

**NORGES HANDELSHØYSKOLE**  
**Bergen, høsten 2006**

**Utredning i fordypnings-/spesialfagsområdet: BUS Økonomisk styring**  
**Veileder: Førsteamanuensis Knut Boye**

**SCHIBSTED ASA**  
**EN FUNDAMENTAL VERDSETTELSE**

av

Anne Merete B. Henriksen og Elin Magnussen

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

## Forord

Når vi i dag ser tilbake på arbeidet som er lagt ned for å få til denne utredningen, så har det vært en lang, men lærerik prosess. Valg av tema for oppgaven ble besluttet allerede i løpet av vårsemesteret 2005, og valget av hvilket selskap vi skulle verdsette falt raskt på plass. Schibsted er et interessant selskap i en spennende bransje hvor utviklingen går raskt. Gleden har vært stor hver gang våre vyer for fremtiden har slått til, og analyser er skrevet om mang en gang ettersom tiden har gått og veien endret seg.

Vi satt lenge på hver vår side av landet, noe som har bydd på visse utfordringer. For en periode vokste oppgaven også sakte, men sikkert via msn mellom Polen og Norge. Etter alt arbeidet vi nå har lagt ned i denne utredningen, kan vi endelig si oss godt fornøyd med resultatet. Oppgaven hadde imidlertid ikke blitt like bra uten råd og tips underveis. Vi vil derfor rette en stor takk til Førsteamanuensis Knut Boye for sin fleksibilitet, gode veiledning og nyttige råd.

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

Oslo, 08.12.2006

Elin Magnussen

Anne Merete B. Henriksen

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

1	Innledning .....	3
1.1	Om oppgaven.....	3
1.2	Formål .....	4
2	Presentasjon av Schibsted ASA .....	5
2.1	Presentasjon av Schibsted .....	5
2.1.1	Produkter og organisering.....	7
2.1.2	Aksjonærer.....	9
2.1.3	Aksjekursutvikling og utbyttepolitikk .....	10
2.1.4	Utbyttepolitikk .....	11
3	Valg av verdsettelsesmodell .....	12
3.1	Balansebaserte modeller .....	12
3.2	Kontantbaserte modeller .....	13
3.2.1	Kontantstrømmetoden .....	13
3.2.2	Dividendemodellen .....	14
3.3	Opsjonsprisindeksen .....	15
3.4	Relativ prising.....	16
3.5	Valg av metode .....	17
3.6	Rammeverk for analyse og verdsettelse av Schibsted.....	18
4	Strategisk analyse .....	20
4.1	Rammeverk for strategisk analyse.....	20
4.2	Ekstern analyse .....	21
4.2.1	Markedet Schibsted opererer i.....	21
4.2.2	Porters fem konkurransekrefter .....	24
4.2.2.1	PEST-analyse .....	25
4.2.2.2	De fem konkurransekreftene .....	29
4.2.3	Konklusjon ekstern analyse .....	36
4.3	Intern analyse .....	37
4.3.1	Innledning .....	37
4.3.2	Konkurransesfortrinn .....	37
4.3.3	SVIMA – Ressursbasert perspektiv .....	39
4.3.4	Intern analyse av Schibsted .....	41
4.3.5	Konklusjon intern analyse .....	45
5	Avkastningskrav .....	46
5.1	Analyse av avkastningskrav .....	46
5.1.1	Kapitalstruktur .....	47
5.1.2	Kostnad EK.....	48
5.1.3	Kostnad fremmedkapital .....	52
5.1.4	Estimering av avkastningskravet til totalkapitalen.....	53
6	Regnskapsanalyse .....	54
6.1	Innledning .....	54
6.2	Analyseperiode .....	54
6.3	IFRS .....	55
6.4	Omgruppering .....	55
	<i>Steg 1 - Foreslått utbytte inkluderer i EK.....</i>	<i>56</i>
	<i>Steg 2 – Kartlegging av "dirty surplus".....</i>	<i>56</i>
	<i>Steg 3 – Normalt kontra unormalt resultat.....</i>	<i>57</i>
	<i>Steg 4 – Drifts- kontra finansposter .....</i>	<i>57</i>
6.5	Justering for målefeil.....	60
6.6	Analyse av forholdstall .....	61

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

6.6.1	Analyse av likviditet og soliditet.....	61
6.6.1.1	Likviditet.....	62
6.6.1.2	Soliditet .....	64
6.6.1.3	Syntetisk rating .....	65
6.6.1.4	Oppsummering av likviditets- og soliditetsanalyse .....	66
6.6.2	Analyse av lønnsomhet.....	67
6.6.2.1	Totalkapitalrentabilitet .....	68
6.6.2.2	Dekomponering av totalkapitalrentabiliteten .....	69
6.6.2.3	Oppsummering av lønnsomhetsanalysen .....	71
6.6.3	Analyse av vekst .....	72
6.6.3.1	Fundamental vekstanalyse.....	74
6.6.3.2	Konklusjon vekstanalyse.....	78
6.6.4	Oppsummering forholdstallsanalyse.....	78
7	Fremtidsregnskap.....	79
7.1	Valg av budsjettthorisont.....	79
7.2	Verdidrivere .....	81
7.3	Fremtidsregnskap .....	88
8	Fundamental verdsettelse .....	89
8.1	Innledning .....	89
8.2	Presentasjon av modellen.....	89
8.3	Verdiestimat.....	90
8.4	Komparativ verdsettelse .....	90
8.4.1	Presentasjon av bransjen.....	90
8.4.2	Komparativt verdiestimat .....	92
8.5	Konklusjon .....	93
9	Usikkerhet i verdiestimatet.....	94
9.1	Sensitivitetsanalyse.....	94
9.2	Konklusjon .....	96
10	Konklusjon og handling .....	97

# Fundamental verdsettelse av Schibsted

## 1 Innledning

### 1.1 Om oppgaven

Denne skriftlige utredningen er utarbeidet som et ledd i det avsluttende året på siviløkonomstudiet ved Norges Handelshøyskole. Vi har valgt å skrive en fundamental verdsettelse, der vi har valgt å konsentrere oss om det norske mediekonsernet Schibsted ASA (heretter omtalt som Schibsted).

Utredningen følger delvis strukturen i faget BUS 425 (Regnskapsanalyse og Verdsettelse), i tillegg til at vi har trukket inn elementer fra andre fag som mikroøkonomi, strategi og finansmarkeder. Vår utredning om Schibsted tar utgangspunkt i eksternt informasjon avgitt fra selskapet og er en investororientert analyse som har til formål å avdekke den virkelige underliggende verdien av selskapet Schibsted.

Utredningen begynner med en generell beskrivelse av konsernet Schibsted, en presentasjon av selskapets historikk, produkter og organisering. Aksjonærstruktur, aksjeutvikling og utbyttepolitikk er også kommentert. Videre presenteres ulike verdsettelsesmodeller, før vi går over til den strategiske analysen av selskapet. Her vil vi først ta for oss de eksterne konkurransekraftene, før vi analyserer interne konkurransefortrinn hos Schibsted. Etter den strategiske analysen følger en regnskapsanalyse som skal avdekke og klargjøre de underliggende, økonomiske forholdene i selskapet. Regnskapsanalysen består i hovedsak av analyse av forholdstall, slik at utviklingen i de underliggende verdidriverne i selskapet belyses. På bakgrunn av den strategiske analysen og resultatene fra regnskapsanalysen vil vi videre predikere et fremtidsregnskap, som vi til slutt vil basere vårt verdiestimat på. I tillegg vil vi gjennomføre en sensitivitetsanalyse og en komparativ verdsettelse.

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

### 1.2 Formål

Formålet med oppgaven vil være å avdekke underliggende økonomiske forhold i Schibsted gjennom en fundamental verdsettelse. Målsetningen er å komme frem til et verdiestimat på aksjen. Verdiestimatet vil gi grunnlag for anbefaling om enten kjøp eller salg av aksjen.

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

### 2 Presentasjon av Schibsted ASA

#### 2.1 Presentasjon av Schibsted<sup>1</sup>

Schibsted ble stiftet i 1839 av Christian Schibsted (1812-1878), da han sammen med Johan J. Krohn startet opp en beskjeden boktrykkervirksomhet i det daværende Christiania, nå Oslo. Christian Schibsted tok over trykkeriet som eeneier i 1843. I dag er Chr. Schibsteds forlag regnet som Norges ledende håndbok- og faktaforlag.

For å utnytte ledig kapasitet på trykkeriet, startet Christian Schibsted i 1860 en ny avis, Christiania Adresseblad, som senere skiftet navn til Aftenposten. Hans eneste sønn, Amandus Schibsted (1849-1913), utviklet senere Aftenposten til en moderne storavis. Etter Christian Schibsteds bortgang i 1913 fortsatte hans etterkommere tradisjonen som aviseiere. I 1960 kunne Aftenposten feire 100-års jubileum som Norges største og, på alle måter, ledende avis.

En gruppe fra motstandsbevegelsen startet i 1945 Verdens Gang (VG). Tanken bak denne nye avisen var å videreføre samarbeidsånden og frihetsidealene fra motstandskampen også i fredstid. Schibsted overtok eierskapet til avisen etter akutte økonomiske problemer i 1966. Omlegging til tabloidformat og utvikling av VG som løssalgsavis førte til at avisen i 1972 passerte sin hovedkonkurrent Dagbladet. I 1981 ble VG Norges største avis.

Overtagelsen av VG ble opptakten til Schibsted-konsernet. I 1980-årene ble det for første gang foretatt investeringer i filmbransjen, i tillegg til noen avisprosjekter. Etter hvert som selskapet stadig ekspanderte, meldte behovet for en endret organisering av virksomheten seg, og i 1988 ble gruppen vedtatt reorganisert. Etter å ha vært et familie-eid selskap siden starten, ble selskapet nå omdannet til et aksjeselskap med datterselskaper. Konsernet ble børsnotert i

---

<sup>1</sup> Der ikke annet er nevnt, er informasjonen i dette kapittelet hentet fra årsrapporten 2005 og hjemmesiden til Schibsted, [www.schibsted.no](http://www.schibsted.no).

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

1992 med Tinius Nagell-Erichsen som konsernstyrets formann og Kjell Aamot som konsernsjef.

Schibsted besluttet i 1991 å søke konsesjon for driften av en selvstendig, reklamefinansiert fjernsynskanal, TV2, som i 2006 ble solgt. På filmsiden kontrollerer Schibsted Metronome Film & Television, morselskapet for Skandinavias største gruppe av produksjonsselskaper for TV og reklamefilm. I tillegg eier selskapet 50 % av Sandrew Metronome, en av Nordens ledende kinoeiere og distributør av spillefilm til kino, video, DVD og TV.

I 1996 ble Aftenbladet, Nordens største avis, en del av Schibsted-konsernet. To år senere overtok de også Svenska Dagbladet. Samme år overtok Schibsted majoriteten i Estlands største avis, Postimees, og overtok i tillegg avisen Sõnumileht, den fjerde største. Gjennom etableringen av medieselskapet Eesti Meedia ble Schibsted den dominerende aktøren i det estiske mediemarkedet.

I 1999 ble FINN.no, en portal for rubrikkannonser, etablert og fikk snart en posisjon som den ledende rubrikkportalen i Norge. Selskapet eies av Aftenposten, Bergens Tidende, Adresseavisen, Stavanger Aftenblad og Fædrelandsvennen. Samme år ble gratisaviskonseptet 20 Minutter lansert.

Kjøpet av Blocket.se, "Sveriges största Köp & Sälj marknad", i 2003 samt lanseringen av søkemotoren Sesam i 2005 understreker Schibsteds voksende profil som online-aktør. I tillegg lanserte Aftenposten og VG i samarbeid nettstedet Næringsliv24 i 2006, som har blitt et av de største nettstedene for næringslivsnyheter i Norge.



## Fundamental verdsettelse av Schibsted

### 2.1.1 Produkter og organisering

Schibsted fremstår i 2006 som Norges største mediekonsern, og en av Skandinavias største medieaktører. Selskapet 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.

Schibsteds hovedkontor ligger i Oslo, og hovedtyngden av virksomheten er knyttet til Norge og Sverige. Konsernet har per i dag virksomheter i 18 land; Norge, Sverige, Danmark, Finland, Frankrike, Spania, Estland, Latvia, Litauen, Østerrike, Italia, Sveits, Russland og Latin-Amerika.

Konsernet består av en rekke selskaper hvor Schibsted har varierende eierandel. De største bidragsyterne i Schibsted konsernet omfatter:<sup>2</sup>

#### **20 Minutter**

20 Minutter er Schibsteds gratisaviskonsept og utkommer daglig i til sammen 22 byer i Frankrike og Spania. Samlet er 20 Minutter blant de 10 største avisene i Europa, og har siden konseptet ble lansert i 1999 opplevd en formidabel vekst. Avisen retter seg fortrinnsvis mot den yngre aldersgruppen, og fokuserer på nyheter, underholdning, forbrukerstoff og interaktive tjenester.

