	0,701	0,799	0,691	0,744	0,827	0,706	0,772	0,756	1,354	1,179
MINORITETSINTERESSER	0,025	0,031	0,036	0,046	0,052	0,030	0,061	0,044	0,081	0,063
Langsiktig finansiell gjeld	0,577	0,422	0,543	0,488	0,458	0,461	0,310	0,441	0,685	0,591
Kortsiktig finansiell gjeld	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,023	0,005	0,064	0,057
FINANSIELL GJELD	0,577	0,422	0,543	0,488	0,458	0,461	0,333	0,446	0,749	0,649
SYSSELSETT KAPITAL	1,303	1,252	1,270	1,278	1,337	1,197	1,166	1,246	2,185	1,890

Syssele sette eiendeler er hos Schibsted 1,246 av netto driftseiendeler, mot 2,185 og 1,890 i bransjen på hhv nasjonalt og nordisk nivå, mens egenkapitalen er 0,756 mot 1,354 og 1,179 mot tilsvarende tall i bransjen.

7.2.2) Netto finansiell gearing

Netto finansiell gearing er virkningen på egenkapitalrentabiliteten av å bruke netto finansiell gjeld. Finansiell gearing vil bidra positivt på egenkapitalrentabiliteten når driften har større avkastning enn kostnaden ved å bruke finansiell gjeld, og bedriften utnytter dette ved å ha netto finansiell gjeld. Hos Schibsted bidrar netto finansiell gearing til 15 % av egenkapitalrentabiliteten, og vi har valgt å analysere gearingen.

Tabell 7.7 Netto finansiell gearing

Netto finansiell gearing	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet	Nasjonalt	Bransje
Netto driftsrentabilitet	0,172	-0,045	0,059	0,127	0,160	0,148	0,108	0,183	0,212
- Netto finansiell gjeldsrente	0,064	0,073	0,069	0,047	0,054	-0,004	0,047	0,021	0,050
= Netto rentemargin	0,107	-0,118	-0,010	0,080	0,106	0,152	0,061	0,162	0,162
* Netto finansiell gjeldsgrad	0,314	0,270	0,337	0,221	0,276	0,317	0,288	-0,168	-0,045
= Netto finansiell gearing	0,034	-0,032	-0,003	0,018	0,029	0,048	0,018	-0,027	-0,007

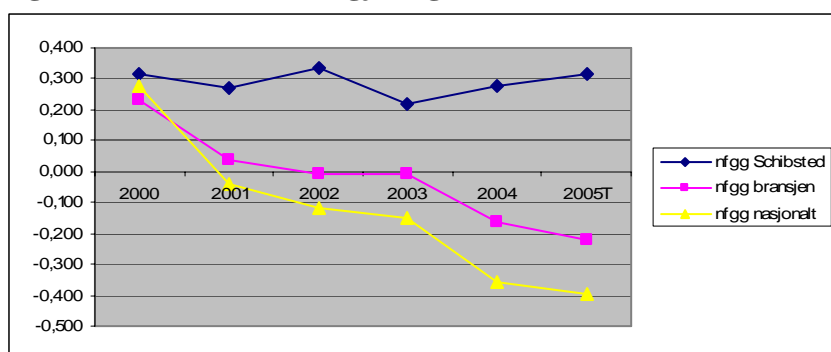
For Schibsted har netto finansiell gearing hatt en positiv virkning på egenkapitalrentabiliteten de siste tre årene. Dette kommer av en positiv rentemargin mellom netto driftsrentabilitet og netto finansiell gjeldsrente, og en positiv netto finansiell gjeldsgrad.

Tabell 7.8 Netto rentemargin

Netto rentemargin	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet	Nasjonalt	Bransje
Netto driftsrentabilitet	0,172	-0,045	0,059	0,127	0,160	0,148	0,108	0,183	0,212
- Netto finansiell gjeldsrente	0,064	0,073	0,069	0,047	0,054	-0,004	0,047	0,021	0,050
= ndr-nfgr	0,107	-0,118	-0,010	0,080	0,106	0,152	0,061	0,162	0,162

Vi ser at driften har kastet mer av seg enn kostnaden ved finansiering de tre siste årene, noe som betyr at det lønner seg å ha finansiell gjeld, noe Schibsted har benyttet seg av. Bruk av netto finansiell gjeld ser slik ut:

Figur 7.7 Netto finansiell gjeldsgrad



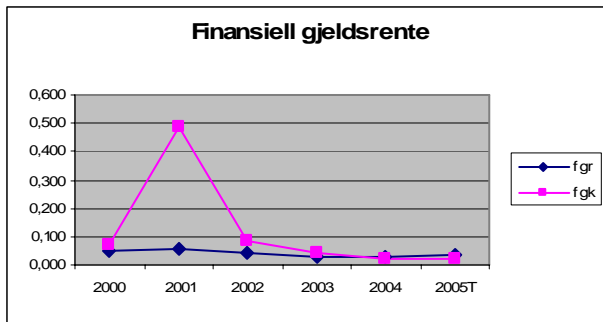
Vi ser at netto finansiell gjeldsgrad for Schibsted er positiv og stabil på rundt ca 30 % av egenkapitalen. Dette er et betydelig høyere nivå enn for bransjen sett på nordisk og nasjonalt nivå.

Netto finansiell gjeldsrente kan videre dekomponeres for å gi innsikt i kilder til netto rentemargin.

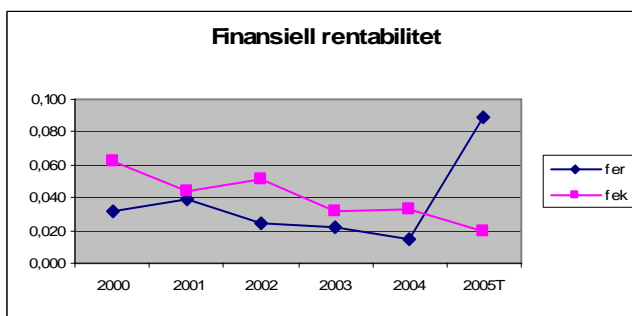
Tabell 7.9 Netto finansiell gjeldsrente

Netto finansiell gjeldsrente	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet	Nasjonalt	Bransje
Finansiell gjeldsrente	0,046	0,054	0,045	0,031	0,032	0,037	0,040	0,044	0,049
* Finansiell gjeldsgrad	2,276	2,210	2,154	2,883	2,343	1,807	2,276	0,434	1,426
Finansiell eiendelsrente	0,032	0,039	0,024	0,022	0,015	0,089	0,038	0,023	0,027
* Finansiell eiendelsgrad	1,276	1,210	1,154	1,883	1,343	0,807	1,276	-0,566	0,426
= Netto finansiell gjeldsrente	0,064	0,073	0,069	0,047	0,054	-0,004	0,047	0,021	0,050

Figur 7.8 Finansiell gjeldsrente



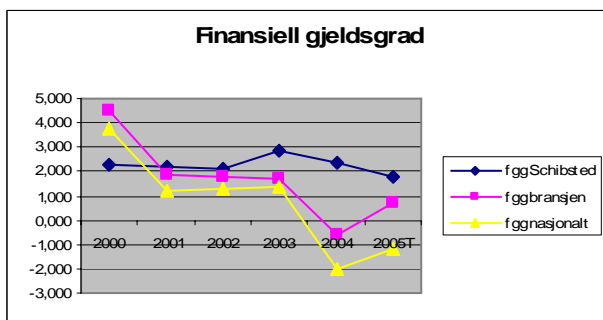
Figur 7.9 Finansiell rentabilitet



Vi ser at finansiell gjeldsrente har ligget forholdsvis stabilt mellom 3 % og 5 %, mens finansiell rentabilitet har økt kraftig det siste året. Utviklingen i disse forklarer også utviklingen i netto finansiell gjeldsrente.

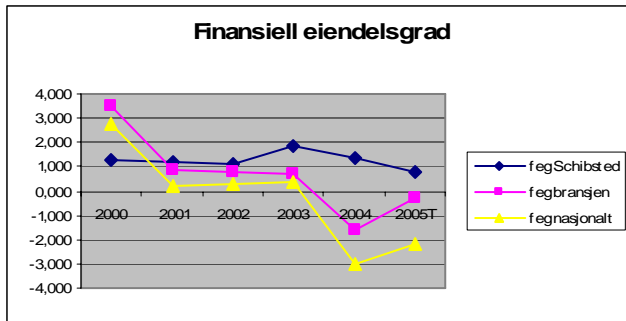
Finansiell gjeldsgrad og eiendelsgrad i bransjen ser slik ut;

Figur 7.10 Finansiell gjeldsgrad



Vi ser at Schibsted har en høyere finansiell gjeldsdel i bransjen både på nordisk og nasjonalt nivå. Forskjellen har imidlertid blitt mindre det siste året.

Figur 7.11 Finansiell eiendelsgrad

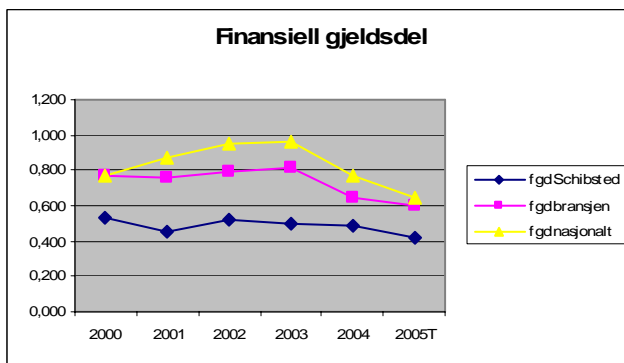


Vi ser den samme utviklingen for finansiell eiendelsgrad som for finansiell gjeldsgrad. Den finansielle eiendelsgraden hos Schibsted er høyere enn bransjen, både på nordisk og nasjonalt nivå. Også her har forskjellen blitt mindre det siste året.

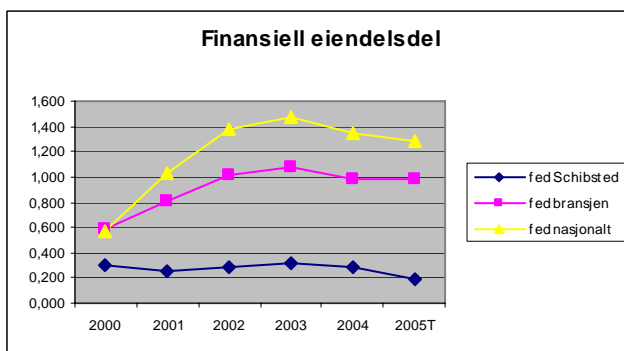
For å kunne si noe om budsjettdriverne i fremtiden har vi også sett på finansiell gjeldsdel og finansiell eiendelsdel til Schibsted og bransjen over analyseperioden.

Finansiell gjeldsdel og finansiell eiendelsdel viser finansiell gjeld og eiendeler i forhold til netto driftseiendeler. I bransjen ser dette slik ut;

Figur 7.12 Finansiell gjeldsdel



Figur 7.13 Finansiell eiendelsdel



Vi ser at Schibsted har hatt både en lavere finansiell gjeldsdel og en lavere finansiell eiendelsdel enn bransjen bære på nordisk og nasjonalt nivå.

7.2.3) Minoritetsgearing

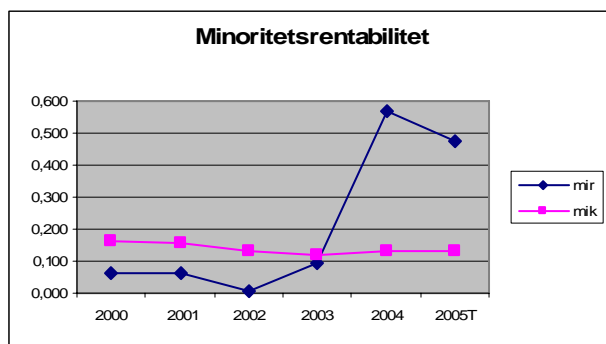
Dersom rentemarginen mellom netto driftsrentabilitet og minoritetsrentabilitet er positiv, og bedriften benytter seg av dette ved å ha minoritetseiere i selskapet, vil dette på samme måte som ved finansiell gearing bidra positivt på egenkapitalrentabiliteten.

Tabell 7.10 Minoritetsgearing

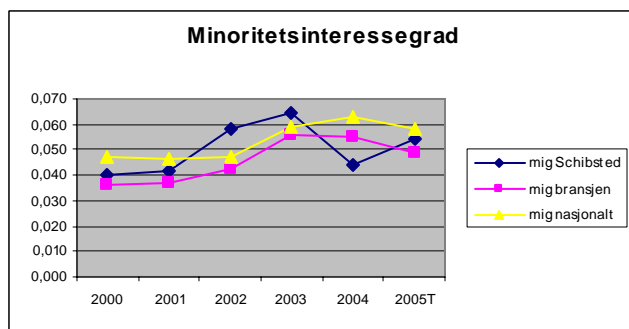
Minoritetsgearing	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet	Nasjonalt	Bransje
Netto driftsrentabilitet	0,172	-0,045	0,059	0,127	0,160	0,148	0,108	0,183	0,212
- Minoritetsrentabilitet	0,063	0,062	0,007	0,091	0,569	0,478	0,243	0,199	0,217
= ndr-mir	0,109	-0,107	0,053	0,037	-0,409	-0,330	-0,135	-0,016	-0,005
* Minoritetsgrad	0,040	0,042	0,058	0,064	0,044	0,054	0,051	0,055	0,047
= Minoritetsgearing	0,004	-0,004	0,003	0,002	-0,018	-0,018	-0,006	-0,001	0,003

Vi ser at Schibsted har hatt en negativ minoritets gearing på 1,8 % de siste to årene. Altså innebærer minoritetene en kostnad for selskapet, og dette bidrar til å redusere egenkapitalrentabiliteten.

Figur 7.14 Minoritetsrentabilitet

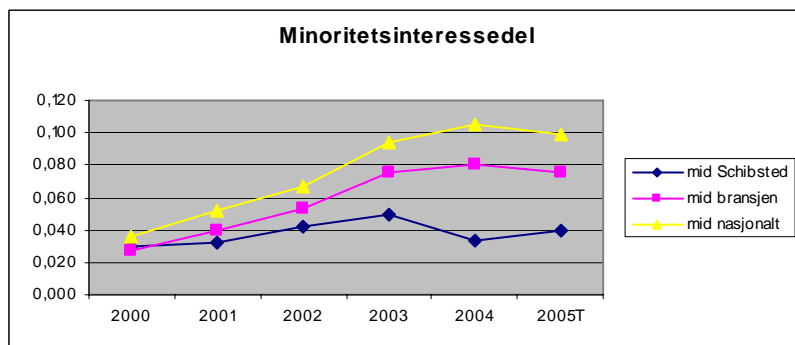


Figur 7.15 Minoritetsgrad



For å kunne si noe om minoritetsdelen i fremtiden, det vil si minoritetsinteressene i forhold til netto driftseiendeler, i fremtiden, har vi også sett på denne over analyseperioden. Utviklingen ser ut som følger;

Figur 7.16 Minoritetsinteressedel



Vi ser at Schibsted har en lavere minoritetsinteressedel enn bransjen, både på nasjonalt og nordisk nivå, men at forskjellen har blitt utjevnet det siste året.

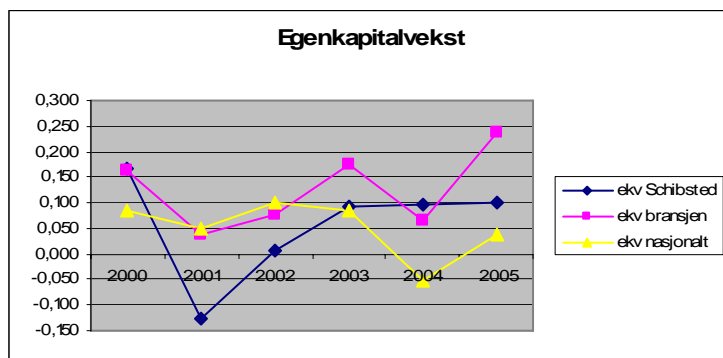
7.3) Analyse av egenkapitalvekst

Egenkapitalvekst er nært knyttet til rentabilitetsanalyse da førstnevnte finnes ved hjelp av sistnevnte. Vekst må, på samme måte som lønnsomhet, analyseres over tid og i forhold til bransjen for å gi informativ innsikt i vekstfaktorer. Vekst er den prosentvise endringen i et regnskapstall over tid. Vi har to typer vekst, kapitalvekst og resultatvekst⁹⁴.

På kort sikt vil veksten til Schibsted avhenge av veksten i bransjen generelt og Schibsteds ressurser til vekst. Siden bransjen er i en vekstfase vil Schibsted kunne vokse uten å ta markedsandeler fra sine konkurrenter.

Fundamental vekstanalyse er å kartlegge og avdekke underliggende kilder til vekst gjennom analyse av kapitalvekst og resultatvekst⁹⁵.

Figur 7.17 Egenkapitalvekst



Vi ser ut fra figuren at Schibsted har hatt større egenkapitalvekst enn bransjen på nasjonalt nivå, men noe lavere enn bransjen sett på nordisk nivå.

7.3.1) Kapitalvekstanalyse

Veksten kan normaliseres slik at ikke unormale faktorer virker inn på vekstanalysen. Det er denne veksten som vil være av interesse ved fremskriving og verdsettelse av Schibsted. Den normaliserte egenkapitalvekst ser slik ut for Scibsted og bransjen;

⁹⁴ Penman (2003)

⁹⁵ Penman (2003)

Tabell 7.11 Egenkapitalvekst

Egenkapitalvekst	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Vektet	Nasjonalt	Bransje
1	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
- Normalisert utdelingsforhold	0,208	-0,545	0,913	0,358	0,439	0,429	0,333	-0,665	-0,437
= (1-normalisert utdelingsforhold)	0,792	1,545	0,087	0,642	0,561	0,571	0,667	1,665	1,437
* Egenkapitalrentabilitet	0,209	-0,082	0,059	0,147	0,171	0,178	0,120	0,118	0,178
= Egenkapitalvekst	0,166	-0,127	0,005	0,094	0,096	0,102	0,080	0,196	0,256

Vi ser at egenkapitalveksten har vært positiv for Schibsted de siste fire årene, og at veksten har stabilisert seg rundt 10 %. For bransjen har den vektete egenkapitalveksten vært større.

7.3.2) Resultatvekstanalyse

Resultatveksten analyseres gjennom trendresultatregnskap og vekstresultatregnskap. I trendregnskapet ser man på resultatpostenes trend ved å velge et basisår som sammenligningsgrunnlag, der indeksverdien er 100. Vi velger å benytte år 2000 som basisår.

Tabell 7.12 Resultatvekstanalyse

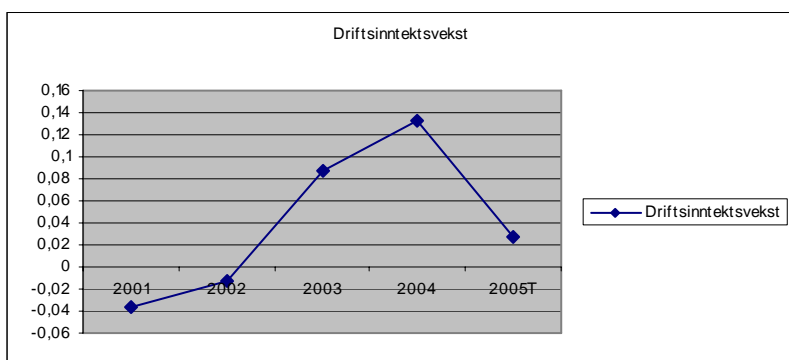
Resultatvekstanalyse	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Driftsinntekter	1,000	0,964	0,952	1,034	1,172	1,203
Varekostnad	1,000	1,032	1,017	1,043	1,113	1,157
Lønnskostnader	1,000	1,004	0,978	1,046	1,132	1,194
Avskrivninger	1,000	0,958	0,919	0,868	0,917	0,904
Andre driftskostnader	1,000	0,961	0,882	0,963	1,176	1,197
Driftsresultat i egen virksomhet	1,000	0,567	1,070	1,524	1,731	1,674
Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	1,000	0,548	1,088	1,576	1,768	1,796
Netto driftsresultat i egen virksomhet	1,000	0,586	1,053	1,475	1,696	1,559
Nettoresultat fra driftstilknytte selskap	1,000	-0,885	-0,175	0,089	0,325	0,461
Netto driftsresultat	1,000	-0,299	0,878	1,564	2,021	2,020
Netto finansinntekt	1,000	1,143	0,686	0,686	0,429	1,886
Nettoresultat til SSK	1,000	-0,212	0,344	0,656	0,860	0,959
Netto finanskostnad	1,000	1,108	0,910	0,562	0,601	0,680
Netto minoritetsresultat	1,000	1,143	0,143	2,143	9,714	10,714
Nettoresultat til egenkapital	1,000	-0,435	0,258	0,654	0,795	0,886
Unormalt nettodriftsresultat og dirty surplus	1,000	-5,111	0,593	1,963	-5,407	2,481
Unormalt netto finansresultat	1,000	-0,182	-0,264	-0,155	0,155	0,000
Fullstendig resultat til egenkapitalen	1,000	-0,762	0,225	0,664	0,256	0,909
Netto betalt utbytte	1,000	1,514	1,109	1,101	1,326	1,514
Endring i egenkapitalen	1,000	-1,307	0,014	0,559	0,000	0,764

Schibsteds trendresultatregnskap viser en positiv trend i driftsinntektene og netto driftsresultatet et de siste årene. Når det gjelder nettoresultat til sysselsatt kapital, nettoresultat

til egenkapitalen og fullstendig nettoresultat til egenkapitalen, har trenden vært negativ i forhold til basisåret 2000, men utviklingen har vært positiv.

I vekstresultatregnskapet blir veksten analysert post for post, år for år. Vi vil her se på driftsinntektsveksten og driftskostnadsveksten hos Schibsted. Driftsinntektsveksten, div, ser slik ut over analyseperioden;

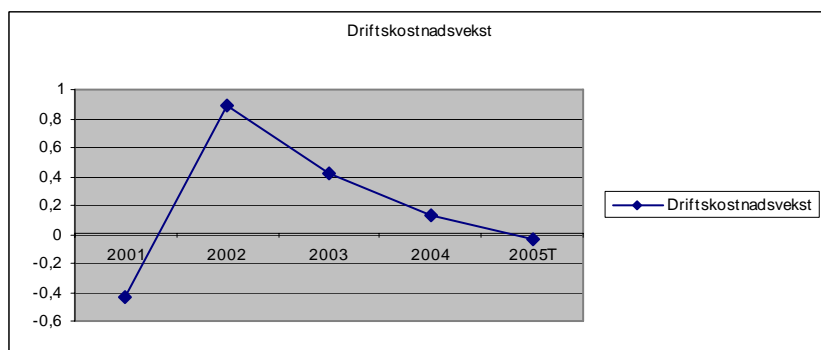
Figur 7.18 Driftsinntektsvekst



Schibsted har hatt positiv vekst i driftsinntektene siden 2002, og veksten var klart størst i 2004 som var et bra år for selskapet og mediekonsernet generelt. Den gjennomsnittlige veksten har vært på 4 % per år.

Når det gjelder driftskostnadsveksten har også denne vært positiv de siste årene, og veksten var størst fra 2002 til 2003. Den gjennomsnittlige veksten har vært på 19,6 % per år, altså 4,9 ganger større enn driftsinntektsveksten.

Figur 7.19 Driftskostnadsvekst



7.4) Oppsummering av rentabilitets- og vekstanalysen

Oppsummert har Schibsted hatt god lønnsomhet og vekst de siste årene. Mediebransjen generelt har de siste årene opplevd vekst både når det gjelder økonomi og nye mediekkanaler. Til tross for et mettet marked for den tradisjonelle papiravisen, har det oppstått muligheter for vekst innenfor nye kanaler. Schibsted har omstilt seg i takt med den teknologiske utviklingen, og opparbeidet seg en strategisk fordel både ut fra ressursbruken internt, og ut fra den bransjen de opererer i eksternt. Dette var også våre lærdommer fra den strategiske analysen. Lønnsomhets- og vekstanalysen har gitt oss kunnskaper i utviklingen av budsjett drivere som vi vil ta med oss i utarbeiding av fremtidsregnskapet i kapittel 8.