#### **Aftenposten**

Aftenposten er et av Norges største mediehus med sterke posisjoner både i avismarkedet og på internett. Avisens morgen- og aftenutgave er henholdsvis den 2. og den 4. største avisen i Norge, og avisene har til sammen over en million daglige lesere.

---

<sup>2</sup> Der ikke annet er nevnt er informasjonen i dette kapitlet hentet fra Schibsteds årsrapport for 2005.

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

### **Aftonbladet**

Det svenske mediehuset Aftonbladet driver virksomhet innen mediebransjen med hovedaktiviteter innen avisutgivelse og nye medier. I tillegg er selskapet hovedeier i Blocket.se. Aftonbladet er markedsleder innen både avisbransjen og nettvirksomheten i Sverige. Avisen er også størst i Norden.

### **Blocket.se**

Blocket.se er Sveriges suverent største nettsted innen E-handel, med 1,5 millioner ulike besøkende hver måned. Kjøps- og salgsplassen på nettet ble startet som en lokal markeds plass for privatpersoner i Skåne i 1996, men utviklet seg etter hvert til å omfatte hele Sverige. Selskapet ble kjøpt opp av Aftonbladet med flere i 2003, og gjorde Aftonbladet til markedsleder innen rubrikkannonsering på internett.

### **Eesti Media**

Eesti Media ble etablert i 1998 og er i dag det største mediekonsernet i Estland, med virksomheter innen aviser, magasiner, trykking, internett og radio. Selskapet eier blant annet Estlands største seriøse avis, Postimees (100%), som anses som den mest betydningsfulle publikasjonen til Eesti Media. I tillegg har også Schibsted eierandeler i tabloidavisen SL Õhtuleht (50%).

### **FINN.no**

FINN.no er Norges største online markeds plass innenfor eiendom, jobb, bil og annen rubrikk på nettet. I 2005 hadde FINN.no på det meste mer enn 20 millioner forskjellige brukere per måned, noe som ga selskapet en 7. plass på listen over landets største nettsteder. De tre hovedmarkedene Bil, Jobb og Eiendom har markedsandeler på henholdsvis 80, 51 og 90 prosent. FINN.no har siden lanseringen i 1999 allerede rukket å bli Schibsteds mest lønnsomme selskap, med en driftsmargin på ca. 40 % i 2005.

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

### **Metronome**

Metronome er Nordens største frittstående produsent av TV-programmer, dramaserier, langfilm og reklamefilm. Blant annet er TV-seriene Hotell Cæsar og Big Brother produsert av en av Metronomes mange datterselskaper i Sverige, Norge, Danmark, Finland og Estland.

### **Schibsted Forlagene**

Schibsted Forlagene er Norges femte største forlag, og består i dag av fem avdelinger: Bladkompaniet (norsk og oversatt underholdningslitteratur, tegneserier og krim), Chr. Schibsteds Forlag (faktabøker og oversatt underholdningslitteratur), Schibsted Internasjonale Bøker (SIB) (importerer og lagerfører ikke-oversatt litteratur) og Spesialbladforlaget (magasiner).

### **Svenska Dagbladet**

Svenska Dagbladet er Stockholms nest største morgenavis, og er i hovedsak basert på abonnement. Avisens primære målgruppe er det nysgjerrige og velutdannede mennesket i Stor-Stockholm, og består av tre deler; Nyheter, Näringsliv og Kultur.

### **VG**

Verdens Gang er Norges største avis, og har et dobbelt så stort opplag som nærmeste konkurrent. I tillegg er [www.vg.no](http://www.vg.no) Norges største nettsted. Papiravisen har en markedsandel på 68 % av løssalgsmarkedet og en leserdekning på 34,4 %.

#### 2.1.2 Aksjonærer

Ved inngangen til 2006 hadde Schibsted i alt 4 074 aksjonærer. På dette tidspunktet eide utenlandske aksjonærer 48,3 % av totalt antall registrerte aksjer (69 250 000<sup>3</sup>). De fem største aksjonærene kontrollerte i alt rundt 53 % av

---

<sup>3</sup> [www.ose.no](http://www.ose.no)

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

aksjene, mens de ti største eide ca. 66 %. Antall aksjer i eget eie var oppgitt til 2 081 551.

Schibsteds 20 største aksjonærer per 30. januar 2006:

	Navn	Ant. aksjer	Andel
1	Blommenholm Industrier	18 083 520	26,11%
2	Capital Research and Management	5 678 500	8,20 %
3	Folketrygdfondet	5 146 410	7,43 %
4	Fidelity Investment Services Ltd.	4 271 954	6,17 %
5	Fidelity Management & Research	3 560 665	5,14 %
6	Tweedy, Browne Company LLC	2 302 000	3,32 %
7	Schibsted ASA	2 081 551	3,01 %
8	Orkla ASA	2 000 000	2,89 %
9	Marathon Asset Management	1 551 061	2,24 %
10	Nothern Trust Investments, N.A.	1 345 633	1,94 %
11	Morgan Stanley Investment Management Ltd.	1 245 519	1,80 %
12	Taube, Hodson, Stonex Partners Ltd.	984 960	1,42 %
13	Vital Forsikting ASA	956 376	1,38 %
14	SEB Asset Management (Stockholm)	820 961	1,19 %
15	Schroder Investment Management Ltd.	715 250	1,03 %
16	Scotford's Schibsted Guri	650 000	0,94 %
17	Barclays Global Investors	609 776	0,88 %
18	AIM Management Group	570 892	0,82 %
19	VPF DnB NOR Norge	563 752	0,81 %
20	Nordea Investment Management AB	535 700	0,77 %

Tabell 2.1 – Schibsteds aksjonærer per 30. januar 2006

### 2.1.3 Aksjekursutvikling og utbyttepolitikk

Schibsted-aksjen har i tråd med OSE, hovedlisten på Oslo Børs, hatt en formidabel kursutvikling de siste fire år. Schibsted-aksjen har i alt hatt en kursøkning på rundt 140 %, fra 81,50 kroner 1. august 2002 til 196,00 kroner 30. september 2006.

### 2.1.4 Utbyttepolitikk

Schibsted innehar en sterk posisjon i det skandinaviske mediemarkedet, spesielt innenfor avisområdet. Til tross for at inntjening og kontantstrøm fra medievirksomheten er preget av konjunkturmessige svingninger, er de sterke merkenavnene med på å sikre en langsiktig stabil posisjon for selskapet. Selskapets styre har nylig vedtatt en ny visjon og strategi med hensyn på utbyttepolitikk, som tar hensyn til at mediebransjen er i sterk endring. Denne innebærer vekst i omsetning og utvikling av konsernets virksomheter, i tillegg til at Schibsteds kapitalstruktur må fremstå som tilstrekkelig robust for at selskapet skal opprettholde den finansielle handlefriheten som konsernets vekstambisjoner krever.

Selskapets utbyttepolitikk fremhever en fast utdelingsgrad for utbytte, som over tid skal være 25-40 % av konsernets kontantstrøm per aksje<sup>4</sup>. I tillegg er det ønskelig med en viss stabilitet i utbyttet over tid. I år med svakere konjunkturer vil utbyttene opprettholdes så lenge konsernets kapitalstruktur tillater det. Et slikt utbytteneivå skal medføre at Schibsteds direkteavkastning er konkurransedyktig både i det norske markedet og blant europeiske medieselskaper.

For 2005 hadde styret et forslag til utbytte på kr 4,25,-, mot kr 3,25,- i 2004<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> Schibsted årsrapport 2005

<sup>5</sup> Schibsted årsrapport 2005

### 3 Valg av verdsettelsesmodell

Det finnes forskjellige årsaker til og motiv for å ville verdsette et selskap. Mulige årsaker kan være kjøp av aksjepost, oppkjøp, fusjoner, børsintroduksjoner og avvikling av selskaper. I teorien presenteres en rekke forskjellige modeller for verdsettelse, tradisjonelt inndelt i balanse-, resultat- og inntjeningsbaserte modeller. Vi vil i dette kapitlet benytte inndeling og definisjoner fra Knut Boye og Gunner A. Dahls artikkel "Verdsettelsesmodeller" (1997) samt definisjoner fra Kjell H. Knivsflå sine forelesninger i BUS425.

For selskaper i oppstarts- og vekstfasen legges vanligvis inntjeningsbaserte modeller til grunn for verdsettelsen, da disse er dynamiske modeller med fokus på fremtiden fremfor kun å se på dagens verdier. Denne typen modeller kan også brukes ved verdsetting av modne selskaper. Selv om vår analyse kommer til å basere seg på en inntjeningsbasert modell, vil vi kort presentere de ulike alternativene som eksisterer når man skal forsøke å finne verdien av et selskap.

#### 3.1 Balansebaserte modeller

Enkelt sagt bygger balansebaserte verdsettelser på verdien av eiendeler<sup>6</sup> fratrukket gjeld. Det er vanlig å dele metoden i tre modeller:

- Matematisk verdi; regnskapsmessig verdi basert på regnskapslovens vurderingsregler
- Substansverdi; markedsverdi av eiendelene fratrukket gjeld (og latent skatt). Metoden forutsetter fortsatt drift.
- Likvidasjonsverdi; kontantoverskudd ved salg av eiendeler og gjeld, det teoretiske (laveste) beløpet eierne vil sitte igjen med dersom virksomheten avvikles. Metoden forutsetter avvikling.

Verdsettelse basert på balansebaserte modeller er ofte unøyaktig, særlig med bakgrunn i at markedsverdier ikke alltid er tilgjengelige, idet driftsmidlene

---

<sup>6</sup> Her kan enten totale eiendeler eller materielle eiendeler benyttes. Normalt brukes materielle eiendeler.

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

normalt ikke omsettes i aktive annenhåndsmarkeder. Gitt markedsverdier av materielle eiendeler, reflekterer disse forventet inntjening. Da immaterielle eiendeler i de fleste tilfeller ikke tas i betraktning ved substansverdiberegningen, kan dette utgjøre en svakhet i modellen, dersom selskapet innehar betydelige verdier i immaterielle eiendeler. Resultatet fra en balansebasert modell kan bli bra dersom selskapets eiendeler har verdi som ikke er avhengig av en spesifikk virksomhet, eller der et oppkjøp av bedriften er et alternativ til å kjøpe et nytt anlegg.

Balansebaserte modeller er egnet for selskap hvor det er enkelt å finne verdien på komparative eiendeler (for eksempel skip, eiendom). Schibsted har begrensede eiendeler (sett bort fra kontanter), slik at den type verdsettelsesmodell ikke vil være optimal for selskapet.

### 3.2 Kontantbaserte modeller

Det er ikke uvanlig å fastsette verdien på et prosjekt basert på fremtidige kontantstrømmer diskontert til dagens verdi. Ettersom et kjøp av en aksje eller et selskap som helhet gir eieren rett til fremtidige kontantstrømmer fra selskapet, er det naturlig å bruke de samme metodene som ved en vanlig investeringsanalyse. Det finnes to måter å se på fremtidig kontantstrøm; netto kontantstrøm fra driften eller utbytte (dividende).

#### 3.2.1 Kontantstrømmetoden

Når det gjelder fremtidig kontantstrøm, skiller man mellom kontantstrøm til egenkapitalen og kontantstrøm til totalkapitalen. Forskjellen består i at man ved bruk av førstnevnte metode finner verdien av egenkapitalen direkte, mens man gjennom bruk av sistnevnte finner verdien av selskapets egenkapital indirekte gjennom verdien av eiendeler fratrukket gjeld. Forskjellen på de to metodene er behandlingen av rentebærende gjeld og beregning av skatt. I totalkapitalmodellen beregnes skatt av driftsresultat, mens i egenkapitalmodellen beregnes skatt av det totale resultatet.

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

### Kontantstrøm til egenkapitalen:

- Resultat etter skatt
- + Avskrivninger
- Investeringer
- Økning omløpsmidler
- + Økning rentefri gjeld
- + Økning rentebærende gjeld
- = Kontantstrøm til EK

### Kontantstrøm til totalkapitalen:

- Driftsresultat
- Skatt av driftsresultat
- + Avskrivninger
- Investeringer
- Økning omløpsmidler
- + Økning rentefri gjeld
- = Kontantstrøm til TK

Kontantstrømmen til totalkapitalen skal dekke kontantstrøm til egenkapital og kontantstrøm til rentebærende gjeld.

Valget av kontantstrømmetode spiller i utgangspunktet ingen rolle for det endelige resultatet, forutsatt at avkastningskravet er korrekt beregnet. Avkastningskrav til egenkapitalen og totalkapitalen hører til sine respektive kontantstrømmer.

Verdien av selskapet som helhet kan altså defineres som summen av alle fremtidige kontantstrømmer til totalkapitalen, diskontert med avkastningskravet,  $k_t$ , eller som summen av alle fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen, diskontert med avkastningskravet,  $k_e$ , tillegg verdien av rentebærende gjeld, forutsatt at kontantstrømmen kun genereres av driftsaktiviteter.

### 3.2.2 Dividendemodellen

For en investor med en tidshorisont,  $T$ , er den maksimale prisen han/hun vil betale i dag, summen av nåverdien av fremtidige dividendeutbetalinger,  $D_t$ , og prisen på aksjen på tidspunkt  $T$ ,  $P_T$ . Dermed blir dagens pris,  $P_0$ , følgende:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=T} \frac{D_t}{(1+k)^T} + \frac{P_T}{(1+k)^T} \quad \text{der } k \text{ er diskonteringsfaktoren}$$

Dersom investoren har en uendelig tidshorisont, forenkles uttrykket til:



## Fundamental verdsettelse av Schibsted

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{D_t}{(1+k)^T}$$

Modellen forutsetter dermed at man budsjetterer dividendeutbetalingene i all fremtid, noe som er umulig. For å likevel kunne bruke denne modellen, gjør man ofte en forenkling rundt veksten i dividendeutbetalingene. Forutsatt at utbyttet øker med en konstant prosentsats hvert år i all fremtid, kan vi

beregne  $P_0$  ved hjelp av Gordons vekstformel,  $P_0 = \frac{D_1}{k-g}$ .

Formelen er enkel i bruk og samtidig nyttig i fastsettelsen av prisen på en aksje. Forutsetningene for å kunne bruke den er at veksten er konstant.

Usikkerhet rundt dividendeutbetalingene gjør at vi ikke vil bruke modellen i verdsettelsen av Schibsted. For det første har utbyttet variert over tid, og det finnes derfor ingen historie som forteller hva "normalnivået" for utbytte er. Selskapet har dessuten besluttet en ny utbyttepolitikk, noe som kan endre størrelsen på utbytteutbetalinger i fremtiden.

### 3.3 Opsjonsprisingsmodellen

Opsjonsprisingsmodellen ser, i motsetning til tradisjonelle verdsettelsesmetoder, risiko ikke utelukkende som et onde, men snarere som en mulighet. Opsjonsbasert verdsettelse utvider tradisjonell verdsettelse ved å bygge inn verdien av fleksibilitet, der fleksibilitet defineres som muligheten til å avvike fra forventet utvikling.

Verdien av et selskap blir dermed

verdi ved "tradisjonell metode" + nåverdi av fleksibilitet

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

Vanligvis er verdien av fleksibilitet knyttet til såkalte realopsjoner, som ofte er knyttet til driften. Eksempel på en realopsjon kan være et patent (rett, men ikke plikt til bruk av et varemerke eller et design), en leieavtale, for eksempel av flymaskiner (rett, men ikke plikt til nedskalering) eller en tomt (rett, men ikke plikt til å utnytte den).

Unyttede driftsmidler gir lite bidrag til nåverdien når man bruker kontantstrømmetoden, for eksempel en tomt som eies, men ikke brukes gir lite bidrag til overskuddet. Allikevel utgjør den en mulighet for utvidet drift eller salg.

### 3.4 Relativ prising

Relativ prising er en metode som går ut på at man beregner multiplikatorer/forholdstall for å sammenligne med andre selskap. Verdien av de komparative selskapene og det relative forholdet ved sammenligning av multiplikatorer, er grunnlaget for verdsettelsen av selskapet.

Multiplikatormetoden er enkel og utbredt i praksis. Metoden kan imidlertid være enken å "manipulere" i forhold til de andre metodene, da verdsetteren kan velge å bruke "passende" multiplikatorer, og på den måten vil være i stand til å påvirke resultatet. Ved behov må man justere for eventuelle forskjeller i fundamentale forhold, for eksempel vekst. Metoden er godt egnet som et supplement til andre metoder for verdsettelse.

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

Det finnes en rekke resultat- og kontantstrømorienterte multiplikatorer:

- Pris/Kontantstrøm
- Pris/Fortjeneste (også kalt Price/Earnings)
- EV<sup>7</sup>/Salg
- EV/EBIT<sup>8</sup>
- EV/EBITDA<sup>9</sup>

Balanseorienterte multiplikatorer:

- Pris/Bok
- EV/antall ansatte
- EV/antall kunder

Man kan i prinsippet definere multiplikatoren selv. Poenget er å sammenligne. Bruk av kjente multiplikatorer vil imidlertid være en fordel, da det vil gjøre resultatet mer troverdig.

### 3.5 Valg av metode

Da Schibsted ikke har betydelige driftsmidler, anser vi ikke en metode med hovedfokus på balansen som egnet. Vi ser heller ikke at Schibsted har betydelige realopsjoner, dvs. ingen unyttede tomter, ingen patenter, ingen avtaler, ingen fordel ved avvikling. Schibsted investerer riktignok store summer i FoU, noen som kan bety at de sitter på realopsjoner i form av patenter og/eller nyvinninger. Slike eventuelle realopsjoner er det umulig for oss å kjenne til, og vi finner det derfor ikke hensiktsmessig å benytte opsjonsprising i verdsettelsen. Vi kunne verdsatt Schibsted ved hjelp av relativ prising, men siden det er vanskelig å finne noen selskap som er direkte sammenlignbare med Schibsted, velger vi å ikke bruke en slik modell.

---

<sup>7</sup> EV = Enterprise Value

<sup>8</sup> Earnings before interest and taxes

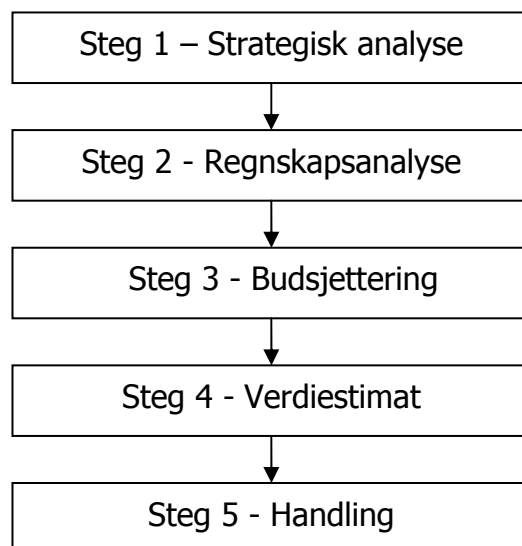
<sup>9</sup> Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

Vi kommer til å legge til grunn kontantstrøm til totalkapitalen i vår verdsettelse av Schibsted. Vi behøver dermed ikke å forutse fremtidig finansiering, noe som er nødvendig ved bruk av egenkapitalmetoden. Kontantstrømmen til totalkapitalen påvirkes kun av hvordan aktivasseten i balansen utnyttes, mens kontantstrømmen til egenkapitalen også påvirkes av hvor mye som må betales i avdrag og renter. Vi behøver nå ikke å budsjettere endringer i rentebærende gjeld.

### 3.6 Rammeverk for analyse og verdsettelse av Schibsted

Rammeverket vi vil benytte i vår verdsettelse av Schibsted, kan oppsummeres i følgende figur:



Figur 3.1 – Rammeverket for verdsettelsen av Schibsted

#### Steg 1 – Strategisk analyse:

For å få innsikt i Schibsteds underliggende økonomiske forhold, vil vi først foreta en kvalitativ analyse. Her er det spesielt viktig å avdekke om den strategiske posisjonen til Schibsted i markedet kan gi grunnlag for inntjening i fremtiden. I denne analysen vil vi benytte Porters industrianalysemodell for å kartlegge de eksterne utfordringene og truslene i Schibsteds omgivelser. Deretter vil vi foreta en intern analyse der vi fokuserer på Schibsteds styrker og svakheter. I denne prosessen vil vi benytte en SVIMA-analyse. Den

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

strategiske analysen vil være med på å bestemme fremtidsregnskapet og Schibsteds evne til å generere rentabilitet som overgår avkastningskravet.

### Steg 2 – Regnskapsanalyse:

Etter å ha foretatt en kvalitativ analyse av Schibsteds strategiske posisjon i markedet, samt selskapets styrker og svakheter, vil vi foreta en kvantitativ analyse av Schibsteds tidligere årsregnskap for å få innsikt i de underliggende økonomiske forholdene. Her vil vi justere regnskapstallene for å få et mer korrekt bilde av utviklingen hos Schibsted. Vi ønsker å isolere drift og finansiering og skille mellom hva som er normalt og unormalt. Denne omgrupperingen av resultatregnskapet vil gjøre det lettere for oss å se hvilke underliggende kilder som skaper verdi for Schibsted.

Videre vil vi foreta en forholdstallanalyse, der vi fokuserer på likviditeten, soliditeten, rentabiliteten og veksten til selskapet. Denne analysen skal gi oss grunnlag for å budsjettere kontantoverskuddet til totalkapitalen.

### Steg 3 – Budsjettering:

Ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet vil vi budsjettere dette med bakgrunn i den strategiske regnskapsanalysen, frem mot en passende tidshorisont.

### Steg 4 – Verdiestimat:

På bakgrunn av fremtidsregnskapet beregnes verdien av Schibsted ved å diskontere budsjettets kontantoverskudd til nåverdi. Vi vil som nevnt over benytte totalkapitalmodellen for å finne et verdiestimat på selskapet.

### Steg 5 – Handling:

Ut i fra vårt verdiestimat vil vi til slutt kunne utarbeide en ekstern handlingsstrategi. Dersom vårt verdiestimat er høyere enn børsverdien, vil dette signalisere kjøp av Schibsted-aksjen. Omvendt vil vi trekke motsatt konklusjon, og anbefale salg av aksjen.

### 4 Strategisk analyse

For å få innsikt i Schibsteds underliggende økonomiske forhold, vil vi foreta en kvalitativ analyse av selskapet. Her skal vi forsøke å avdekke om Schibsteds strategiske posisjon i markedet gir grunnlag for en varig strategisk fordel i fremtiden. Strategisk fordel innebærer at avkastningen til kapitalen<sup>10</sup> overgår avkastningskravet til kapitalen og at selskapet tar nye andeler i markedet det opererer i. Det vi kommer frem til i den strategiske analysen, vil vi senere forsøke å underbygge og bekrefte i vår regnskapsanalyse. Den strategiske analysen vil også være et hjelpemiddel når vi senere forsøker å predikere fremtidsregnskapet til Schibsted.

#### 4.1 Rammeverk for strategisk analyse

Den strategiske analysen vil være todelt. Først vil vi bruke Porters industrianalysemodell<sup>11</sup> til å utføre en ekstern analyse av konkurransekraftene i mediebransjen og de øvrige eksterne omgivelsene rundt Schibsted. Den eksterne analysen skal gi en grunnleggende forståelse av mediebransjen og forhold der som kan gi grunnlag for strategisk fordel for Schibsted. Vi vil deretter foreta en SVIMA-analyse av selskapets interne ressurser. Analysen skal gi innsikt i om Schibsted har interne ressurser som kan bidra til varige konkurransefortrinn og lønnsom avkastning.

Den strategiske analysen vil være basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Dette utgjør en svakhet ved analysen, spesielt hva gjelder den interne delen. I besittelse av selskapsspesifikk informasjon ville vi hatt bedre forutsetninger for å uttale oss om Schibsted og mediebransjen generelt.

---

<sup>10</sup> Vi benytter både markedsverdier av kapitalen og verdien av bokført kapital i verdsettelsen vår. Vi vil hele tiden spesifisere hva vi bruker i de ulike utregningene.

<sup>11</sup> Hill & Jones (2001)

### 4.2 Ekstern analyse

I den eksterne analysen vil vi først forsøke å gi et bilde av det eksterne miljøet Schibsted opererer i, både med tanke på geografisk plassering og produktenes posisjonering. Videre vil vi bruke Porters rammeverk til å belyse hovedkreftene som virker inn på den konkurransesituasjonen som selskapet befinner seg i, og med dette avdekke Schibsteds muligheter og trusler. En PEST-analyse vil dessuten hjelpe oss med å finne politiske, økonomiske, sosiale og teknologiske faktorer som virker inn på lønnsomheten til selskapet.