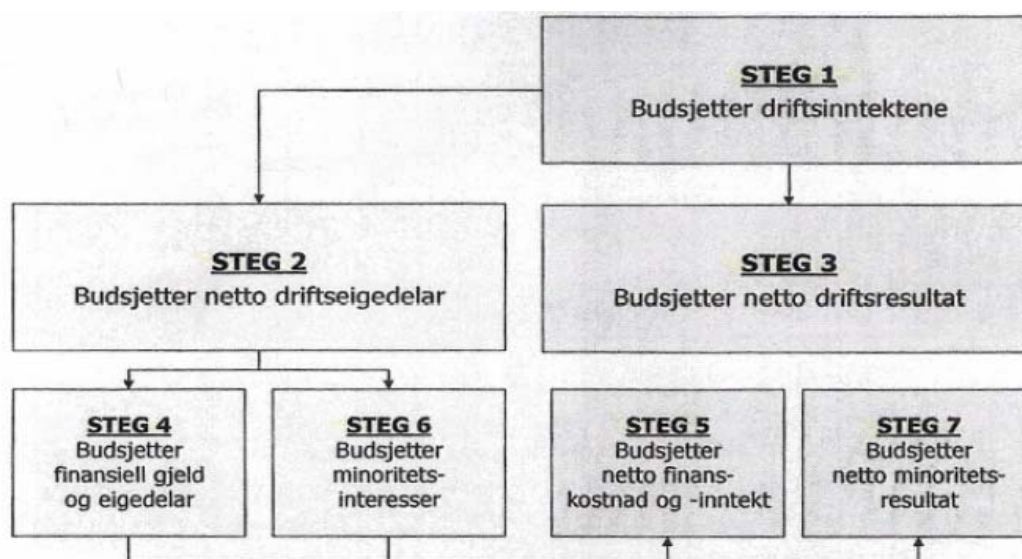
08) FREMTIDSREGNSKAP

Den strategiske regnskapsanalysen er utgangspunktet for budsjettering og fremskriving av Schibsted. Denne har gitt oss innsikt i Schibsteds posisjon og utvikling de siste fem årene. Denne innsikten vil vi nå bruke til å si noe om virksomhetens fremtid. Ut fra den strategiske analysen har vi kommet frem til at Schibsted er i en bransje i vekst, og at Schibsted utnytter seg av potensialet for lønnsomhetsvekst innenfor nye områder. Videre har vi konkludert med at Schibsted med sine sterke merkevarer og solide posisjon som Norges største mediekonsern, har en langsiktig strategisk fordel. Vi vil nå foreta budsjettering frem til tidspunkt T, og fremskriving etter tidspunkt T.

Tidspunkt T er det tidspunktet vi går fra budsjettering til enkel fremskriving av rentabilitet, vekst og krav. På dette tidspunktet vil disse verdidriverne gå mot bransjegjennomsnittet. Vi har valgt en budsjettorison på 10 år og deretter fremskriving. Perioden før tidspunkt T er for Schibsted en fase preget av stor vekst, men som konvergerer mot normal vekst ved horisonten T, mens perioden etter T er en fase med normal vekst som er tilnærmet konstant.

Det er altså den strategiske analysen og regnskapsanalysen som gir innsikt om budsjettering og fremskriving.

Figur 8.1 Rammeverket for budsjettering



8.1) Valg av budsjetthorisont

Ved valg av budsjetthorisont er det flere faktorer som spiller inn. Det første er avgjørende forhold som vi kom frem til gjennom den strategiske analysen. Fremtidsutsiktene til virksomhetens bransje må legges til grunn for når en kan forvente at konkurransesituasjonen stabiliserer seg. For det andre legges historiske presentasjoner som er avdekket gjennom regnskapsanalysen til grunn. Dette danner grunnlaget for tidspunktet hvor konstant vekst er en rimelig forutsetning, og kvaliteten på regnskapet. Hvor lang tid det vil ta før Schibsted er i ”steady state” avhenger av om bransjen er i en vekstfase, eller om bransjen er tilnærmet i ”steady state”. Det andre forholdet som er avgjørende for valg av budsjetthorisont er kvaliteten på regnskapsføringen. Desto bedre regnskapsføringen er, desto kortere budsjetthorisont er nødvendig for å fange opp verdiene. Ut fra regnskapsanalysen har vi fått kunnskap om utviklingen i budsjettdriverne over analyseperioden, og dette er med på å gi en pekepinne på hvordan utviklingen vil bli fremover. Schibsted er i en bransje kjennetegnet av et stort vekstpotensiale, og er dermed trolig ikke i ”steady state”. Virksomheten opererer i en bransje med stadig utvikling, spesielt med hensyn til nettbaserte tjenester. Vi velger dermed å legge en relativt lang horisont på 10 år til grunn for bedre å reflektere den tiden det tar med hensyn på utviklingen i bransjen.

8.2) Budsjettering til budsjetthorisonnten

Budsjetteringen skjer i syv steg og ved hjelp av ni budsjett drivere. Stegene i budsjetteringsprosessen er beskrevet under.

- **STEG 1 - Budsjettering av driftsinntektene ved hjelp av veksten i driftsinntektene**

$$DI_t = (1 + \text{div}_t) \cdot DI_{t-1}$$

Mediebransjen består i dag av en rekke nye vekstkanaler, med Internett som den viktigste. Som følge av vekstmuligheter kan vi anta at bransjen samlet sett vil oppleve høyere vekst i driftsinntektene. Schibsted hadde et meget godt år i 2004 med en vekst i driftsinntektene på 13,3 %. Veksten er blant annet et resultat av at Schibsted hadde sitt beste tredjekvartal noensinne i 2004. Tross til opplagsfall for VG, opplever både VG og Aftenposten økte annonseinntekter. Markeder som www.finn.no, nettjenester og nylansert søkemotorer er viktige vekstområder for Schibsted. Nettaktivitetene blir stadig viktigere og utgjør i dag om lag 20 % av driftsinntektene. Fjorårets høye vekst kan være vanskelig å opprettholde på lang sikt. En rimelig antagelse er at driftsinntektene vil konvergere mot 6 %, som er et mål på den langsiktige økonomiske veksten generelt.

Det vil imidlertid ikke foreligge en lineær konvergens mot tidssnittet på budsjetthorisonnten. Dette som en følge av at mediebransjen forventes å stå ovenfor en periode med vekst i årene som kommer. Som nevnt representerer Internett vekstmuligheter, men det har i 2004 også vært en kraftig vekst i annonsemarkedet⁹⁶. Et sterkt annonsemarked er en viktig kilde til lønnsomhet i mediebransjen, og det er grunn til å tro at veksten fortsetter. Som en følge av en forventet vekstperiode i årene som kommer kan vi vente at veksten vil nå et nivå på 9 % i år 2010, deretter vil veksten reduseres til 6 % på budsjetthorisonnten.

⁹⁶ <http://www.dn.no/forsiden/etterBors/article508350.ece>

Tabell 8.1 Budsjetterte driftsinntekter over budsjetthorisonen

DRIFTSINTEKTER	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DIt-1	9690	9949	10341	10879	11583	12479	13602	14744	15894	17039	18163
* divt	0,027	0,039	0,052	0,065	0,077	0,090	0,084	0,078	0,072	0,066	0,060
= ΔDIt	259	392	538	704	896	1123	1143	1150	1144	1125	1090
+ DIt-1	9690	9949	10341	10879	11583	12479	13602	14744	15894	17039	18163
= DIt	9949	10341	10879	11583	12479	13602	14744	15894	17039	18163	19253

DnBnor markets opererer med driftsinntekter lik 104420 i 2006 og 11175 i 2007 for Schibsted⁹⁷. Dette stemmer godt overens med våres estimat på driftsinntektene som er henholdsvis 10341 og 10879 i 2006 og 2007.

- **STEG 2 - Budsjettering av netto driftseiendeler ved hjelp av omløpet til netto driftseiendeler**

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

Netto driftseiendeler budsjetteres ved hjelp av budsjettdriveren omløpet til netto driftseiendeler. Onde gir et uttrykk for hvor mange ganger driftseiendelene blir omsatt i løpet av en periode, og er avhengig av effektiviteten i bruken av netto driftskapital. Det tidsvektede gjennomsnittet i Schibsted for perioden 2000 – 2005 er 2,315, og i 2005 er onde lik 2,371. Dagens bransjesnitt er lik 3,587. Siden Schibsted har en onde som er lavere enn bransjens ville det være rimelig å anta at onde vil konvergere mot dagens bransjesnitt. Men dagens bransjesnitt er imidlertid så høyt, at det ville innebære en kraftig effektivisering av kapitalbruken i virksomheten, noe som vi ikke tror er gjennomførbart. Vi velger dermed å øke Schibsteds onde lineært til 2,800 på horisonten.

Tabell 8.2 Budsjetterte netto driftseiendeler over budsjetthorisonen

NETTO DRIFTSEIENDELER	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DI(t+1)	10341	10879	11583	12479	13602	14744	15894	17039	18163	19253	20408
/ onde(t)	2,367	2,410	2,453	2,497	2,540	2,583	2,627	2,670	2,713	2,757	2,800
= NDEt	4369	4514	4721	4998	5355	5707	6051	6381	6694	6984	7289

⁹⁷https://www.dnbnor.no/markets/analyser_og_rapporter/

- **STEG 3 - Budsjettering av netto driftsresultat ved hjelp av netto driftsmargin**

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

Netto driftsmargin er en resultatgrad som uttrykker lønnsomheten i driften, og er en av de mest vesentlige verdidriverne. Driftsmarginen er sentral når man skal vurdere hvor mye bedriften tjener på driften før det tas hensyn til finansinntekter og kostnader.

Netto driftsmargin er i dag lik 5,9 %. Schibsted har i de siste årene hatt en positiv utvikling i nettodriftsmarginen. Det tidsvektede bransjegjennomsnittet er i dag lik 6,3 %. Det er nærliggende å tro at driftsmarginen på kort sikt vil følge den samme positive trenden som tidligere år, men at virksomheten på lang sikt vil møte sterkere konkurranse slik at marginen blir redusert til 5,5 % på horisonten. Det er naturlig å anta at veksten i bransjen vil avta om noen år, slik at konkurransen blir skjerpet.

Tabell 8.3 Budsjettert netto driftsresultat over horisonten

NETTO DRIFTSRESULTAT	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DI	9949	10341	10879	11583	12479	13602	14744	15894	17039	18163	19253
* ndm	0,059	0,061	0,063	0,066	0,068	0,070	0,067	0,064	0,061	0,058	0,055
= NDR	587	633	690	760	846	952	988	1017	1039	1053	1059

- **STEG 4 - Budsjettering av netto finansiell gjeld ved hjelp av finansiell gjeldsdel og finansiell eiendelsdel**

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

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

hvor $NFG_t = FG_t - FE_t$

Finansiell gjeld budsjetteres på grunnlag av budsjettdriveren finansiell gjeldsdel og finansielle eiendeler budsjetteres på basis av finansiell eiendelsdel.

Schibsted har en gjennomsnittlig tidsvektet finansiell gjeldsdel på 44,6 % og i 2005 er den på 35,1 %. For virksomheter med mye gjeld kan det være optimalt å redusere gjeldsandelen, mens for andre kan det være ønskelig å bruke mer gjeld i finansieringen. Bransjegjennomsnittet ligger på 72,1 %. Schibsted har i de siste årene hatt en negativ utvikling i finansiell gjeldsdel. Det vil da være unaturlig at gjeldsdelen vil konvergere mot bransjesnittet som er lik 72,1 %. Vi antar dermed at gjeldsdelen vil øke til ca 45 % i 2010 for deretter å konvergere mot 40 % på horisonten.

Når det gjelder finansiell eiendelsdel har Schibsted et tidsvektet gjennomsnitt på 24,6 %, noe som er betydelig lavere i forhold til bransjegjennomsnittet som ligger på 93,9 %. I 2005 var finansiell eiendelsdel kun 17,5 %. Også her har utviklingen vist seg å være fallende siden 2002. På kort sikt vil det være sannsynlig at finansiell eiendelsdel er om lag 90 %, spesielt med hensyn på nye investeringer og lignende. På lang sikt vil det derimot ikke vært naturlig at Schibsted blir mer og mer en bank, da vil imidlertid eierne kreve en del av pengene sine tilbake. Det vil derfor ikke være naturlig at den finansielle eiendelsdelen skal konvergere mot bransjegjennomsnittet, og vi kan anta at eiendelsdelen vil falle lineært fra 17,5 % i 2005 til 10 % i 2015.