#### 4.2.1 Markedet Schibsted opererer i

##### Geografi

Norge og Sverige er definert som Schibsteds hjemmemarked. Selskapets visjon gjennom flere år har vært å "være en ledende skandinavisk mediebedrift som innholdsleverandør til forbrukere og annonsører uavhengig av medievalg".<sup>12</sup> I årsrapporten for 2005 blir det imidlertid uttalt at visjonen i stor grad er oppnådd og at Schibsted i fremtiden vil utvide sin geografiske horisont og satse i resten av Europa. Selv om Norge og Sverige fortsatt er definert som selskapets hjemmemarked, da det er her det meste av all produktutvikling skjer, uttalte Schibsted i mai 2006 at alle nye satsinger vil skje i Europa utenfor Norge og Sverige. Schibsted har lenge vært operativ innen avis og TV i Baltikum. Gratisavisen 20 Minutter utgis i 22 byer i Frankrike og Spania og er en suksess både målt i lesertall og økonomisk resultat. I juni i år ble det kjent at Schibsted kjøper virksomheten til Trader Classified Media i Spania (inkludert Latin Amerika), Frankrike, Italia og Sveits. Selskapet er spesialisert innen rubrikkjenester, som distribueres både via papir og internett. Schibsted meldte dessuten 22. mai i år at de skal satse på en rubrikkjeneste som ligner på FINN.no i Singapore og sier samtidig at de håper at dette kan bli et asiatisk springbrett for selskapet. Det finnes per i dag ingen lignende tjenester i Asia. Det geografiske markedet Schibsted opererer

---

<sup>12</sup> Schibsteds årsrapport 2005

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

i, anses derfor som internasjonalt, og er, på tross av melding om satsning i Asia, foreløpig forbeholdt Europa samt rubrikkvirksomhet i Latin Amerika.

### Produkt

Når det gjelder produktmarkedet, opererer Schibsted innen fire ulike mediekategorier; Avis, Film/TV, Online og Forlag.

#### i. Avis

Mer enn 65 % av Schibsteds driftsinntekter skriver seg fra kategorien "Avis", og Aftenposten er den største bidragsyteren hva driftsinntekter angår. Aftenposten har gjennomgått en signifikant endring til tabloidformat i tillegg til store rasjonaliseringer og restruktureringer. På tross av et synkende avismarked gikk Aftenpostens totale opplag opp i 2005. Også VG har gjennomgått endringer den siste tiden. Blant annet har avisen kommet med et nytt sportsbilag. Store endringer og omlegginger til tross; VGs opplag er fallende, og i mai i år ble det bekjentgjort at VG må kutte 100 millioner kroner i år og neste år. Avisen taper terreng i forhold til sin egen og andre avisers nettutgaver, og hadde i første kvartal 2006 et resultat på 188 millioner mot 358 millioner i samme kvartal i fjor. Aviskategorien er for øvrig sterk i det internasjonale markedet. Nordmenn er det mest avislesende folket i verden, tett fulgt av Japan, Sverige og Danmark<sup>13</sup>. Allikevel ser vi at det er her papiravisen taper terreng relativt til de nettbaserte avisene. I det øvrige Europa er ikke interessen like stor for papirmediet, og interessen for digitale medier er også lavere utenfor Skandinavia. Gratisavisen 20 Minutter har riktignok fått flere unge mennesker i Frankrike og Spania til å lese mer aviser, og Schibsted har planer om å satse på avissegmentet utenlands. Avisvaner kan imidlertid være vonde å vende. De gamle, etablerte, nasjonale avisene vil nok lenge være foretrukket av leserne.

---

<sup>13</sup> <http://www.kunnskapsforlaget.no>



### ii. Online

Schibsted Multimedia er den virksomheten i konsernet som realiserer Schibsteds strategi innen nye medier<sup>14</sup>, og innebærer virksomhet innenfor segmentene mobile tjenester, søketjenester og online bokhandel (inntil november 2005). Nettaktivitetene bidro i første kvartal 2006 med 12 % av selskapets totale driftsinntekter. Potensialet innenfor nye medier spås å være stort, da man antar at internett over tid vil ta mer og mer over for de tradisjonelle papirtjenestene. Nordmenn troner øverst på listen over brukere av nettavis, tett fulgt av svenskene<sup>15</sup>. Norge har vært en foregangsnaasjon innenfor bruk av internett og man spår at øvrige land i Europa i fremtiden vil følge i nordmenns fotspor hva angår bruk av netjtjenester. Her til lands har søketjenesten FINN.no vært en formidabel suksess og det samme har Blocket.se vært i Sverige. Schibsted har til nå klart å utnytte den veksten man har sett innen disse mediene gjennom å komme med flere nye internettjenester, som for eksempel Vektklubben, et online diettprogram, og Sesam.no, en ny søkemotor på nettet. Schibsted er den største internett-aktøren av de skandinaviske medieselskapene<sup>16</sup>.

I 2004 var det rubrikkannonseringstjenesten FINN.no som var det mest lønnsomme selskapet for Schibsted isolert sett, med en driftsmargin på 40 %. Samtidig bidro den tilsvarende tjenesten i Sverige, Blocket.se, med betydelig bidrag til bunnlinjen. Schibsted er i gang med å etablere liknede tjenester også utenfor Skandinavia, blant annet Compraventa i Spania og willhaben.at. i Østerrike.

### iii. TV og Film

Schibsted er majoritetseier i selskapet Metronome Film & Television, som er den største frittstående skandinaviske aktøren innen film- og TV-produksjon. Selskapet produserer TV-program, dramaserier, langfilm og reklamefilm.

---

<sup>14</sup> Nye medier er en fellesbetegnelse på konsernets aktiviteter innen mobilt og fast internett.

<sup>15</sup> <http://www.dagbladet.no>

<sup>16</sup> Artikkel i Kapital; Disse styrer internett i Norge.

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

Metronome Film & Television har datterselskap i Sverige, Norge, Danmark og Finland og selskapet står bak kjente produksjoner som "Idol", "Big Brother" og "Hotell Cæsar".

Sandrew Metronome satser på å skape, kjøpe og forvalte rettigheter til spillefilm. Schibsted eier halvparten av selskapet. Markedet preges av tilbakegang innen VHS (video), fremgang innen DVD, samt sterkt prispress. I Sverige, Danmark og Finland driver Sandrew Metronome også kinovirksomhet.

### iv. Forlag

Schibsted Forlagene er et heleid selskap i Schibsted og forlaget utgir skjønnlitteratur, tegneserier, krim, faktabøker, underholdningslitteratur og ulike magasin.

Oppsummert kan vi si at Schibsted har en god posisjon på det nordiske mediemarkedet. Selskapet er i ferd med å innta det geografiske markedet Europa, og opererer innenfor informasjons- og forlagsvirksomhet og beslektet næringsvirksomhet.

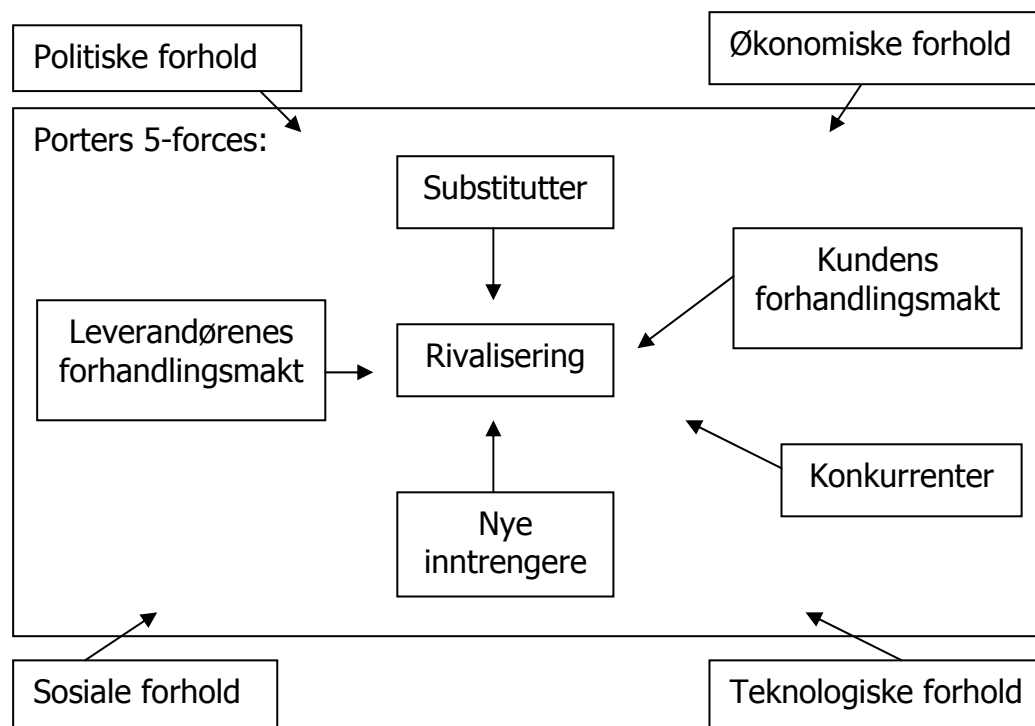
### 4.2.2 Porters fem konkurransekrefter

Michael E. Porter har utviklet en velkjent industrianalysemodell<sup>17</sup> som beskriver hovedkreftene som virker inn på konkurransesituasjonen som et selskap befinner seg i. Vi vil benytte Porters modell til å analysere makro- og bransjeforholdene som er med på å påvirke Schibsteds lønnsomhet. Modellen kan fremstilles slik:

---

<sup>17</sup> Porter, M.E (1980)

## Fundamental verdsettelse av Schibsted



Figur 4.1 – Porters industrianalysemodell

De fire ytterste boksene i modellen illustrerer makroanalysen, også kalt PEST-analyse av politiske (political), økonomiske (economical), sosiale (social) og teknologiske (technological) forhold. De fem innerste boksene illustrerer konkurransesituasjonen i markedet, og baserer seg på den såkalte 5-forces modellen til Porter.

### 4.2.2.1 PEST-analyse

En PEST-analyse fokuserer på faktorer som virker inn på en bedrifts virksomhet. Dette innebærer som nevnt over politiske-, økonomiske-, sosiale-, og teknologiske faktorer. Disse faktorene kan brukes som grunnlag for å stille spørsmål som: Hvilke av disse faktorene er viktigst nå og de neste årene? Hvordan kan vår bedrift møte disse utfordringene på en best mulig måte?

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

Tabell 4.1 viser en oversikt over sentrale faktorer i en PEST-analyse.

Politiske og juridiske forhold	Økonomiske forhold
<ul style="list-style-type: none"><li>- Monopollovgivning</li><li>- Miljøvernlovgivning</li><li>- Skattepolitikk</li><li>- Handelsreguleringer</li><li>- Arbeidsreguleringer</li><li>- Stabilitet hos myndigheter</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Forretningssykluser</li><li>- Trender i BNP</li><li>- Rentenivå</li><li>- Inflasjon</li><li>- Arbeidsledighet</li><li>- Disponibel inntekt</li><li>- Energitilgang og -kostnad</li></ul>
Sosiokulturelle forhold	Teknologiske forhold
<ul style="list-style-type: none"><li>- Befolkningsdemografi</li><li>- Inntektsfordeling</li><li>- Sosial mobilitet</li><li>- Holdninger til arbeid</li><li>- Konsum</li><li>- Utdanningsnivå</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Offentlige bidrag til forskning</li><li>- Fokus på teknologi</li><li>- Nye oppdagelser og utvikling</li><li>- Teknologioverføring</li><li>- Antall mislykkede prosjekter</li></ul>

Tabell 4.1 – Sentrale faktorer i en PEST-analyse<sup>18</sup> (Roos & von Krogh)

### Politiske og juridiske forhold

Posisjoneringen til en bedrift avhenger blant annet av de politiske og juridiske forholdene som omgir selskapet. Norge er, og har tradisjonelt vært, preget av politisk stabilitet. Det samme kan sies om de andre landene hvor Schibsted har datterselskaper, spesielt innenfor Norden og Vest-Europa. Selskapet er også operativt i Baltikum, et område tidligere preget av økonomisk og politisk ustabilitet. Etter at Estland, Latvia og Litauen i 1991 ble uavhengige stater, har mange politiske partier og korte regjeringsperioder preget det politiske systemet i landene. På tross av stor sosial ulikhet, har den økonomiske utviklingen de siste årene kommet under kontroll. Faren for at politiske uroligheter skal begrense Schibsteds handlefrihet synes derfor liten. Begrensningen ligger først og fremst i konkurranselovgivningen, som i henhold til EUs harmonisering nå har blitt betydelig strengere, blant annet

---

<sup>18</sup> Roos & von Krogh (1996)

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

gjennom ulike programmer som skal øke kompetansen og styrke konkurranseevnen til den europeiske audiovisuelle industrien<sup>19</sup>.

### Økonomiske forhold

Økonomiske forhold refererer til faktorer som påvirker lønnsomheten av å operere i en bransje. Eksempler kan være inflasjon, rente- og inntektsnivå (se også tabell 4.1). Verdensøkonomien har hatt en sterk vekst, blant annet drevet av Kina. I Norge og de øvrige landene i Norden er inflasjonen stabil og forholdsvis lav, noe som reduserer den økonomiske usikkerheten der. Det økonomiske bildet for EU-området er litt mer sammensatt. Euroområdet har den siste tiden slitt med utenrikshandelen, samtidig som det ikke har vært stor fart på innenlandshandelen. Statistikken tyder allikevel på at veksten i Euroområdet tar seg opp<sup>20</sup>. For tiden er rentenivået lavt i Europa, men antagelser om vekst i BNP samt nedgang i arbeidsledigheten tyder på at også Euroområdet står overfor en renteøkning. I takt med en høyere økonomisk vekst, øker stadig inntektsnivået i Europa, spesielt etter hvert som arbeidsledigheten igjen sakte men sikkert begynner å avta. Spesielt i Baltikum, som stadig blir mer vestlig orientert, øker forbruk og kjøpekraft med høy hastighet. I de baltiske landene har den tidligere høye prisstigningen kommet under 15 %<sup>21</sup> og valutaen er nå mindre volatil. Dette geografiske området opplever en årlig økonomisk vekst på seks prosent<sup>22</sup>, og landene vil som nye EU-medlem om kort tid gå inn i den monetære unionen. De økonomiske, handelsmessige, politiske og geografiske forholdene ligger til rette for økt engasjement og bidrag fra driften i Baltikum.

### Sosiale forhold

Sosiale forhold kan ha stor økonomisk betydning for bedrifter, særlig når det skjer endringer som påvirker konsumatferden hos forbrukerne. Indikatorer på sosiale forhold kan for eksempel være utdanningsnivå, kriminalitet, sykdom og inntektsnivå. I Skandinavia og resten av Europa er de sosiale forholdene

---

<sup>19</sup> <http://www.europakommisjonen.no>

<sup>20</sup> <http://www.stortinget.no>

<sup>21</sup> Odinarkiv – Fakta om Baltikum

<sup>22</sup> <http://www.lindorff.no>

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

gode og utgjør ingen hinder for å drive lønnsom næringsvirksomhet. Nevneverdig i denne sammenheng er at de sosiale forholdene i de baltiske landene stadig bedrer seg, noe som fører til økt etterspørsel og bedret grunnlag for økonomisk vekst.

## Teknologiske forhold

For mediebransjen har den teknologiske utviklingen ført til store omveltninger og krav til nytenkning. En konvergering er nå i ferd med å skje ved at de tradisjonelle skillelinjene mellom ulike deler av mediebransjen holder på å forsvinne på grunn av den teknologiske utviklingen; aviser blir tilgjengelige i papirformat, på internett, via mobil osv. Den teknologiske utviklingen er svært viktig, og setter nye standarder og krav til de ulike medieselskapene. Dette vil også gjelde i tiden fremover. En kritisk faktor for Schibsteds videre suksess vil derfor være evne til å tenke innovativt, utnytte nye muligheter og mediekanaler samtidig som de tilpasser seg de nødvendige endringer og nye kundebehov. Teknologit utviklingen vil føre til at konsumenter stadig vil etterspørre mer tilgjengelige nyheter. Det gjelder å være først med det nyeste.

## Konklusjon PEST-analyse

PEST-analysen sier at Schibsted opererer i et marked med gode rammevilkår, politisk stabilitet, gode økonomiske forhold, stadig bedre sosiale forhold og en teknologisk utvikling som går fremover så det suser. Sistnevnte faktor er en utfordring som kan bli en gullgrube for den tilpasningsdyktige aktør, men som samtidig kan bety kroken på døra for den som ikke klarer å henge med i kappløpet. Det faktum at flere land opplever økt levestandard medfører økt konsum og dermed et økt totalmarked for mediebransjen. Makroøkonomiske forhold er det lite Schibsted kan gjøre med annet enn å tilpasse seg etter beste evne (og helst litt bedre). Kritisk for videre suksess blir evne til tilpasning til teknologisk utvikling og forbrukernes etterspørsel. Klarer Schibsted å tilpasse seg, vil de kunne kapre andeler i et stadig voksende marked.

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

### 4.2.2.2 De fem konkurransekraftene

PEST-analysen gir et godt utgangspunkt for videre bransjeanalyse. Bransjeanalysen tar sikte på å avdekke konkurransesituasjonen Schibsted befinner seg i. Her vil vi ta utgangspunkt i Porters Five Forces, og se hvordan de ulike kreftene virker inn på lønnsomheten i bransjen. Lave inngangsbarrierer, substitutter, sterk konkurranse blant eksisterende aktører, kunder med forhandlingsmakt samt aktører med makt er alle forhold som beskriver en sterkt fragmentert bransje, dvs. en bransje med redusert potensial for vedvarende avkastning og konkurransefortrinn i fremtiden. Hvorvidt Schibsted opererer i en fragmentert bransje eller ikke, vil vi belyse i drøftelsen av de fem konkurransekraftene under.

#### Nye inntrengere

Nye inntrengere, eller potensielle konkurrenter, er aktører som ikke er konkurrenter i dag, men som kan tenkes å bli det i fremtiden<sup>23</sup>. Inntrengere bidrar til å redusere den totale lønnsomheten i bransjen på to måter; enten ved å etablere seg i bransjen og konkurrere på lik linje med de andre bedriftene, eller ved at faren for nyetableringer hindrer etablerte bedrifter i å ta ut "monopolprofitt". Et ønske fra den nye aktøren om å vinne markedsandeler leder ofte til prispress eller økte kostnader forbundet med en mer intensiv konkurranse. Resultatet blir i begge tilfeller redusert lønnsomhet for de resterende aktørene.

---

<sup>23</sup> Hill & Jones (2001)

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

Det er særlig tre faktorer som bestemmer attraktiviteten ved nyetablering i en bransje:<sup>24</sup>

- i. Lønnsomheten i bransjen
- ii. Forventet handlingsstrategi fra eksisterende aktører. Nyetableringer kan møtes med priskrig, noe som reduserer attraktiviteten ved å etablere seg i markedet.
- iii. Størrelsen på inngangsbarrierer, for eksempel skalafordeler, produktdifferensiering og bransjekunnskap.

De store medieselskapene i Skandinavia; Schibsted, Orkla og Bonnier leverer alle gode tall for 2005<sup>25</sup>, og lønnsomheten i bransjen må betraktes som god. Fra mikroøkonomisk teori vet vi at nye inntrengere tiltrekkes av bransjer med god lønnsomhet. På den annen side finnes det flere barrierer<sup>26</sup> som hindrer nye aktører i å etablere seg:

- i. Merkevarer og kundelojalitet

I en bransje hvor denne faktoren er høy, er det vanskeligere å etablere seg for nye, enten det dreier seg om en avis, magasin, radio- eller TV-kanal. Dagens samfunn kjennetegnes av sterk konkurranse og krevende kunder<sup>27</sup>, noe som gjør at kundelojaliteten er svakere. Allikevel anses kundemønstre som relativt vanskelige å bryte, slik at Schibsted, med sine veletablerte merkenavn som VG, Aftenposten, FINN.no og TV2 demmer bra opp for konkurrenter i markedet.

- ii. Stordriftsfordeler

Stordriftsfordeler er til stede dersom enhetskostnadene for et produkt reduseres etter hvert som antall produserte enheter øker. Dersom slike fordeler eksisterer, må nye aktører enten starte produksjon i stor skala eller innfinne seg med kostnadsulempene ved produksjon i liten skala. I en

---

<sup>24</sup> Hill & Jones (2001)

<sup>25</sup> Selskapenes årsrapporter fra 2005

<sup>26</sup> Hill & Jones (2001)

<sup>27</sup> Orkla Årsrapport 2005



## Fundamental verdsettelse av Schibsted

kapitalintensiv bransje skal det godt la seg gjøre for nykommere å ta opp konkurransen med de veletablerte. Det faktum at Schibsted er en veletablert aktør i et marked preget av store aktører, gjør at sjansen er liten for at nye aktører vil trenge inn på markedet.

### iii. Reguleringer fra myndighetene

I Norge finnes det kun et visst antall konsesjoner for å drive reklamefinansiert TV og radio, noe som naturlig stopper etableringer her til lands. Dette kan være et hinder for nysatsing.

### iv. Kapitalbehov

Behovet for å investere store summer for å være konkurransedyktig, er et viktig etableringshinder. Dette gjelder spesielt hvis kapitalen skal brukes til reklame eller forskning og utvikling (FoU) i startfasen, og det er knyttet usikkerhet til om investeringen vil være lønnsom<sup>28</sup>. Innen online stilles det krav til lisenskjøp, investering i humankapital og utvikling av applikasjoner, websider og portaler. Internett har imidlertid åpnet for konkurranse på forlagssiden, i form av en allerede etablert aktør, Google. Google Print planlegger å legge ut alle norske bøker på nettet, noe som representerer en trussel for forlagene<sup>29</sup>.

Reaksjoner som nyetableringer kan vente seg fra eksisterende aktører, bidrar til å øke inngangsbarrierene betraktelig. Schibsted merket dette da de lanserte 20 Minutter i Tyskland. Tyske aviser kom på rekordtid med egne gratisaviser, og utkonkurrerte 20 Minutter i løpet av kort tid. De tyske gratisavisene ble imidlertid trukket tilbake da 20 Minutter resignerte rundt tusenårsskiftet.

Oppsummert kan vi si at faren for nye inntrengere ikke er uten betydning for Schibsteds lønnsomhet, men at blant annet merkevare, kapitalbehov og evne

---

<sup>28</sup> Porter (1980)

<sup>29</sup> <http://pub.tv2.no>

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

til innovasjon bidrar til at Schibsted burde ha en god sjanse til å møte denne utfordringen.

### Substitutter

Substitutter er produkter som kunden vurderer som erstatning for bransjens egne produkter, produkter som kan dekke samme behov som produktet til den aktuelle bransjen. Tilgang på substituttene er, på lik linje med nye inntrengere, med på å sette et tak på lønnsomheten i bransjen, men vil også kunne redusere den totale etterspørselen etter bransjens produkter<sup>30</sup>.

Schibsted fører en mengde ulike produkter innen mediesegmentet som hver for seg dekker ulike behov. Disse møter daglig konkurranse fra ulike typer substitutter. Det klareste eksempelet på eksisterende substitutter er nettavisene, som representerer et alternativ til den tradisjonelle papiravisen. Ettersom online-aktiviteter forventes å vokse i fremtiden, vil trusselen fra dette substituttet ikke bli av mindre betydning for avisene, som til nå har vært Schibsteds melkeku. Samtidig ser man at det er her det nye vekstpotensialet ligger, slik at hvorvidt man kan kalle det en trussel, er litt vanskelig å si. Fordi Schibsted har vært en foregangsbedrift hva angår utvikling av online-produkter, kan man paradoksalt nok si at substituttene til deres største inntjeningsprodukt i dag også utgjør deres største inntjeningspotensial. Vi vil derfor si at trusselen fra substitutter er merkbar, men at online egentlig utgjør en større mulighet enn trussel. Kunsten er å erkjenne dette. Det har Schibsted til en viss grad gjort.

### Leverandørenes forhandlingsmakt

Leverandører kan på visse betingelser presse overskuddet i en bransje ned. I praksis skjer dette med trusler om å sette opp prisene, eller redusere kvaliteten på de varer og tjenester som leveres. En leverandør vil ha forhandlingsmakt over en bedrift blant annet når leverandøren har gode alternative kunder og bedriften har få alternative leverandører, bedriften er

---

<sup>30</sup> Hill & Jones (2001)

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

kjøper av et lite kvantum og har store byttekostnader ved bytte av leverandør<sup>31</sup>. Det vil si at kunden er mer avhengig av leverandøren enn det leverandøren er av kunden. Markedet innen media er konsentrert rundt relativt få og store aktører, noe som medfører innkjøp i store kvantum. For leverandørene blir det dermed viktig å sikre seg samarbeid med de største aktørene.

Hovedtyngden av leveransene til Schibsted ligger på papir av ulike kvaliteter for trykking av forskjellige tidsskrifter og bøker. I tillegg til egen produksjon av nyheter, kjøper mediebedriften nyheter fra ulike leverandører, som Reuters og NTB. Gjennom mange års tilstedeværelse har Schibsted knyttet gode relasjoner til de nåværende leverandørene selskapet har. Som leverandør av ferske nyheter, er de avhengig av slike sterke bånd for å kunne gi sine kunder den leveringssikkerheten de forlanger. Kombinert med sin sterke markedsposisjon har selskapet et godt utgangspunkt i forhold til leverandørene.