Tabell 8.4 Budsjettert netto finansiell gjeld over horisonten

NETTO FINANSIELL GJELD	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NDE _{t-1}	4151	4369	4514	4721	4998	5355	5707	6051	6381	6694	6984
* fgd	0,351	0,371	0,391	0,410	0,430	0,450	0,440	0,430	0,420	0,410	0,400
= FG	1457	1620	1763	1937	2150	2410	2511	2602	2680	2745	2794
NDE _{t-1}	4151	4369	4514	4721	4998	5355	5707	6051	6381	6694	6984
* fed	0,175	0,167	0,160	0,152	0,145	0,137	0,130	0,122	0,115	0,107	0,100
= FE	726,00	731	722	719	724	736	741	741	733	719	698
→ NFG	731	889	1041	1218	1426	1674	1770	1861	1947	2026	2096

- **STEG 5 - Budsjettere netto finanskostnad ved hjelp av finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrentabilitet**

$$\begin{aligned}
 \text{NFK}_t &= \text{fgr}_t \cdot \text{FG}_{t-1} \\
 \text{NFI}_t &= \text{fer}_t \cdot \text{FE}_{t-1}
 \end{aligned}$$

Aktuelle budsjett drivere vil her være finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrentabilitet. Dersom kapitalmarkedet er velfungerende og netto finansiell gjeld er balanseført til tilnærmet virkelig verdi, vil det være rimelig å budsjettere med at finansiell gjeldsrente er lik finansielt

gjeldskrav år for år. I kapittel 5.4.6 diskuterte vi justering av netto finansiell gjeld, hvor konklusjonen vår var at finansielle poster i den rapporterte balansen var vurdert til virkelig verdi, og justering av netto finansiell gjeld ikke var nødvendig. Dermed vil finansiell gjeldsrente være lik kravet fra år 2006.

Tilsvarende er det naturlig å anta at finansiell eiendelsrentabilitet er lik finansielt eiendelskrav over hele budsjettperioden. Finansiell gjeldsrente vil dermed være lik kravet fra år 2006.

Tabell 8.5 Budsjettert netto finanskostnad og netto finansinntekt tover horisonten

NETTO FINANSKOSTNAD	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
FG(t-1)	1916	1457	1620	1763	1937	2150	2410	2511	2602	2680	2745
* fgrt	0,032	0,023	0,027	0,031	0,035	0,040	0,044	0,048	0,053	0,053	0,053
= NFKt	62,000	33,473	44,413	54,560	68,666	85,914	107,217	121,000	137,416	141,366	144,570
NETTO FINANSINTEKT	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
FE(t-1)	819	726,00	731	722	719	724	736	741	741	733	719
* fert	0,081	0,018878	0,022	0,025	0,028	0,031	0,034	0,036	0,040	0,040	0,039
= NFI	66,000	13,705	16,110	17,704	19,914	22,326	24,999	27,045	29,351	28,991	28,361
→ NFK - NFI	-4	20	28	37	49	64	82	94	108	112	116

▪ **STEG 6 - Budsjettere minoritetsinteresser ved hjelp av minoritetsdel**

$$MI_t = \text{mid}_t \cdot NDE_t$$

Minoritetsinteressedelen er i dag lik 6,4 %. Det er grunn til å tro at minoritetsdelen vil reduseres frem mot horisonten. Dette har sammenheng med at dersom datterselskapene er lønnsomme kan det være hensiktsmessig å presse ut minoriteten. Vi antar dermed at minoritetsdelen vil reduseres lineært fra 6,4 % i 2005 til 2,5 % i 2015.

Tabell 8.6 Budsjettert minoritetsinteresse over horisonten

MINORITETSINTERESSER	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NDEt-1	4151	4369	4514	4721	4998	5355	5707	6051	6381	6694	6984
* midt	0,064	0,060	0,056	0,052	0,048	0,045	0,041	0,037	0,033	0,029	0,025
= MI	266	263	254	247	242	239	232	223	210	194	175

▪ **STEG 7 - Budsjettere netto minoritetsresultat ved hjelp av netto minoritetsrentabilitet**

$$NMR_t = \text{mir}_t \cdot MI_{t-1}$$

I likhet med steg 5 er det også er en rimelig forutsetning at minoritetsrentabiliteten settes lik kravet år for år i budsjettperioden. Dette er en rimelig forutsetning så lenge kapitalmarkedet er velfungerende og minoritetsinteressene er balanseført til tilnærmet virkelig verdi. I oppgaven har vi valgt å se bort fra justering av minoritetsinteressene til virkelig verdi. Dersom vi hadde foretatt denne justeringen ville minoritetsinteressene økt, mens verdien på egenkapitalen ville blitt redusert. Da vi velger å se bort fra denne justeringen, får vi følgelig en overestimering av egenkapitalen. Vi budsjetterer med at minoritetsrentabiliteten vil være lik kravet fra år 2006.

Tabell 8.7 Budsjettert netto minoritetsresultat over horisonten

NETTO MINORITETSRESULTAT	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Mit-1	123	266	256	252	254	260	267	289	311	333	356
* mirt	0,610	0,095	0,100	0,103	0,107	0,112	0,117	0,118	0,121	0,120	0,120
= NMRt	75	25	25	26	27	29	31	34	38	40	43

8.3) Krav til avkastning over budsjetthorisonten

Vi har i regnskapsanalysen beregnet avkastningskrav for perioden 2000 – 2005. I denne sammenheng benyttet vi avkastningskravet som en målestokk for rentabiliteten. Nå skal avkastningskravet brukes som en diskonteringsrente for å flytte verdier fra en periode til en annen periode. Det vil si at avkastningskravet skal estimeres fremover i tid.

Vi er avhengig av å beregne avkastningskravene over budsjettperioden for å komme frem til et verdiestimat for Schibsted. Det blir relevant å fremskrive kravene over budsjettperioden som vi har satt fra 2005 til 2015. I motsetning til i kapittel 6.4 er kravene nå fremoverskuende.

8.3.1) Egenkapitalkravet

Egenkapitalkravet har vi tidligere definert i kapittel 6.4. Ved beregning av fremtidig egenkapitalkrav vil vi også her benytte oss av kapitalverdimodellen⁹⁸.

$ekk = \text{risikofri rente} + \text{risikopremie} + \text{illikviditetspremie}$

Risikofri rente

Vi benytter et 10 - års løpende gjennomsnitt av 3 måneders NIBOR - rente⁹⁹, fratrukket en risikopremie på 10 % og 28 % skatt. Risikofri rente er i 2005 lik 1,4 %. Denne vil konvergere lineært til det historiske 10-årgjennomsnittet på 3,6 % i 2015, som også vil være risikofri rente i ”steady state”.

Risikopremien

Risikopremien tilsvarer differansen mellom markedsporteføljens avkastning og risikofri rente. Gjennomsnittlig risikopremie på Oslo Børs fra 1958 til 2005 er lik 4,9 %¹⁰⁰, når man fjerner de 10 % høyeste og 10 % laveste årene, mens gjennomsnittlig risikopremie i årene 1995 til 2005 er lik 3,7 % per år. Vi velger å vekte gjennomsnittlig risikopremie på lang sikt med 2/3 vekt, mens kortsiktig perspektiv vektet med 1/3. Gjennomsnittlig risikopremie i årene 2000 til 2005 blir da lik 4,5 %. I 2005 er den normaliserte risikopremien etter skatt på lang og kort sikt lik 6,2 %. Vi velger derfor å budsjettere med en risikopremie lik 6,2 % på horisonten.

⁹⁸ Z.Bodie, A.Kane and A.Marcus og Gjesdal og Johnsen

⁹⁹ <http://www.oslobors.no/ob/>

¹⁰⁰ <http://www.oslobors.no/ob/>

Illikviditetspremie

Vi velger å budsjettere med en illikviditetspremie lik 0 % siden vi tror aksjen til Schibsted vil bli mer likvid på Oslo Børs i fremtiden.

Utbytteskatt

Fra og med 2006 er det innført skatt på utbytte til personlige skatteyttere når utdelingen er over en viss skjermingsgrense¹⁰¹. For en marginal investor vil effektiv utbytteskatt trolig ligge mellom 0 til 5 %, vi har her valgt å sette utbytteskatten lik 3 % på horisonten. Utbytteskatten vil resultere i et høyere egenkapitalkrav og dermed lavere verdi på egenkapitalen.

Egenkapitalbeta

Justert egenkapitalbeta ble beregnet i kapittel 6.4, hvor vi kom frem til at beta var lik 0,949 i 2005. For å finne egenkapitalbeta år for år må vi først beregne beta til netto driftskapital. Siden egenkapitalbetaen i 2005 er kjent, har vi alle variablene som er nødvendige for å beregne netto driftsbeta. Netto driftsbeta er lik 0,698 i 2005.

På bakgrunn av Miller og Modigliani proposisjon 1 har vi forutsatt at verdien av selskapet er uavhengig av hvordan det er finansiert. Man kan dermed forutsette at netto driftsbeta er konstant over tid.

Tabell 8.8 Netto driftsbeta

NETTO DRIFTSBETA	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapitalbeta	0,949	0,838	0,869	0,896	0,923	0,951	0,988	0,987	0,985	0,984	0,983
* EK/NDK	0,706	0,772	0,745	0,726	0,707	0,688	0,665	0,669	0,673	0,678	0,682
+ Egenkapitalbeta	0,949	0,838	0,869	0,896	0,923	0,951	0,988	0,987	0,985	0,984	0,983
* MI/NDK	0,030	0,061	0,058	0,054	0,049	0,045	0,042	0,038	0,035	0,031	0,028
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* NFG/NDK	0,264	0,167	0,197	0,221	0,244	0,266	0,293	0,292	0,292	0,291	0,290
= Netto driftsbeta	0,698	0,698	0,698	0,698	0,698	0,698	0,698	0,698	0,698	0,698	0,698

Deretter kan vi løse egenkapitalbetaen residualt år for år, for så å finne årlige egenkapitalkrav.

¹⁰¹ Forelesningsnotater BUS 425, regnskapsanalyse og verdsettelse.

Tabell 8.9 Egenkapitalkravet

EGENKAPITALKRAVET	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Nibor-rente, 3 måneder	0,020	0,022	0,027	0,031	0,036	0,041	0,046	0,050	0,055	0,055	0,055
- Risikotillegg, 10% av Nibor	0,002	0,002	0,003	0,003	0,004	0,004	0,005	0,005	0,006	0,006	0,006
= Risikofri rente før skatt	0,018	0,020	0,024	0,028	0,032	0,037	0,041	0,045	0,050	0,050	0,050
- 28% skatt	0,005	0,006	0,007	0,008	0,009	0,010	0,012	0,013	0,014	0,014	0,014
= Risikofri rente etter skatt	0,013	0,014	0,017	0,020	0,023	0,027	0,030	0,032	0,036	0,036	0,036
+ Justert beta	0,949	0,838	0,869	0,896	0,923	0,951	0,988	0,987	0,985	0,984	0,983
* Risikopremie etter skatt	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062
+ Likviditetspremie	0,030	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
= Egenkapitalkrav før utbytteskatt	0,102	0,066	0,071	0,076	0,081	0,086	0,091	0,094	0,097	0,097	0,097
(1-effektiv utbytteskatt)	1,000	1,000	0,997	0,993	0,990	0,987	0,983	0,980	0,977	0,973	0,970
= Egenkapitalkrav	0,102	0,066	0,072	0,076	0,081	0,087	0,093	0,095	0,099	0,099	0,100

Vi ser ut fra tabellen ovenfor at egenkapitalkravet økes fra 6,6 % i 2006 til 10,0 % i 2015. Dette har sammenheng med at desto høyere finansiell risiko, dess høyere egenkapitalbeta og dess høyere egenkapitalkrav.

8.3.2) Minoritetskrav

Kravet til avkastning på minoritetsinteresser er summen av egenkapitalkravet og en ekstra likviditetspremie, der likviditetspremien avhenger av graden av innlåsing eller illikviditet.