Styrkingen innen online har trolig medført import av kunnskap gjennom eksterne konsulenter. Slike konsulenter har stor makt, da de er de eneste som sitter på spesialkunnskapen de formidler. Effekten av kunnskapsleveranser avgjøres av i hvilken grad Schibsted selv besitter slik kunnskap. Det er nærliggende å tro at Schibsted har kunnskapsleverandører som mest sannsynlig utgjør en betydelig kostnad, i stor grad tilknyttet utviklingen og satsingen innen online og nye medier.

Det faktum at Schibsted er et enormt mediekonglomerat, gjør dem til en ønsket kunde for mange leverandører (da et selskap som Schibsted handler i store kvanta), det være seg fysiske leveranser, som for eksempel papir og hardware, eller leverandører av kloke hoder (kunnskapskonsulenter) som ønsker seg til dynamiske arbeidsplasser med spennende utfordringer.

---

<sup>31</sup> Hill & Jones (2001)

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

Schibsteds størrelse og innovative tankegang gjør at selskapet har gode kort på hånden overfor sine leverandører i de fleste forhandlingssituasjoner.

### Kunders forhandlingsmakt

En kilde til profitt for alle virksomheter er prisen de krever fra sine sluttkunder. Det er derfor av avgjørende betydning for en bedrift å utnytte det profittpotensialet som ligger i kundegruppen. Gjennom økt forhandlingsmakt vil sluttkunder kunne redusere lønnsomheten for ulike virksomheter. Kunder vil ha forhandlingsmakt overfor en bedrift når kundene er konsentrerte eller kjøper store volum<sup>32</sup>, kjøp utgjør en stor andel av bedriftens omsetning<sup>33</sup>, bedriftene tilbyr homogene produkter, og dersom kundene har lave byttekostnader eller alternative leverandører. I tillegg vil kundene ha makt når de har kjennskap til bedriftens produkter og produksjonsprosess<sup>34</sup>.

Schibsteds kunder er mange; annonsekunder, bokhandlere, dagligvarebutikker og kiosker, for å nevne noen. Kjøpere av aviser og blader er kontraktsforpliktet til å kjøpe et visst antall blader/bøker/aviser gjennom langsiktige innkjøpsavtaler. Når disse avtalene forhandles, er det populariteten til produktene som er Schibsteds sterke kort. Selv om papiravisen er i tilbakegang, er VG fortsatt Norges største avis, og en kiosk uten VG ville vært en svekket kiosk. Når det gjelder salg av annonser, som er en viktig inntektskilde, er det også popularitet som er stikkordet til makt overfor kunden. Annonserne vil være der folk er. VG Nett, TV2s Frustrerte Fruer og Fotball VM er viktige distribusjonskanaler for reklame. Schibsted klarer å holde på lesere og seere, og det liker annonsørene. I hvilken grad de har makt, avhenger av deres popularitet, som for tiden er relativt høy. Schibsted har tross alt et kommersielt fokus. Så lenge de har det og samtidig

---

<sup>32</sup> Dersom en bestemt kundegruppe tar unna en stor del av salget, vil vedkommende kunne få meget stor makt og innflytelse på selskapets fortjenestemuligheter.

<sup>33</sup> I dette tilfellet vil kunden mest sannsynlig bruke mye ressurser på å forhandle med flere leverandører for å oppnå gunstigste pris. Når det aktuelle produktet kun utgjør en liten del av kundens kostnader, er kunden vanligvis mindre prisfølsom.

<sup>34</sup> Hill & Jones (2001)

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

vet hva forbrukeren vil ha, vil de ha lite eller ingen problem med å forhandle med sine kunder.

### Konkurrenter

Konkurrenter og rivalisering mellom aktører i en bransje er utvilsomt den største trussel mot lønnsomhet de fleste virksomheter møter i sin hverdag. Sterk konkurranse innad i en bransje vil føre til økt prispress og økt fokus på kvalitet. Konkurrenter begrenser profittmulighetene, og setter kontinuerlig krav til å drive virksomheten kostnadseffektivt og kunderettet. Hill & Jones (2001) peker på følgende bransjefaktorer som går igjen i markeder med sterk rivalisering:

- i. Fase i livssyklusen; overgang mellom vekst- og modningsfasen er preget av sterk konkurranse. Ved lav vekst vil aktører kjempe hardt for å beholde lønnsomheten til bedriften sin.
- ii. Homogene produkter.
- iii. Mange små aktører på tilbudssiden; ingen har mulighet til å utøve markedsrett.
- iv. Høye utgangsbarrierer; Bedrifter som på lengre sikt ikke har livets rett, overlever lenge pga høye kostnader knyttet til avvikling.

Schibsted anses som et modent selskap som, grunnet ny teknologisk utvikling og konvergeringen som nå skjer i mediemarkedet, kan forvente fortsatt vekst i årene fremover. Lønnsomheten til selskapet er meget god, og mediekonsernet kan vise til en hyggelig utvikling på bunnlinjen de siste årene<sup>35</sup>.

Mediebransjen er preget av at konkurrentene tilbyr relativt like produkter, som dekker det samme behovet. Eksempelvis konkurrerer VG og Dagbladet innenfor kategorien Avis. Innenfor tegneseriemarkedet kjemper Pondus og Tommy & Tiger'n, som gjennom mange år har gjort det godt i det norske

---

<sup>35</sup> Schibsted Årsrapport 2005

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

markedet, mot veletablerte tegneserier, samt stadige nyvinninger på den fronten.

Schibsted opplever gode tider, men de største konkurrerende selskapene er i samme gode posisjon som Schibsted. Det er stor grad av rivalisering på det norske markedet, og det er hele tiden en mulighet for at de eksisterende aktørene ønsker å ta opp kampen med Schibsted på allerede etablerte områder, det være seg gjennom oppstart av nye aviser, ukeblader, TV- eller radiokanaler. Et eksempel på dette er Orklas varsel om økt satsing på det digitale mediemarkedet<sup>36</sup>. På det norske markedet konkurrerer Schibsted i hovedsak med Apressen og Orkla Media. Selskapet har også en mektig rival i det svenske mediekonglomeratet Bonnier Media AS. Danske Aller er også en stor aktør på det norske markedet gjennom Se & Hør.

Utgangsbarrierene blir betraktet som relativt høye blant mediekonglomeratene. Utgangsbarrierer kan være kostnader av både økonomisk, strategisk og følelsesmessig karakter. Dersom betydelige deler av driftsmidlene går tapt på grunn av lav alternativverdi innen annen type virksomhet, velger bedriftene ofte å bli i bransjen selv om lønnsomheten er dårlig, da interne strategihensyn og økonomiske vurderinger ligger til grunn som et hinder for avvikling.

### 4.2.3 Konklusjon ekstern analyse

Schibsted er en solid aktør innen mediemarkedet og er godt posisjonert i forhold til substitutter samt kundenes og leverandørenes forhandlingsmakt. Det er imidlertid også andre aktører som kjemper på det samme markedet, noen i harmoni side ved side med Schibsteds selskaper, andre som harde konkurrenter (Dagbladet vs. VG). Internett representerer i stor grad en trussel på grunn av nye aktører som lett kommer inn på markedet, men på samme tid også en mulighet for Schibsted. Så lenge man ligger et hestehode

---

<sup>36</sup> <http://www.propaganda-as.no>

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

foran konkurrentene, med de beste nyhetene først og stadig nytenkning, vil det digitale markedet kunne representere store muligheter i fremtiden.

### 4.3 Intern analyse

#### 4.3.1 Innledning

Vi har nå sett på eksterne forhold som påvirker Schibsteds konkurransesituasjon. For å få full innsikt i verdiskapningen hos Schibsted, må også de interne konkurranseforutsetningene kartlegges. Det holder ikke at markedet er tilrettelagt, selskapet må også gjøre tingene riktig. Bedrifter innenfor samme bransje har avvikende lønnsomhet først og fremst på grunn av de interne konkurranseforutsetningene som hvert enkelt firma står overfor. Vi er interessert i å finne Schibsteds varige konkurransefortrinn (i den grad de finnes), slik at disse kan inngå i, samt underbygge, våre budsjett for fremtiden.

For å gi en konkret og meningsfylt analyse, har vi valgt å vektlegge ressursene som Schibsted besitter, og legge mindre vekt på analyse av aktivitetene i verdikjeden. Vi mener ressursene er mer avgjørende for å kunne skape konkurransefortrinn, blant annet fordi ressurser ikke kan outsources, noe som aktiviteter kan. Ressurser utgjør en målbar verdi i seg selv, mens aktiviteter i verdikjeden kan utføres med varierende grad av kvalitet, avhengig av hvem som utfører aktivitetene. Et viktig analyseverktøy for å kartlegge interne konkurransefortrinn er SVIMA<sup>37</sup>, en analysemetode som vi vil komme nærmere inn på i dette kapitlet.

#### 4.3.2 Konkurransefortrinn

Lønnsomhetsforskjeller innenfor en bransje skyldes at noen bedrifter har varige konkurransefortrinn i forhold til de andre aktørene i bransjen, som

---

<sup>37</sup> Jakobsen og Lien (2001)

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

igjen gir disse (i) bedriftene lavere kostnader, (ii) og/eller et bedre produkt, (iii) og/eller egenskaper ved produktet som gir mulighet til økt pris i forhold til konkurrentene. Faktorer som er avgjørende for å ha lavere kostnader eller differensierte produkter i forhold til konkurrentene, er *kostnadsstruktur*, *innovasjon*, *kvalitet* og *kundeorientering* (KIKK)<sup>38</sup>.

- i. En gunstig *kostnadsstruktur* gir høyere overskudd for en gitt pris.
- ii. *Innovasjon* med hensyn til produkter og prosesser er svært avgjørende for at bedriften skal være konkurransedyktig på lengre sikt.
- iii. Bedre *kvalitet* gir merverdi for kunden, samt lavere kostnader for bedriften da færre produkter er defekte.
- iv. *Kundeorientering* avspeiler den grad kundenes behov blir møtt av produktet.

Schibsted har en sterk posisjon i mediebransjen. Dette skyldes blant annet at selskapet har vært operativt lenge, noe som igjen indikerer at selskapet i løpet av disse årene har utviklet en sunn *kostnadsstruktur*. Positiv trend for driftsmarginen og stigende bunnlinje for hvert år bekrefter dette. Selskapet har for tiden en god balanse og en sterk kontantstrøm.

Mediekonsernet har vist seg mer eller mindre toneangivende innen det norske mediemarkedet i en tid da det har vært og fortsatt er store forandringer i bransjen. Internett tar over for den tradisjonelle papiravisen og mobile tjenester er i stadig utvikling. Schibsted har vært dyktig på *innovasjon* og endring etter omgivelsene, og dette har de siste årene vært en av hovedårsakene til selskapets suksess, blant annet med søkertjenester på nett, samt satsing på mobile tjenester i form av ringetoner, spill og logoer. Det digitale markedet innehar et stort potensial for fremtiden, og kravet til videre innovasjon er høyt. Dette er derfor et område Schibsted satser sterkt på fremover. Det faktum at Schibsted er i en sterk, finansiell posisjon, muliggjør investeringer som kreves for å henge med i dagens digitale utvikling. Da

---

<sup>38</sup> Hill & Jones (2001)



## Fundamental verdsettelse av Schibsted

kvartalsrapporten for første kvartal 2006 ble lagt frem, ble det informert om at alle nye ansettelse i Schibsted ville være i tilknytning til en eller annen nettvirksomhet. Det er her det skal satses i fremtiden.

Schibsted har i løpet av sin fartstid i mediebransjen opparbeidet seg et velrenommert rykte på det skandinaviske markedet. Selskapet har i økt grad konsentrert seg mer om sin kjernevirksomhet, slik at *kvaliteten* på aktiviteter innenfor satsningsområdet er blitt sikret. Det synes vanskelig å skille seg fra konkurrentene i mediebransjen, da den opplevde kvaliteten av ulike aviser, bøker og tv-program er veldig individuell. Dette gjør det spesielt viktig å kjenne kundene godt, slik at man på best mulig måte tilfredsstiller deres behov.

Når det gjelder *kundeorientering*, er dette et uttrykt satsingsområde for Schibsted. I sin seneste årsrapport vektlegges viktigheten av et sterkt kundefokus.

Kort oppsummert kan vi si at Schibsted innehar flere av faktorene som gir bedriften bedre KIKK enn mange av konkurrentene, noe som skulle tilsi at Schibsted har et konkurransefortrinn.

### 4.3.3 SVIMA – Ressursbasert perspektiv

Ressurser kan defineres som innsatsfaktorer som påvirker bedriftens relative evne til å iverksette strategier<sup>39</sup>. Ut fra dette perspektivet konkurrerer bedrifter med heterogene ressurser, og konkurransefortrinn stammer fra unike, verdifulle ressurser som er kostbare å kopiere.