Vi antar en illikviditetspremie på 3 % i 2005, som vil falle lineært til 2 % på horisonten. Grunnen til at minoriteten blir mindre innelåst over tid, er for eksempel fordi majoriteten blir mer interessert å kjøpe ut minoriteten på grunn av økt lønnsomhet. Dette innebærer et minoritetsinteressekrav på 9,5 %, som vil økes til 12,0 % i 2015.

Tabell 8.10 Minoritetsinteressekravet

MINORITETSINTERESSE KRAVET	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ekk	0,102	0,066	0,072	0,076	0,081	0,087	0,093	0,095	0,099	0,099	0,100
+ Illikviditetspremie	0,030	0,029	0,028	0,027	0,026	0,025	0,024	0,023	0,022	0,021	0,020
= Minoritetsinteressekrav	0,132	0,095	0,100	0,103	0,107	0,112	0,117	0,118	0,121	0,120	0,120

8.3.3) Krav til avkastning på finansiell gjeld

Gjeldskravet settes på bakgrunn av risikofri rente etter skatt og en kredittrisikopremie som fastsettes på basis av syntetisk rating.

Vi forutsetter at den systematiske risikoen til netto finansiell gjeld, eller beta til netto finansiell gjeld er lik null. Dette er på grunn av at den systematiske risikoen i finansiell gjeld blir balansert med den systematiske risikoen til finansielle eiendeler. Dermed blir beta til finansiell gjeld lik;

$$\beta_{FG} = \beta_{FE} \cdot \frac{FE}{FG}$$

Risikopremien til markedet settes lik 6,2 %, jamfør kapittel 8.3.1. Kredittrisikopremien er lik kredittrisikofaktor multiplisert med risikofri rente. Kredittrisikofaktor baseres på ratingen. Vi forutsetter at Schibsted har rating lik BBB over hele budsjettperioden, dermed blir kredittrisikofaktoren lik 0,4. Forutsetningen om at Scibsted er ratet lik BBB kan imidlertid være en litt for snever tankegang. Dette fordi det er mest sannsynlig at Scibsteds risiko vil gå litt opp over tid, noe som også kan ses i sammenheng med at vi har budsjettert med at finansiell eiendelsdel vil reduseres til 10 % på horisonten. Vi vil likevel anta rating lik BBB. Schibsted får dermed en kredittrisikopremie som er 40 % av risikofri rente de kommende årene.

Tabell 8.11 Finansielt gjeldskrav

FINANSIELT GJELDSKRAV	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Risikofri rente etter skatt	0,013	0,014	0,017	0,020	0,023	0,027	0,030	0,032	0,036	0,036	0,036
+ βFG	0,032	0,037	0,033	0,029	0,026	0,023	0,021	0,019	0,018	0,017	0,016
* Risikopremie til markedet	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062
+ Kredittrisikopremie	0,005	0,006	0,008	0,009	0,010	0,012	0,013	0,015	0,016	0,016	0,016
= fgk	0,020	0,023	0,027	0,031	0,035	0,040	0,044	0,048	0,053	0,053	0,053

Vi ser ut fra tabellen at gjeldskravet økes fra 2,3 % i 2006 til 5,3 % i 2015.

8.3.4) Krav til avkastning på finansiell eiendeler

Kravet til finansielle eiendeler kan beregnes som risikofri rente pluss beta til finansielle eiendeler multiplisert med markedsrisikopremien. Den risikofrie renten er i budsjettperioden lik 3,6 %. Finansiell eiendelsbeta er forholdet mellom finansielle investeringer og finansiell gjeld. Siden vi ikke kan budsjettere kontanter, fordringer og investeringer, vil finansiell eiendelsbeta på horisonten være lik det tidsvektede gjennomsnittet fra 2000 til 2005, det vil si 6 % i 2015. Finansiell eiendelsbeta vil da reduseres lineært fra 7,6 % i 2005 til 6 % i 2015. Vi velger å budsjettere med en risikopremie lik 6,2 % på horisonten, jamfør kapittel 8.3.1. Det finansielle eiendelskravet vil øke fra 1,9 % i 2006 til 3,9 % i 2015.

Tabell 8.12 Krav til avkastning på finansielle eiendeler

FINANSIELT EIENDELSKRAV	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Risikofri rente etter skatt	0,013	0,014	0,017	0,020	0,023	0,027	0,030	0,032	0,036	0,036	0,036
+ βFE	0,076	0,075	0,073	0,072	0,070	0,069	0,067	0,066	0,064	0,063	0,061
* Risikopremie til markedet	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062
= fek	0,018	0,019	0,022	0,025	0,028	0,031	0,034	0,036	0,040	0,040	0,039

8.3.5) Krav til avkastning på netto finansiell gjeld

Netto finansiell gjeld er lik finansiell gjeld minus finansielle eiendeler. Det innebærer at kravet til avkastning på netto finansiell gjeld fastsettes gjennom vekting

Tabell 8.13 Netto finansielt gjeldskrav

NETTO FINANSIELT GJELDSKRAV	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Finansielt gjeldskrav	0,020	0,023	0,027	0,031	0,035	0,040	0,044	0,048	0,053	0,053	0,053
* Finansiell gjeldsvekt	1,747	1,993	1,823	1,693	1,591	1,508	1,440	1,419	1,398	1,377	1,355
- Finansielt eiendelskrav	0,018	0,019	0,022	0,025	0,028	0,031	0,034	0,036	0,040	0,040	0,039
* Finansiell eiendelsvekt	0,747	0,993	0,823	0,693	0,591	0,508	0,440	0,419	0,398	0,377	0,355
= nfgk	0,022	0,027	0,032	0,035	0,040	0,045	0,049	0,053	0,058	0,058	0,057

Vektene baseres på fremtidsregnskapet. Netto finansielt gjeldskrav går fra 2,7 % i 2006 til 5,7 % i 2015.

8.3.6) Krav på avkastning på netto driftskapital

Netto driftskapital er lik egenkapital minus minoritetsinteressene og netto finansiell gjeld. Nettodriftskravet er den vektete summen av avkastningskravet til egenkapitalen, minoriteten og netto finansiell gjeld.

Tabell 8.14 Netto driftskravet

NETTO DRIFTSKRAVET	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ekk	0,102	0,066	0,072	0,076	0,081	0,087	0,093	0,095	0,099	0,099	0,100
* EK/NDK	0,706	0,772	0,745	0,726	0,707	0,688	0,665	0,669	0,673	0,678	0,682
+ mik	0,132	0,095	0,100	0,103	0,107	0,112	0,117	0,118	0,121	0,120	0,120
* MI/NDK	0,030	0,061	0,058	0,054	0,049	0,045	0,042	0,038	0,035	0,031	0,028
+ nfgk	0,022	0,027	0,032	0,035	0,040	0,045	0,049	0,053	0,058	0,058	0,057
* NFG/NDK	0,264	0,167	0,197	0,221	0,244	0,266	0,293	0,292	0,292	0,291	0,290
= ndk	0,082	0,061	0,065	0,069	0,073	0,077	0,081	0,084	0,088	0,088	0,088

Vi ser ut fra tabellen at netto driftskravet øker over budsjett horisonten fra 6,1 % i 2006 til 8,8 % i 2015. Netto driftskravet følger samme trend som egenkapitalkravet.

8.4) Fremskrivning av krav og verdidrivere over budsjetthorisonten

Fremtidsresultat

Slik det kommer frem av resultatoppstillingen under, er det kun fri kontantstrøm til egenkapitalen som ikke er beregnet i de syv stegene over. Fri kontantstrøm til egenkapitalen blir her lik netto utbetalt utbytte og blir fastsatt residualt, det vil si differansen mellom fullstendig nettoresultat og endringen i egenkapitalen. Endring i egenkapitalen fremkommer i balansen under.

Tabell 8.15 Fremtidsresultat

FREMTIDSRISULTAT	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	9949,000	10340,820	10878,927	11582,700	12478,573	13601,644	14744,182	15894,229	17038,613	18163,161	19252,951
→ Netto driftsresultat	586,991	632,858	689,724	759,825	846,047	952,115	987,860	1017,231	1039,355	1053,463	1058,912
+ Netto finansinntekt	66,000	13,705	16,110	17,704	19,914	22,326	24,999	27,045	29,351	28,991	28,361
= Nettoresultatet til SSK	652,991	646,563	705,834	777,529	865,961	974,441	1012,859	1044,276	1068,707	1082,454	1087,274
- Netto finanskostnad	62,000	33,473	44,413	54,560	68,866	85,914	107,217	121,000	137,416	141,366	144,570
- Netto minoritetsresultat	75,000	25,330	25,492	25,994	27,232	29,066	31,174	34,253	37,887	40,110	42,513
= Nettoresultatet til EK	515,991	587,761	635,929	696,975	770,063	859,461	874,469	889,022	893,623	900,979	900,191
+ Unormalt netto driftsresultat	134,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
+ Unormalt netto finansresultat	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
= Fullstendig nettoresultat	649,991	587,761	635,929	696,975	770,063	859,461	874,469	889,022	893,623	900,979	900,191
- Netto betalt utbytte	208,991	597,807	572,544	589,985	616,049	751,414	620,130	640,424	654,000	673,636	647,176
= Endring i EK	441,000	-9,846	63,385	106,990	154,014	108,047	254,339	248,598	239,623	227,343	253,015

Jamfør kapittel 7.1 vil vi også i fremtidsbudsjettet analysere lønnsomheten i Schibsted ved hjelp av egenkapitalrentabiliteten. Rentabiliteten til egenkapitalen uttrykker hvor mye egenkapitalen kaster av seg i form av prosentvis avkastning. Når en bedrift genererer en egenkapitalrentabilitet som er større enn egenkapitalkravet, kan dette bety at der ligger en positiv strategisk fordel eller superrentabilitet i bedriften.

Egenkapitalrentabiliteten i fremtidsresultatet er fremstilt i forhold til egenkapitalkravene.

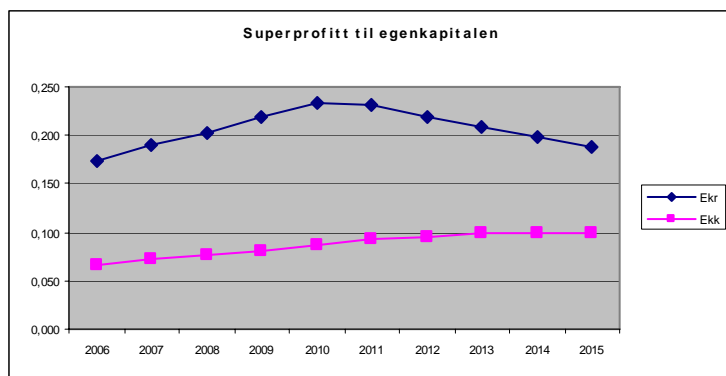
Tabell 8.16 Superprofitt til egenkapitalen

SUPERPROFIT TIL EGENKAPITALEN	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapitalrentabilitet	0,174	0,189	0,203	0,218	0,233	0,230	0,220	0,208	0,199	0,189
Egenkapitalkravet	0,066	0,072	0,076	0,081	0,087	0,093	0,095	0,099	0,099	0,100
Superprofitt til egenkapitalen	0,108	0,118	0,127	0,137	0,146	0,138	0,124	0,109	0,099	0,089

Vi ser fra fremtidsbudsjettet at egenkapitalrentabiliteten er større enn kravet over hele perioden. Jamfør den strategiske analysen dro vi konklusjoner med at Schibsted innehar en vedvarende strategisk fordel med sine merkevarer, samt at de besitter ressurser som ligger til

grunn for midlertidige strategiske fordeler. De strategiske fordelene fordelen vil følgende gi selskapet en superrentabilitet på 8,9 % i fremtiden. Resultatet er fremstilt i følgende figur.

Figur 8.1 Superprofitt til egenkapitalen



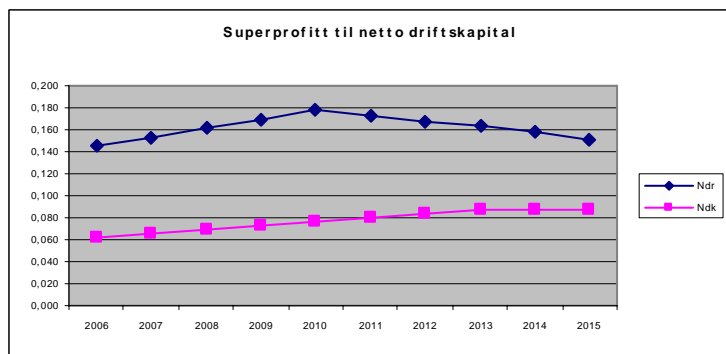
Siden netto driftsrentabiliteten er den viktigste kilden til egenkapitalrentabiliteten, vil vi også analysere denne i fremtidsbudsjettet jamfør drøftelse i kapittel 7.2. Netto driftsrentabilitet viser avkastningen til netto driftskapital. Netto driftsrentabilitet er fremstilt i forhold til nettodriftskravene

Tabell 8.17 Superprofitt til netto driftskapitalen

SUPERPROFIT TIL NETTO DRIFTSKAPITAL	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsrentabilitet	0,145	0,153	0,161	0,169	0,178	0,173	0,168	0,163	0,157	0,152
Netto driftskrav	0,061	0,065	0,069	0,073	0,077	0,081	0,084	0,088	0,088	0,088
Superprofitt til netto driftskapital	0,083	0,087	0,092	0,097	0,101	0,092	0,084	0,075	0,070	0,064

Ut fra tabellen ser man at Schibsted oppnår en superprofitt på netto driftskapitalen fra 2006 til og med 2015. Resultatet er presentert i følgende figur.

Figur 8.2 Superprofitt til netto driftskapitalen



Earnings per share (EPS) finnes ved at man dividerer nettoresultatet til egenkapitalen på antall utenforstående aksjer. I 2006 beregner vi EPS lik 8,668 og 9,379 i 2007. DnBnor markets¹⁰² opererer med EPS lik 10,8 og 14,3 i henholdsvis 2006 og 2007. Sammenlignet med våre beregninger er DnBnors estimat litt høyere.

Fremtidsbalanse

Av balansepostene er det kun egenkapitalen vi ikke har beregnet tidligere. Ovenfor har vi budsjettert både netto driftseiendeler og finansielle eiendeler, og summen av disse utgjør sysselsatte eiendeler. Vi finner egenkapitalen ved å trekke fra minoritetsinteresser og finansiell gjeld fra sysselsatt kapital.

Tabell 8.18 Fremtidsbalanse

FREMTIDSBALANSE	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftseiendeler	4369,000	4513,748	4720,909	4997,819	5354,731	5707,210	6050,922	6381,363	6693,943	6984,082	7288,617
+ Finansielle eiendeler	726,000	731,360	721,738	719,455	724,172	735,727	741,353	740,618	733,203	718,914	697,694
= Sysselsatte eiendeler	5095,000	5245,108	5442,646	5717,275	6078,903	6442,937	6792,275	7121,981	7427,147	7703,006	7986,311
Egenkapital	3372,000	3362,154	3425,539	3532,529	3686,543	3794,590	4048,930	4297,528	4537,151	4764,494	5017,508
+ Minoritetsinteresser	266,000	262,931	254,038	247,286	242,299	238,719	232,175	222,559	209,625	193,997	175,168
+ Finansiell gjeld	1457,000	1620,024	1763,069	1937,460	2150,061	2409,628	2511,171	2601,895	2680,171	2744,515	2793,635
= Sysselsatt kapital	5095,000	5245,108	5442,646	5717,275	6078,903	6442,937	6792,275	7121,981	7427,147	7703,006	7986,311

¹⁰² https://www.dnbnor.no/markets/analyser_og_rapporter/

09) FUNDAMENTAL VERDSETTING

9.1) Kort oversikt over fundamentale verdsettingsmetoder og – modeller

Jamfør kapittel 3 om valg av verdsettelsesteknikk, vil vi benytte fundamental verdsetting¹⁰³ ved verdsettelsen av Schibsteds egenkapital. Fremtidsregnskapet og de fremskrevne avkastningskravene er grunnlag for verdsettelsen ved hjelp av både egenkapital og total kapital metoden. Ved egenkapitalmetoden beregnes verdiestimatet ved hjelp av fri kontantstrøm til egenkapitalen- og superprofitt til egenkapitalen modellen. Ved total kapitalmetoden verdsetter vi på bakgrunn av netto driftskapitalmetoden, og henholdsvis fri kontantstrøm fra drift- og superprofitt fra drift modellen.

9.2) Verdsetting på basis av egenkapitalmetoden¹⁰⁴

Egenkapitalmetoden medfører direkte verdsettelse av egenkapitalen ved hjelp av ulike modeller. Virkelig verdi av egenkapitalen er lik en base pluss nåverdi av ”strøm” til egenkapitalen. Forutsetningen for at horisonten skal bli et sluttet uttrykk er konstant vekst i fremskrivingsperioden, fra T + 1 til uendelig. Egenkapitalveksten etter fremskrivingsperioden går mot 6 %. Dette er i tråd med den historiske tidsvektede egenkapitalveksten og i samsvar med den langsiktige veksten i økonomien generelt.

9.2.1) Fri kontantstrøm – modellen

Under forutsetning om konstant vekst fra T + 1 til uendelig kan fri kontantstrøm fra drift modellen defineres slik;

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

HORIZONT -
VERDIEN
VED KONSTANT
VEKST

Hvor det første leddet er nåverdien er fri kontantstrøm fra egenkapitalen over budsjettperioden, og det andre leddet er nåverdien av fri kontantstrøm fra egenkapitalen etter

¹⁰³ Penman (2003)

¹⁰⁴ Penman (2003)

budsjetthorisonten. Egenkapitalkravet og egenkapitalveksten i horisontleddet er den fremskrevne kravet og veksten etter budsjetthorisonten.

Tabell 9.1 Verdien av egenkapitalen etter FKE – modellen

FKE - modellen	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ekk	0,066	0,072	0,076	0,081	0,087	0,093	0,095	0,099	0,099	0,100
Fri kontantstrøm fra egenkapitalen	597,607	572,544	589,985	616,049	751,414	620,130	640,424	654,000	673,636	647,176
Horisontverdi										15601,213
Diskonteringsfaktor	1,066	1,143	1,230	1,330	1,445	1,579	1,729	1,901	2,089	2,298
Nåverdi av fri kontantstrøm	560,487	501,093	479,833	463,333	520,050	392,818	370,318	344,087	322,399	7072,144
Nåverdi over budshettperioden	11434,772									
Verdi av EK	11434,772									

Fri kontantstrøm til egenkapitalen er lik netto betalt utbytte i fremtidsregnskapet. Verdien av egenkapitalen i dag er lik nåverdien av fremtidig kontantstrøm. Fri kontantstrøm modellen gir et første verdiestimat på egenkapitalen lik 11 434,772 millioner kroner.

9.2.2) Superprofitt til egenkapitalen – modellen

Under forutsetning av konstant vekst på horisonten kan superprofittmodellen defineres slik;

$$\text{VEK}_0 = \text{EK}_0 + \underbrace{\sum_{t=1}^T \frac{\overbrace{(\text{ekr}_t - \text{ekk}_t) \cdot \text{EK}_{t-1}}^{\text{SPE}_t}}{(1 + \text{ekk}_1) \cdot \dots \cdot (1 + \text{ekk}_t)}}_{\text{Noverdien av superprofitt fra tidspunkt 1 til T}} + \underbrace{\frac{\overbrace{(\text{ekr} - \text{ekk}) \cdot \text{EK}_T}^{\text{SPE}_{T+1}}}{(1 + \text{ekk}_1) \cdot \dots \cdot (1 + \text{ekk}_T) \cdot (\text{ekk} - \text{ekv})}}_{\text{HORISONT-VERDIEN}}$$

Hvor balanseført egenkapital ved tidspunkt 0 blir lagt til nåverdien av superprofitt til egenkapitalen over budsjettperioden og nåverdien av superprofitt på horisonten.

Tabell 9.2 Verdien av egenkapitalen etter SPE - modellen

SPE - modellen	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ekk	0,066	0,072	0,076	0,081	0,087	0,093	0,095	0,099	0,099	0,100
NRE	587,761	635,929	696,975	770,063	859,461	874,469	889,022	893,623	900,979	900,191
ekk	0,066	0,072	0,076	0,081	0,087	0,093	0,095	0,099	0,099	0,100
EKt-1	3372,000	3362,154	3425,539	3532,529	3686,543	3794,590	4048,930	4297,528	4537,151	4764,494
Superprofitt til egenkapitalen	364,441	395,134	436,228	482,646	539,815	523,137	502,447	467,965	450,376	425,732
Horisontverdi										11521,574
Diskonteringsfaktor	1,066	1,143	1,230	1,330	1,445	1,579	1,729	1,901	2,089	2,298
Nåverdi av superprofitt til egenkapitalen	341,804	345,823	354,783	363,000	373,603	331,379	290,534	246,209	215,548	5200,089
Nåverdi over budsjettperioden	8062,772									
Balanseført egenkapital	3372,000									
Verdi av EK	11434,772									

Superprofitt til egenkapitalen er merrentabilitet over kravet til avkastning. Superprofittmodellen finner dagens verdi av egenkapitalen med basis i balanseførte verdi, tillagt nåverdien av fremtidig superprofitt til egenkapitalen. Superprofittmodellen gir et første estimat lik 11 434,772 millioner kroner.

Verdiestimat per aksje

Fri kontantstrøm fra egenkapitalen - og superprofitt til egenkapitalen modellen er ekvivalente, og gir et verdiestimat lik 11 434,772 millioner kroner per 31.12.2005. På dette tidspunktet var antall utestående aksjer 67,800255. Dette gir et første verdiestimat lik kroner **168,654**.

9.3) Verdsettelse på basis av totalkapitalmetoden ¹⁰⁵

Verdsettelse av egenkapitalen ved ”totalkapitalmetoden” innebærer indirekte verdsettelse ved å verdsette ”totalkapitalen” og trekke fra verdien av gjelden og minoriteten. Verdsettelsen skjer i to steg ved å først verdsette netto driftskapital eller sysselsatt kapital, og deretter trekke fra verdien av minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld. Jmfør kapittel 5.4.6 og 5.4.7 antas finansielle eiendeler, finansiell gjeld og minoritetsinteressene å være oppført til virkelig verdi i balansen. Dermed vil vi ikke verdsette disse ytterligere. Forutsetningen for at horisonten skal bli et sluttet uttrykk er konstant vekst i fremskrivingsperioden, fra T + 1 til uendelig. Egenkapitalveksten etter fremskrivingsperioden går mot 6 %. Dette er i tråd med den historiske tidsvektede egenkapitalveksten og i samsvar med den langsiktige veksten i økonomien generelt.

9.3.1) Netto driftskapitalmetoden

Netto driftskapitalmetoden er den mest moderne metoden ved indirekte verdsettelse. På samme måte som for egenkapitalmetoden verdsettes nå netto driftskapital ved hjelp av de samme modellene. Forskjellen er at man nå finner verdien av netto driftskapital ved hjelp av netto driftskrav, fri kontantstrøm fra drift, netto driftsresultat, netto driftseiendeler og netto driftsvekst. Verdien av netto driftskapital fratrekkes virkelig verdi av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresse ved tidspunkt 0. Virkelig verdi antas å være lik balanseført verdi, jmfør kapittel 5.4.6 og 5.4.7.

Fri kontantstrøm fra drift – modellen

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_T) \cdot (ndk - ndv)} - (NFG_0 + MI_0)$$

Verdien av egenkapitalen er lik nåverdien av fri kontantstrøm fra drift over budsjettperioden, pluss nåverdien av fri kontantstrøm fra drift over horisonten. I tillegg trekkes virkelige verdier av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra i år 0.