---

<sup>39</sup> Hill & Jones (2001)

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

De forskjellige typer ressurser kan deles inn i tre hovedkategorier<sup>40</sup>:

- i. Materielle ressurser
- ii. Immaterielle ressurser
- iii. Menneskelige og organisatoriske ressurser

Finansielle og fysiske ressurser faller inn under den første kategorien. Eksempler på disse er tilgang på kapital, lån, produksjonsutstyr, lokalisering og IT-teknologi. Immaterielle ressurser omfatter faktorer som rykte, merkevare og patenter, mens menneskelige og organisatoriske ressurser inkluderer blant annet kompetanse, motivasjon, kontrollrutiner, kultur, erfaring og nettverkseksternaliteter.

### Strategiske ressurser

Ikke alle ressurser representerer potensielle varige konkurransemessige fortrinn. For å gjøre dette, må ressursen ha følgende egenskaper (SVIMA-modellen)<sup>41</sup>:

#### i. Sjelden

Med dette menes at ressursen må være sjelden blant nåværende og potensielle konkurrenter. Dersom alle har tilgang til en ressurs, kan den ikke fungere som et konkurransemessig fortrinn.

#### ii. Verdifull

En ressurs er verdifull hvis den bidrar til økt fortjeneste for bedriften, samt at den har potensial til å utnytte muligheter og nøytralisere trusler i omgivelsene. Hvis en ressurs ikke er verdifull, kan bedriften fungere like bra uten.

---

<sup>40</sup> Hill & Jones (2001)

<sup>41</sup> Jakobsen og Lien (2001)

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

### iii. Ikke imiterbar

Verdifulle og sjeldne ressurser kan bare være kilder til varige konkurransefortrinn dersom det er vanskelig for konkurrenter å kopiere dem. Imitasjonsbarrierer kan skyldes flere forhold, for eksempel historiske forhold eller patenter.

### iv. Mobiliserbar

En ressurs som utfyller kravene over har potensial til å være et konkurransefortrinn. Likevel kreves det at verdien av ressursen er mobiliserbar, dvs. at bedriften lykkes i å konvertere ressursen til økonomiske verdier.

### v. Appropriertbarhet

Dette punktet ser på om verdiskapningen tilfaller bedriften, leverandørene, konkurrentene eller kundene. For at en ressurs skal være strategisk viktig samt danne grunnlag for superprofitt, må bedriften selv ha evne til å ta til seg verdiskapningen ressursen genererer.

## 4.3.4 Intern analyse av Schibsted

Vi vil ut i fra det beskrevne rammeverket diskutere ulike ressurser Schibsted besitter, samt anvende dem i SVIMA-modellen for å vurdere hvilken strategisk betydning de har.

### i. Materielle ressurser

Schibsteds finansielle situasjon har vært stabil og trygg de siste årene, og selskapet har en solid egenkapital<sup>42</sup> og stor økonomisk handlefrihet. For Schibsted er de finansielle ressursene selvsagt verdifulle, men på den annen siden kan disse ikke oppfattes som sjeldne. Konkurrenter kan på sikt innhente et slikt forsprang og oppnå tilsvarende finansiell posisjon. Schibsteds

---

<sup>42</sup> Schibsted Årsrapport 2005

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

finansielle ressurser kan derfor ikke oppfattes som et varig konkurransefortrinn.

Fysiske ressurser er de som lettest kan imiteres da de er mest synlige<sup>43</sup>. Normalt vil ikke slike ressurser oppfattes som sjeldne. Selskapet har de siste årene, i likhet med de fleste mediekonglomeratene, foretatt store investeringer i ulike nye medier; fra internett til gratisaviser. Schibsteds investeringer i internettaktivitet har plassert dem blant de største på dette området i Skandinavia, samtidig som etableringen av gratisavisen 20 Minutter nå begynner å gi avkastning. Da disse investeringene verken er sjeldne eller ikke-imiterbare, men oppfyller alle de andre punktene for konkurransefortrinn, kan vi si at faktoren fysiske ressurser representerer et delvis varig konkurransefortrinn for selskapet.

### ii. Immaterielle ressurser

De immaterielle ressursene er bygget opp og utviklet i Schibsted gjennom selskapets levetid. En av de viktigste immaterielle ressursene for Schibsted er selskapets renommé og mange merkenavn (for eksempel VG, Aftenposten, FINN.no). Dette er en viktig ressurs, da for merkenavn som kunden for eksempel forbinder med troverdighet og pålitelighet har stor verdi. Schibsteds merkenavn har tatt lang tid å bygge opp, og ressursen er derfor ikke lett å imitere. Selskapet har også klart å konvertere ressursen til økonomisk verdi. Schibsted klarer i tillegg å appropriere verdien merkenavnet skaper gjennom at merkenavnet Schibsted eies fullt ut av bedriften selv i tillegg til at ressursen er ikke fullt ut priset<sup>44</sup>. Merkenavnet er selvsagt avhengig av at deres store kunder vil ha selskapets aviser/bøker/TV-programmer/tjenester, etc., men det er desto viktigere for hver enkelt av disse kundene å ha tilgang på Schibsteds produkter, grunnet selskapets sterke stilling i markedet. På bakgrunn av dette mener vi at Schibsteds merkenavn legger et godt grunnlag for å gi selskapet et varig konkurransefortrinn.

---

<sup>43</sup> Hill & Jones (2001)

<sup>44</sup> Det at Schibsted fortsatt er villig til å investere i merkevarebygging tilsier at de mener verdien av denne investeringen er høyere enn kostnaden knyttet til denne investeringen.

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

En annen immateriell ressurs som Schibsted innehar, er online-posisjonen selskapet har bygd opp, mye takket være omstillingsdyktigheten til selskapet. Medieindustrien er i dag midt inne i et strukturelt skifte, der antallet avislesere har falt de siste årene, og den klassiske annonseringen migrerer til internett. Utfordringen for samtlige mediekonsern ligger dermed i å skaffe seg gode nok online-posisjoner til å stå imot opplagsfall i det tradisjonelle avismarkedet. Da Schibsted fremstår som den største internettaktøren av de skandinaviske medieselskapene, betrakter vi denne posisjonen som sjelden og (på kort sikt) ikke-imiterbar. Det faktum at selskapet har vært tidlig ute med å satse på online, viser at Schibsted er et innovativt selskap med teft for forretning. Ressursen er verdifull for selskapet, da den gir et godt utgangspunkt for forventede strukturelle endringer. Samtidig vil vi si at ressursen er mobilisert, da selskapet uten tvil har klart å nyttiggjøre seg verdien av ressursen. Verdien av denne ressursen tilfaller Schibsted, altså er ressursen også appropriert. På bakgrunn av dette representerer online-posisjonen til Schibsted et varig konkurransefortrinn for selskapet.

### iii. Menneskelige og organisatoriske ressurser

Schibsteds suksess har mye av sin bakgrunn i ledelsen og de ansatte. Ledelsen i Schibsted har gjennom de siste årene vært stabil, og svært omstillingsdyktig og vennlig innstilt overfor teknologisk utvikling, noe som har vist seg svært nødvendig i forhold til det strukturelle skiftet mediebransjen er i ferd med å gå igjennom. Gjennom et sterkt fokus på selskapets kjernevirksomhet, har Schibsted appropriert verdien av denne ressursen og sikret markedsmakt og vekst i det skandinaviske markedet. En stabil ledelse er et godt utgangspunkt for å danne gode rutiner og en gunstig organisasjonskultur. Lederkulturen som har vokst frem over tid er vanskelig for konkurrenter å kopiere, og har vist seg å være sjelden og svært verdifull for Schibsted.

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

Bedriften legger stor vekt på kompetanse og kompetente medarbeidere, og arbeidet med å utvikle talenter, ledere og organisasjoner prioriteres derfor høyt i Schibsted<sup>45</sup>. En av Schibsteds viktigste målsetninger er å kunne rekruttere, utvikle og holde på de dyktigste medarbeiderne. Som et ledd i dette arbeidet har de derfor etablert flere talentutviklingsprogram på konsernnivå som støtter opp under denne målsetningen. De har gjennom dette klart å skape lojale ansatte som har blitt værende i Schibsted over lang tid. Selskapet har klart å beholde denne viktige ressursen innad i bedriften, og ikke mistet mye kompetanse til konkurrenter. Kompetente medarbeidere kan omsettes fritt i et velfungerende marked, og betaler man nok, får man dem. Ressursen kan derfor ikke sies å være sjelden. Kompetanse er imidlertid noe man bygger opp over tid, og er derfor ikke lett å imitere. Kunnskap (gjennom erfaring) om bransje både nasjonalt og internasjonalt er en forutsetning for å lykkes, og ressursen kan derfor sies å være viktig. Schibsted viser gjennom sin posisjon i markedet at ressursen er mobilisert og appropriert og at selskapet har grunnlag for konkurransefortrinn når det gjelder tilgang på humankapital.

---

<sup>45</sup> [www.schibsted.no](http://www.schibsted.no)

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

### 4.3.5 Konklusjon intern analyse

I tabellen under har vi oppsummert Schibsteds strategiske ressurser som kan gi grunnlag for varige konkurransefortrinn.

Ressurs	Sjelden	Verdifull	Ikke-imiterbar	Mobiliserbar	Appropriert	Varig konkurransefortrinn
<b>Materielle</b>						
Finansielle	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Delvis konkurransefortrinn
Fysiske (investeringer)	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Delvis konkurransefortrinn
<b>Immaterielle</b>						
Merkenavn/rykte	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn
Online-posisjon	Ja	Ja	Ja (på kort sikt)	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn
<b>Menneskelige</b>						
Ledelsen	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn
Kompetente medarbeidere	Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Delvis konkurransefortrinn

Tabell 4.2 – Strategiske ressurser og konkurransefortrinn

Uten en omstillingsvillig ledelse med vilje til å ta risiko gjennom innovasjon samt finansiell styrke til nye investeringer, hadde ikke Schibsted vært i den posisjonen de per i dag er. Selskapet har en god mulighet til å kapre store deler av det voksende online-markedet fordi det allerede innehar en stor markedsandel og mye kunnskap på området. Den finansielle handlefriheten som Schibsted vektlegger vil ligge til grunn for at selskapet i fremtiden vil kunne fortsette med utvikling og nye investeringer.

### 5 Avkastningskrav

Før vi går videre med regnskapsanalysen, vil vi i det følgende se nærmere på avkastningskrav. Verdsettelsen av Schibsted vil foretaes ved å budsjettere fremtidige kontantstrømmer diskontert til nåverdi. Diskontering skjer ved hjelp av avkastningskrav og dette vil bli diskutert i dette kapitlet.

#### 5.1 Analyse av avkastningskrav

Når investorer foretar investeringer, krever de en avkastning som er minst like stor som avkastningen på tilsvarende investeringer med samme risikostruktur. Med andre ord må Schibsted tilby større eller lik avkastning som tilsvarende selskap for å være konkurransedyktig i kapitalmarkedet. For å kunne si noe om avkastningen, må vi ha et sammenligningsgrunnlag og vi vil derfor estimere den gjennomsnittlige kapitalkostnaden (WACC) forbundet med å binde kapital i Schibsted. En investering gir en lønnsom avkastning når den dekker både alternativkostnaden ved å ikke investere i en annen, risikofri portefølje samt risikoen ved investeringen. Den generelle formelen<sup>46</sup> for å beregne gjennomsnittlig kapitalkostnad er:

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

der  $k_b(1-s)$  = gjeldsrente etter skatt

$G$  = gjeld (rentebærende)

$V$  = totalverdien av selskapet (totalkapitalen)

$k_{ek}$  = alternativkostnaden ved å investere EK

---

<sup>46</sup> Kopeland, Koller, Murrin (2000)



## Fundamental verdsettelse av Schibsted

WACC tar hensyn til at det utgjør en kostnad å binde opp kapital, både egenkapital og fremmedkapital, og estimeres gjennom tre steg:

1. Kapitalstruktur
2. Kostnad EK
3. Kostnad fremmedkapital

### 5.1.1 Kapitalstruktur

Med kapitalstruktur menes andel gjeld og andel EK av den totale kapitalen, og disse andelene er nødvendige for å beregne WACC. Med gjeld i denne sammenhengen menes rentebærende gjeld.