¹⁰⁵ Penman (2003)

Tabell 9.3 Verdien av egenkapitalen etter FKD – modellen

FKD - modellen	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ndk	0,061	0,065	0,069	0,073	0,077	0,081	0,084	0,088	0,088	0,088
Fri kontantstrøm fra drift	488,110	482,564	482,914	489,136	599,636	644,148	686,790	726,775	763,314	754,387
Horisontverdi										24546,373
Diskonteringsfaktor	1,061	1,131	1,208	1,296	1,395	1,508	1,635	1,779	1,935	2,105
Nåverdi av fri kontantstrøm til drift	459,858	426,716	399,617	377,377	429,705	427,077	420,079	408,634	394,511	12019,939
Nåverdi over budsjettperioden	15763,513									
Verdien av netto driftskapital	15763,513									
NFG	731,000									
MI	266,000									
Verdien av egenkapital	14766,513									

Fri kontantstrøm fra driftmodellen gir et første estimat på verdi av egenkapitalen lik 14 766,513 millioner kroner.

Superprofitt fra drift – modellen

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPD_t}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_t)} + \frac{SPD_{T+1}}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_T) \cdot (ndk - ndv)}$$

Verdien av egenkapitalen er lik balanseført verdi av egenkapitalen i år 0 pluss nåverdien av superprofitt fra drift over budsjettperioden, pluss nåverdien av fri kontantstrøm fra drift over horisonten. I tillegg trekkes virkelige verdier av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser i år 0 fra.

Tabell 9.4 Verdien av egenkapitalen etter SPD - modellen

SPD - modellen	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ndk	0,061	0,065	0,069	0,073	0,077	0,081	0,084	0,088	0,088	0,088
Netto driftsresultat	632,858	689,724	759,825	846,047	952,115	987,860	1017,231	1039,355	1053,463	1058,912
ndk	0,061	0,065	0,069	0,073	0,077	0,081	0,084	0,088	0,088	0,088
NDEt-1	4369,000	4513,748	4720,909	4997,819	5354,731	5707,210	6050,922	6381,363	6693,943	6984,092
Superprofitt til NDK	364,440	394,432	436,026	483,329	541,814	526,480	509,193	478,692	465,241	445,046
Horisontverdi										17257,756
Diskonteringsfaktor	1,061	1,131	1,208	1,296	1,395	1,508	1,635	1,779	1,935	2,105
Nåverdi av superprofitt fra drift	343,346	348,784	360,817	372,897	388,269	349,061	311,451	269,147	240,455	8410,285
Nåverdi av superprofitt fra drift	11394,513									
Balanseført EK	3372									
Verdien av egenkapitalen	14766,513									

Superprofitt fra drift modellen gir et første estimat lik 14 766,513 millioner kroner.

Første verdiestimat per aksje

Fri kontantstrøm fra drift og superprofitt til netto driftskapital modellene er ekvivalente, og gir et verdiestimat på 14 766,513 millioner kroner per 31.12.2005. På dette tidspunkt var antall utestående aksjer lik 67,800255. Dette gir et første verdiestimat per aksje lik kroner **217,794** per 31.12.2005.

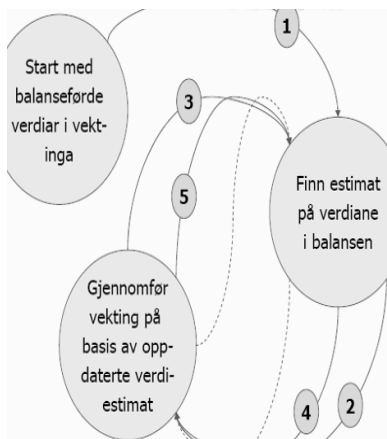
9.4) Konvergens til et verdiestimat

Egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden er ekvivalente verdsettelsesmodeller som ved konsistente forutsetninger og avkastningsvekting til markedsverdier vil gi samme verdiestimat. Med dette menes at vi skal få samme verdiestimat på Schibsted både ved egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden. Dette er ikke tilfellet for våre estimat i kapittel 9.3 og 9.4. Årsaken til dette er at verdiestimatet er basert på budsjetterte vekter, og vi får dermed et avvik mellom modellene.

Verdiestimatet er i prinsippet uavhengig av regnskapsføring i fremtidsregnskapet, men dette gjelder bare når avkastningskravet er basert på vekter til estimert verdi. Dermed er et verdiestimat basert på budsjetterte vekter bedre, jo bedre regnskapsføringen er. Fordelen med god regnskapsføring er at behovet for å oppdatere verdiestimat på basis av avkastningskrav som er verdivektet blir mindre. Oppdatering av vekter og kravet er særlig viktig når målefeilene i fremtidsregnskapet er store.

En praktisk tilnærming til dette er å benytte seg av sekvensiell verdsetting. Denne prosessen illustreres i følgende figur.

Figur 9.4 Sekvensiell oppdatering av vekter



Vektene oppdateres da sekvensielt ved å starte med gjennomsnittsverdien av det første verdiestimat og oppdatere verdien av egenkapitalen og netto driftskapital gjennom hele fremtidsregnskapet. Med utgangspunkt i de nye balanseverdiene beregnes nye betaverdier og nye avkastningskrav. Dette er grunnlag for et nytt verdiestimat beregnet ved hjelp av de ulike modellene for verdsettelse. Gjennomsnittet av andre verdiestimat er så grunnlag for neste steg

i oppdateringen, hvor de to estimatene vil nærme seg ytterligere. Denne prosedyren følges sekvensielt, steg for steg, frem til verdiestimatet etter egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden konvergerer mot samme verdiestimat for egenkapitalen.

Tabell 9.5 Oppsummering av konvergeringsprosessen

Steg	0	1	2	3	4	5	6	7	8
EK-METODEN	162,633	192,284	192,407	192,453	192,453	192,453	192,453	192,453	192,453
NDK-METODEN	217,794	192,059	192,501	192,453	192,453	192,453	192,453	192,453	192,453

Vi har valgt å gjennomføre konvergeringsprosessen i åtte steg. Ut fra tabellen ser vi at verdiestimatene konvergerer mot hverandre. Estimatet fra egenkapitalmetoden økes fra kroner 162,633 til kroner 192,284 i steg en, mens estimat fra nettodriftskapitalmetoden reduseres fra kroner 217,794 til kroner 192,059 i steg en. I steg to nærmes estimatene ytterligere, mens i steg tre er verdiestimatene identiske, lik kroner **192,453**, både ved egenkapital- og totalkapitalmetoden.

9.5) Verdiestimatet og sensitivitetsanalyse¹⁰⁶

Verdiestimatet er vanligvis et punkttestimat – i prinsippet forventet aksjeverdi basert på forventet utvikling i budsjett – og verdidriverne. Men utviklingen i budsjett – og verdidriverne er usikker, og dermed vil verdiestimatet ha en fordeling rundt forventningen. Med dette menes at desto større usikkerhet i budsjett- og verdidriverer, desto større usikkerhet i verdiestimatet. Hvor sensitivt Schibsteds verdiestimat er ovenfor budsjett- og verdidriverne er beskrevet nedenfor gjennom en sensitivitetsanalyse. Denne sensitivitetsanalysen synliggjør usikkerhet gjennom å endre kritiske budsjett – og verdidrivere, og se hvordan dette slår ut i verdiestimatet.

Budsjettdriverne i fremtidsregnskapet, drivere av avkastningskravet og budsjetthorisonten T er alle kritiske faktorer ved verdsettelse og analyse av verdiestimat. Drift er ofte mest kritisk, i og med at finansielle faktorer vanligvis er stabile over tid og minoriteten er relativ liten.

Utvalget av kritiske faktorer for Schibsted er driftsinntektsveksten, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler. I tillegg er utviklingen i kortsiktig Nibor rente gjenstand for analyse av usikkerhet. Ved verdsettelsen av Schibsted har vi budsjetthorisont lik 10 år. Optimalt sett burde budsjetthorisonten gjerne vært 12 til 15 år. Det å budsjettere med en for kort budsjettperiode kan føre til at en mister verdiskapning og dermed får et for lavt verdiestimat.

Sensitivitetsanalysen viser at relative små endringer i de viktigste verdidriverne vil føre til at virksomheten får en helt annen verdi basert på fundamental verdsettelse. Dette vil vise om verdiestimatet vi har funnet er svært sensitivt i forhold til små endringer, eller om vi ikke får helt de store forskjellene. I tillegg får vi se hvilken verdidriver som er den mest og minst sensitive ovenfor ulike prosentvise endringer.

9.5.1) Driftsinntektsveksten

Verdiestimatet er lite sensitivt ovenfor endringer i driftsinntektsveksten. Vi ser ut fra tabellen nedenfor at for eksempel en økning av driftsinntektsveksten på 40 %, fra 6 % til 8,4 %, kun gir en økning på 6,2 % i verdiestimatet.

¹⁰⁶ Penman (2003)

Tabell 9.6 Driftsinntektsveksten

Driftsinntektsvekst									
Endring div	-40 %	-30 %	-20 %	-10 %	Estimat	10 %	20 %	30 %	40 %
Ny div	0,036	0,042	0,048	0,054	0,06	0,066	0,072	0,078	0,084
Verdiestimat	181,443	184,108	186,830	189,612	192,453	195,356	198,320	201,346	204,437

9.5.2) Netto driftsmargin på kort og lang sikt

Endringer i netto driftsmargin på lang sikt, er derimot mer sensitiv enn driftsinntektsveksten. Ser ut fra tabell at en økning i netto driftsmargin på 20 %, gir en økning på hele 26,1 % i verdiestimatet. På kort/mellomlang sikt vil endringer i budsjettdriveren imidlertid ha liten innvirkning på estimatet.

Tabell 9.7 Netto driftsmargin

Netto driftsmargin på kort sikt									
Endring ndm	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %	Estimat	5 %	10 %	15 %	20 %
Ny ndm	0,056	0,060	0,063	0,067	0,070	0,074	0,077	0,081	0,084
Verdiestimat	182,598	185,414	187,525	190,341	192,453	195,269	197,381	200,197	202,309
Netto driftsmargin på lang sikt									
Endring ndm	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %	Estimat	5 %	10 %	15 %	20 %
Ny ndm	0,044	0,047	0,050	0,052	0,055	0,058	0,061	0,063	0,066
Verdiestimat	142,149	155,868	169,588	178,734	192,453	206,173	219,892	229,038	242,758

9.5.3) Omløpet til netto driftseiendeler

Verdiestimatet er også sensitivt for endringer i omløpet til netto driftseiendeler. Ser ut fra tabell at en reduksjon på 20 %, reduserer estimatet med 18,4 %. Mens en økning på 20 %, øker estimatet med 12,1 %.

Tabell 9.8 Onde

Omløpet til NDE									
Endring onde	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %	Estimat	5 %	10 %	15 %	20 %
Ny onde	2,240	2,380	2,520	2,660	2,800	2,940	3,080	3,220	3,360
Verdiestimat	157,107	167,566	176,818	185,062	192,453	199,119	205,160	210,662	215,692

9.5.4) Risikofri rente

Verdiestimatet er svært sensitivt ovenfor endringer i kortsiktig Nibor – rente. Dersom risikofri rente før skatt går mot 3,3 % i stedet for 5,5 % på lang sikt, vil verdiestimatet øke til 377,944 kroner, noe som tilsvarer en økning på hele 96,4 %. Dersom risikofri rente økes til 7,7 %, vil estimatet reduseres med 28,3 %.

Tabell 9.9 Risikofri rente

Risikofri rente									
Endring i risikofri rente	-40 %	-30 %	-20 %	-10 %	Estimat	10 %	20 %	30 %	40 %
Ny risikofri rente	0,033	0,039	0,044	0,050	0,055	0,061	0,066	0,072	0,077
Verdisetimat	377,944	292,130	249,113	213,865	192,453	172,720	159,683	146,919	138,076

På bakgrunn av sensitivitetsanalysen kan vi trekke konklusjonen at estimatet er mest sensitivt ovenfor endringer i den kortsiktige Nibor – renten.

10) KOMPARATIV VERDSETTELSE

Verdsettelse av Schibsted kan også skje ved hjelp av to supplerende verdsettelsesmetoder til fundamental verdsettelse,¹⁰⁷ jmfør kapittel 3. Dette er komparativ og opsjonsbasert verdsettelse. Komparativ verdsettelse kan deles inn i direkte og indirekte metoder. Direkte komparativ verdsettelse er verdsettelse ved bruk av multiplikatormetoden, hvor selskapet verdsettes direkte ved at egenkapitalen blir sammenlignet med børsverdien til komparative selskap. Indirekte komparativ verdsettelse er verdsettelse ved bruk av substansverdimetoden, hvor man verdsetter selskapet indirekte ved at eiendeler og gjeld blir sammenlignet med beste estimat på komparative eiendeler og gjeld. Komparative verdsettelsesmetoder er enklere typer verdsettelsesmetoder enn fundamental verdsettelse, og blir dermed mye brukt i praksis.

Vi har valgt å verdsette Schibsted ved hjelp av multiplikatormetoden. Multiplikatormetoden verdsetter en aksje ved å multiplisere den komparative multiplikatoren med basisverdien;

$$P_k = m_k * B$$

Nettsidene til DnBnor¹⁰⁸ gir oss tall fra Schibsted og mediebransjen som egner seg som multiplikatorer. Her finner vi både estimerte tall for Schibsted i 2005 og gjennomsnittlige tall for bransjen som helhet. Disse tallene kan benyttes direkte som multiplikatorer.

	Anbefaling	Kurs	Endring 1 dag	Endring 1 mnd.	P/E 2006e	EV/EBIT 2006e	EV/EBITDA 2006e	P/Book 2006e	RoE 2006e	Analyst
Schibsted	BUY	209,00	0,2 %	12,1 %	17,5	12,5	9,9	4,0	22,6 %	Mauer
Referanseaksjene										
Alma Media Oyj		7,69	2,4 %	391,9 %	#N/A N Ap	#N/A Perm	#N/A N.A.	#N/A N Ap		
Sanoma Wsoy		20,36	1,9 %		15,2	13,0	9,2	2,8	18,3 %	
Daily Mail And General Tr		787,50	-0,6 %	9,2 %	16,9	12,4	9,7	5,5	32,8 %	
Johnston Press		471,50	-0,2 %	6,3 %	11,9	9,9	8,7	1,5	12,8 %	
Trinity Mirror		581,00	-1,4 %	-0,5 %	12,1	9,8	8,1	1,3	11,0 %	
Metro Intl		#N/A N.A.			80,9	29,5	22,9	19,7	24,4 %	
Mtg (Modern Times Group)		356,00	2,4 %	15,1 %	22,6	13,9	13,0	3,7	16,6 %	
Gjennomsnitt			0,8 %	84,4 %	26,6	14,7	11,9	5,8	19,3 %	

¹⁰⁷ Damodaran (2002)

¹⁰⁸ www.dnbnor.no

10.1) Pris/Bok

En passende multiplikator er den balanseorienterte multiplikatoren, Pris/Bok. Dermed får vi bok, det vil si balanseført egenkapital per aksje, som basis. Pris/bok forholdet finner vi som aksjekurs dividert med balanseført egenkapital per aksje.

Vi kan nå gjennomføre komparativ verdsettelse.

$$P_k = m_k * B = 5,8 * (3\,372\,000\,000 / 67\,800\,255) = \underline{288,46}$$

10.2) Pris/Fortjeneste

Pris/Fortjeneste fungerer også som multiplikator. Vi får da fortjeneste, eller nettoresultat til egenkapitalen per aksje, som basis.

$$P_k = m_k * B = 26,6 * (515\,000\,000 / 67\,800\,255) = \underline{202,05}$$

10.3) EV/EBIT

Med EV/EBIT som multiplikator får vi EBIT, dvs. nettodriftsresultat før skatt per aksje, som basis. Prisen på Schibsted blir nå:

$$P_k = m_k * B - (\text{NFG pr aksje} + \text{MI pr aksje}) = 14,7 * 18,39 - 14,7 = \underline{255,6}$$

10.4) Oppsummering komparativ verdsettelse

Vi har nå foretatt komparativ verdsettelse i form av multiplikator metoden. Ulike multiplikatorer har gitt oss ulike verdiestimer på Schibsted. Pris/Bok og Pris/Fortjeneste som multiplikatorer innebærer at verdiestimatet vil avhenge av kapitalstrukturen. Disse metodene gav verdiestimer på henholdsvis kroner 288,46 og kroner 202,05. Mens multiplikatoren EV/EBIT gir et estimat for Schibsted lik kroner 255,6.

I teorien vil EV/EBIT vil være den beste multiplikatoren. Dette har sammenheng med at EVIT er et mål før finansiering, og multiplikatoren vil derfor være uavhengig av kapitalstruktur. Mens Pris/Bok og Pris/Fortjeneste er mål etter finansiering, og dermed avhengig av kapitalstruktur.

Sammenlignet med endelig verdiestimat jamfør kapittel 9.4, gir komparativ verdsettelse høyere verdiestimat på Schibsteds aksje enn ved fundamental verdsettelse. Pris/Fortjeneste er den multiplikatoren som ligger nærmest opp mot estimat ved fundamental verdsettelse, lik kroner 202,5.

11) OPPSUMMERING OG KONKLUSJON – HANDLING

Schibsted har hatt en betydelig verdistigning på Oslo Børs siden 2003, da aksjen lå på et historisk bunnivå. Aksjen var på dette tidspunkt om lag 60 – 65 kroner.

Figur 11.1 Utvikling i Schibsted aksjen de siste fem årene¹⁰⁹



Ut fra konklusjonene i den strategiske regnskapsanalysen kom vi frem til at Schibsted innehar en strategisk fordel, og en fremtidig positiv superprofitt. Schibsted besitter en vedvarende ressursorientert strategisk fordel med sine sterke merkenavn, samt en rekke ressurser som ligger til grunn for midlertidige konkurransefortrinn. I tillegg kom vi frem til at konsernet har en bransjeorientert strategisk fordel som en følge av at de opererer i en bransje preget av vekst. Basert på disse konklusjonene ble fremtidsbudsjettet utarbeidet.

Ut fra den fundamentale verdsettelsen kom vi frem til et verdiestimat på Schibsted lik **192,453** kroner. Aksjekursen som er registrert på Oslo Børs februar 2006 er lik 187 kroner, hvilket gir et avvik på omtrent 5 kroner fra vårt estimat.

Innenfor et 5 % intervall på vårt estimat ligger aksjen mellom 183,35 kroner og 200,65 kroner. Dersom dagens estimat hadde vært lavere eller høyere enn intervallet, kunne vi anbefalt en handlestrategi. Men da Schibsteds aksje ligger innenfor intervallet indikerer dette usikkerhet i aksjen. Vår anbefalte strategi vil dermed være å **holde** på aksjen.

¹⁰⁹ http://www.oslobors.no/ob/aksje_kursutvikling

Slik som sensitivitetsanalysen ovenfor indikerer, er det relative små endringer i verdidriverne som skal til for at virksomheten får et helt annet verdiestimat. En kurs lik kroner 192,453 baseres på de forutsetninger og valg vi tok i utarbeidelsen av fremtidsbudsjettet. Vi mener at estimatet stemmer godt overens med det faktiske verdiestimatet, og dermed at verdiestimatet gir et gunstig bilde på den økonomiske og strategiske posisjonen til Schibsted.

I tillegg til fundamental verdsettelse, utarbeidet vi komparativ verdsettelse i kapittel 10. Vi beregnet verdiestimat på Schibsted ut fra multiplikatorer som; Pris/Bok, Pris/Fortjeneste og EV/EBIT. Multiplikatorene ga ikke like entydige estimat som ved fundamental verdsettelse, men vi mener at de er med på å underbygge vårt estimat basert på fundamental verdsettelse. Både verdiestimat fra fundamental og komparativ verdsettelse er høyere enn det faktiske estimatet på Schibsted. Dette kan være en indikasjon på at aksjen er undervurdert. Samlet sett kan dette danne grunnlag for tilrådning av kjøp.

Referanseliste

Litteratur

Bodie, Z., Kane, A., and Marcus, A. "*Investments*", McGraw & Hill, 2003.

Damodaran, A., "*Investment Valuation: Tools and Techniques for determining the value of any asset*" Willey, 2002.

Gjesdal, F og Johnsen, T., "*Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*", Cappelen Akademiske forlag, 1999.

Hill Charles W.L. og Gareth R Jones "*Strategic Management Theory, An Integrated Approach*", Houghton Mifflin Company, Boston, 2001.

Høst Sigurd, "*Avisåret 2004*", Institutt for journalistikk, rapport 1/2005.

Jakobsen, Erik W. & Lien, Lasse B, "*Ekspansjon*", Gyldendal Akademisk, 2001.

Johnsen, A. og Kvaal, E., "*Regnskapsloven*", Cappelen Akademiske forlag, 1999.

Mun, J., "*Real Options Analysis: Tools and techniques for Valuing Strategic Investment Decisions*," Willey, 2003.

Penman, S.H., "*Financial Statement Analysis & Security Valuation*", Second edition, McGraw – Hill/Irvin, 2003

Roos Göran, Van Krogh Georg og Roos Johan, "*Innføring i strategi*". Fagbokforlaget, 2002.

Brealy og Myers (2000)

Hjemmesider

www.schibsted.no

www.orkla.no

www.apressen.no

www.bonnier.se

www.oslobors.no/ob

www.dnbnor.no

<http://www.ssb.no/medie/sa68/avis.pdf>

http://www.nordicom.gu.se/?portal=mt&main=press_mediebarometer_2005.php&menu=menu_sve&me=8

<http://medienorge.uib.no/vis2.cfm?side=NYHETSBREV&aar=1999&brev=1&del=4>

http://www.rttl.fi/fi/index.php/hjellemon_alustus/

<http://odin.dep.no/odinarkiv/norsk/dep/kkd/2005/annet/043061-230004/dok-bn.html>

<http://odin.dep.no/kkd/norsk/aktuelt/pressem/043031-070150/dok-bn.html>

<http://www.presstodsnamnden.se/>

<http://www.ngf.no/cgi-bin/grafia/zoom/publish/showarticle.cgi?id=763>

<http://www.tns-gallup.no/arch/img/206179>

<http://www.medieregisteret.no/database/dbprogs/?1=1&eid=1410>

http://www.orapp.no/oversikt/Argang_2005/31246/rapport/31272

<http://www.ngf.no/cgi-bin/grafia/zoom/publish/showarticle.cgi?id=763>

<http://www.mediebedriftene.no/index.asp?id=48446#48446>

<http://www.cfje.dk/cfje/vidbase.nsf/ID/UB06268437?OpenDocument&Print>

<http://www.ngf.no/cgi-bin/grafia/zoom/publish/showarticle.cgi?id=763>

<http://avis.dn.no/artikler/avis/article1140.ece>

<http://www.propaganda-as.no/php/art.php?artid=278249>

<http://kampanje.com/medier/article23994.ece>

<http://www.propaganda-as.no/php/art.php?id=116992>

<http://www.propaganda-as.no/php/art.php?id=116957>

<http://www.propaganda-as.no/php/art.php?id=214365>

<http://odin.dep.no/archive/kkdvedlegg/01/12/Medie059.pdf>

<http://www.ntb.no/nyheter/>

<http://www.anb.no/index.shtml>

http://www.scanpix.no/html/Scanpix2003/no/Scanpix_no/rapportframe04.htm
<http://www.propaganda-as.no/php/art.php?id=213218>
<http://www.strykk.no/portal/>
<http://www.vg.no/vginfo/vg2004.pdf><http://www.propaganda-as.no/php/art.php?id=212428>
<http://www2.standardandpoors.com/servlet/Satellite?pagename=sp/Page/HomePg&r=1&l=EN&b=10>
<http://www.moody.com/cust/default.asp>
<http://euro.undervisning.nhh.no/borsprosjektet/>
<http://www.dn.no/forsiden/etterBors/article508350.ece>
https://www.dnbnor.no/markets/analyser_og_rapporter/
<http://home.hio.no/~annefugt/redkultoppg.html>

TNS gallup

BI Norsk kundebarometer 2005

Årsrapporter

Årsrapport Schibsted, 1999 – 2004

Årsrapporter Orkla, 1999 – 2004

Årsrapporter A-Pressen, 1999 – 2004

Årsrapporter Bonnier, 1999 - 2004

Årsrapport Aftenposten, 2004

Forelesningsnotater

STR 210 Strategi og ledelse, Rune Lines, høst 2004

BUS 402 Finansregnskap, Atle Johnsen, høst 2005

BUS 424 Strategisk regnskapsanalyse, Kjell Henry Knivsflå, høst 2005.

BUS 425 Regnskapsanalyse og verdsetting, Kjell Henry Knivsflå, vår 2005.