Total markedsverdi<sub>2005</sub> = ant. aksjer \* verdi per aksje + rentebærende gjeld

Total markedsverdi<sub>2005</sub> = 14 997 250 000

Når vi beregner verdien av total kapital, EK og gjeld, får vi kapitalstruktur som følger:

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Aksjekurs	149	109	87	72	115	174	201
Markesverdi EK <sup>47</sup>	10318	7513	5990	4986	7929	12049	13919
Markedsverdi gjeld	2288	1766	2042	1712	1626	1636	1078
Total Markedsverdi	12318	9279	8032	6698	9555	13685	14997
Gjeldsandel	18,1 %	19,0%	25,4 %	25,6 %	17,0 %	12,0 %	7,2 %
EK-andel	81,9 %	81,0%	74,6 %	74,4 %	83,0 %	88,0 %	92,8 %

Tabell 5.1 – Utvikling i kapitalstrukturen

Som det fremgår av tabellen, har Schibsted en økende EK-andel og per i dag ligger den på 92,8 %. Vi ser at den rentebærende gjelden har avtatt med årene. Forklaringen ligger i at markedsverdien av selskapet har hatt en økning gjennom en formidabel vekst i aksjekursen de siste årene. Dette må vi ta i betraktning i beregningen av fremtidig WACC.

---

<sup>47</sup> Antall aksjer 69 250 000

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

### 5.1.2 Kostnad EK

Flere metoder kan benyttes til å fastsette kostnaden ved EK.

Kapitalverdimodellen (CAPM) og Arbitrage Pricing Model (APM) anbefales ofte å bruke selv om de begge har den svakheten at målefeil kan oppstå. CAPM har også blitt kritisert for at beta ikke riktig reflekterer risikoen og for ikke å hensynta størrelsen på selskapet. Vi anser allikevel CAPM som tilstrekkelig i denne sammenheng og har valgt å analysere kostnaden ved EK ved bruk av denne modellen.

Avkastningskravet for en risikabel investering bør ideelt sett bestå av en risikofri rente pluss en risikopremie som blant annet er avhengig av i hvilken grad avkastningen forventes å samvariere med markedet. Denne sammenhengen reflekteres i CAPM. I et perfekt kapitalmarked hvor alle investorer er perfekt diversifiserte kan CAPM beskrives ved følgende sammenheng:

$$k_e = r_f + \beta (r_m - r_f) + \text{likviditetspremie}$$

der

- $k_e$  = kravet til avkastning på EK
- $\beta$  = egenkapitalbeta, et mål på den systematiske risikoen
- $r_f$  = risikofri rente
- $r_m$  = forventet markedsavkastning

Siden vi i våre beregninger bruker tall etter skatt, beregner vi avkastningskrav etter skatt.

$$k_e = r_f(1 - s) + \beta [r_m - r_f(1 - s)] + \text{likviditetspremie}$$

der  $s$  = skattesats 28 %

Selv om vi benytter en anerkjent teoretisk modell, er det viktig å presisere at beregning av avkastningskrav er basert på en kombinasjon av teori og skjønn. Egenkapitalkravet vi beregner, behøver nødvendigvis ikke være likt kravet som andre investorer ville benyttet seg av.

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

Utrekningen i CAPM er relativt enkel, men det ligger en rekke komplikasjoner bak de ulike tallene. Problemstillingene rundt modellen er:

1. Hva er den risikofrie renten ( $r_f$ )?
2. Hva er investeringens beta ( $\beta$ )?
3. Hva er markedspremien ( $[r_M - r_f (1-s)]$ )?

### Risikofri rente

Risikofri rente defineres som avkastningen på en aksje eller aksjeportefølje som ikke har noe risiko og som ikke korrelerer med den øvrige økonomien i det hele tatt<sup>48</sup>. Som risikorente brukes gjerne renten på statlige rentepapirer<sup>49</sup>.

Den risikofrie renten er avhengig av lengden på løpetiden. I utgangspunktet er det derfor en tommelfingerregel at valg av risikofri rente skal sammenfalle med investeringens tidshorisont. Det er imidlertid sjelden at man utarbeider verdsettelse av selskap basert på en på forhånd satt levetid på selskapet, og man forutsetter derfor uendelig levetid.

Vanligvis deler man den risikofrie renten i tre grupper; kort-, mellomlang- og lang rente. Den korte renten (1-2 år) er utsatt for svingninger som følge av ulike forstyrrelser i økonomien, hvorav en stor del av svingningene kan karakteriseres som støy. Et avkastningskrav basert på denne renten vil måtte endres daglig, noe som innebærer en stor grad av usikkerhet og gjør nytteverdien av verdsettelsen liten. Lange renter (6-10 år) er mer stabile, og er derfor mer egnet som grunnlag for verdsettelse av selskapet. De lange rentene svarer til et snitt av flere korte renter fremover i tid, og ligger for tiden fremover over dagens korte renter, da det ventes en renteoppgang. I tillegg er det vanlig å legge til en likviditetspremie for lange renter, da

---

<sup>48</sup> Kopeland, Koller, Murrin (2000)

<sup>49</sup> [www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

investorene krever høyere avkastning som følge av at pengene er bundet i lengre perioder.

Vi ønsker å bruke en lang rente som grunnlag for fastsettelse av avkastningskravet grunnet høy usikkerhet rundt den korte renten. Vi tar derfor utgangspunkt i den 10 års lange effektive statsobligasjonsrenten. Når vi antar en årlig prisstigning på 2,5 %, og samtidig vet at risikofri realrente historisk har vært ca 2,5 %<sup>50</sup>, utgjør dette en nominell risikofri rente på minimum 5 %. Per juli 2006 ligger den lange effektive statsobligasjonsrenten til Norges Bank på 4,31 %<sup>51</sup>. Norges Banks Inflasjonsrapport (2/2006) uttrykker at det er utsikter til videre renteøkninger etter at styringsrenten i løpet av det siste året er hevet med til sammen ett prosentpoeng. Vi tar høyde for en renteøkning på 75 basispunkter ut året, noe som gir oss en rente på 5,1 %.

## Egenkapitalbeta

Totalrisiko kan splittes opp i systematisk og usystematisk risiko. Den usystematiske risikoen er selskapsspesifikk risiko og kan diversifiseres bort ved å investere i aktiva som til sammen utgjør lav eller tilnærmet ingen risiko, en såkalt veldiversifisert portefølje. Med en veldiversifisert markedsportefølje vil man kun bære den systematiske risikoen. For veldiversifiserte investorer er det dermed den systematiske risikoen som er relevant. For en udiversifisert investor vil imidlertid også den selskapsspesifikke risikoen være relevant.

Betaverdien til en aksje er et mål på den systematiske risikoen, og er et statistisk mål for en aksjes samvariasjon med markedet<sup>52</sup>. Har man en betaverdi lik 1, betyr det at verdien på aksjen svinger i takt med markedet. For å komme frem til betaverdien til et selskap ut fra kursdata, kan man benytte regresjon for å finne sammenhengen mellom børsavkastningen til selskapet og markedet. Vi har imidlertid valgt å benytte oss av et program

---

<sup>50</sup> [www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)

<sup>51</sup> [http://www.norges-bank.no/stat/renter/pmarked/m\\_obl\\_n.html](http://www.norges-bank.no/stat/renter/pmarked/m_obl_n.html)

<sup>52</sup> Boye (1997)

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

som heter Datastream<sup>53</sup>, som henter ut beta fra lagrede kursdata. Ved å benytte data fra Datastream, for perioden 1999 til desember 2005, kom vi frem til følgende betaverdi for Schibsted:

$$\beta = 0,795$$

Denne betaverdien ligger under 1, noe som betyr at egenkapitalen i selskapet endrer seg i verdi i mindre grad enn markedsporteføljen. Over tid forventer man imidlertid at betaen vil gå mot 1, og vi velger derfor å justere betaestimatet mot 1. Dette kalles en Merrill Lynch justering<sup>54</sup>.

$$\text{Justert } \beta = (2/3) * 0,795 + (1/3) = 0,863$$

### Markedets risikopremie

Risikopremien for markedsporteføljen er differansen mellom forventet avkastning ved investering i markedsporteføljen og risikofri rente<sup>55</sup>. Den beregnes normalt på grunnlag av historiske data og desto lengre tidshorisont man bruker, jo bedre blir sannsynligvis resultatet. Tidshorisonten man bruker, bør helst avspeile et økonomisk forløp som inneholder både økonomisk stabilitet, samt opp- og nedturer, slik som økonomien historisk har vist seg å fungere. I vårt tilfelle anser vi det som en fordel med et fremoverskuende estimat, da vi også skal gjøre et forsøk på forutsi Schibsteds fremtidige situasjon.

Thore Johnsen har estimert risikopremien fra 1920 – 2003 og funnet at risikopremien er 4,5 % før skatt. Det anbefales av Kopeland, Koller og Murrin å bruke en risikopremie mellom 4,5 % og 5,0 %, da dette er gjeldende risikopremie i USA. I et globalt marked med et internasjonalt kapitalmarked

---

<sup>53</sup> Datastream er en database som dekker fagområdene finans med bedrifts- og markedsinformasjon og inneholder tidsserier fra både utviklede og kommende markeder, og dekker informasjon fra 1980- og fram til i dag. Amerikanske og engelsk informasjon går tilbake til 1960, og databasen oppdateres kontinuerlig. Den økonomiske statistikken i Datastream er hentet fra de enkelte lands nasjonale byråer samt fra organisasjoner som IMF, OECD og lignende ([www.nhh.no/bib](http://www.nhh.no/bib)).

<sup>54</sup> Forelesningsnotater i BUS 425

<sup>55</sup> Johnsen (1998)

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

kan USA sies å være et godt utgangspunkt for finansielle størrelser. Vi velger å benytte 4,5 % som estimat på risikopremie i vår analyse. Risikopremien etter skatt blir dermed 5,7 % <sup>56</sup>.

### Likviditetspremie

Likviditetspremien avhenger av grad av markedssvikt i den aktuelle aksjen. Fordi Schibsted er en av de mer likvide aksjene notert på hovedlisten til Oslo Børs, velger vi 0 % likviditetspremie.

### Estimering av avkastningskravet til egenkapitalen

Med bakgrunn i analysen hittil kan vi fastsette avkastningskravet til Schibsteds kontantstrømmer til egenkapitalen etter skatt slik:

$$k_e = r_f(1 - s) + \beta [r_m - r_f(1 - s)]$$

$$k_e = 5,1 \% (1 - 28 \%) + 0,863 * 5,73 \% = 8,6 \%$$

### 5.1.3 Kostnad fremmedkapital

For å finne kostnaden ved fremmedkapitalen, dvs. kostnad ved gjelden, har vi valgt å bruke en lang rente (10 år) som rentekostnad, dvs. 5,1 % før skatt (3,67 % etter skatt). I en syntetisk rating, som vil bli vist i kapittel 6, kom vi frem til at Schibsted har ratingen BBB. Dette tilsvarer et kredittrisikotillegg<sup>57</sup> på 2,04 prosentpoeng. Tar vi utgangspunkt i den lange renten som diskutert over får vi en fremmedkapitalkostnad etter skatt på 5,14 % <sup>58</sup>.

---

<sup>56</sup> Når  $\beta(r_m - r_f) = 0,045$ , er  $r_m = 0,1031$ . Dermed blir markedets risikopremie etter skatt  $0,863 * (0,1031 - (0,051 * 0,72)) = 0,057$ , dvs. 5,7 %.

<sup>57</sup> Kredittrisikotillegg vil bli nærmere behandlet i kapittel 6.

<sup>58</sup>  $(5,1 \% + 2,04 \%) * 0,72 = 5,14 \%$

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

### 5.1.4 Estimering av avkastningskravet til totalkapitalen

Det er nå mulig for oss å estimere WACC.

$$WACC_{2005} = 5,14 \% * 7,2 \% + 8,6 \% * 92,8 \% = 8,4 \%$$

### 6 Regnskapsanalyse

#### 6.1 Innledning

I denne delen vil vi foreta en kvantitativ analyse av Schibsted gjennom å analysere selskapets regnskapstall. Regnskapsanalysen vil brukes til å underbygge den strategiske analysen og vi vil etter hvert kunne konkludere med hvorvidt Schibsted opererer med lønnsomhet eller ikke. Tallene som blir utarbeidet i regnskapsanalysen vil vi videre benytte til å estimere fremtidsregnskapet som skal gi grunnlaget for det endelige verdiestimatet.

Målet med regnskapsanalysen er å avdekke og klargjøre de underliggende økonomiske forholdene i Schibsted, dvs. kartlegge trender og utvikling i de sentrale verdidriverne. Dette kommer vi til å gjøre gjennom å analysere likviditet, soliditet, rentabilitet og vekst. Selv om verdivurderingen baseres på budsjetterte tall, er utgangspunktet for fremtidige økonomiske størrelser den historiske utviklingen og den strategiske analysen.

#### 6.2 Analyseperiode

Schibsted har vært en relativt stabil virksomhet de siste årene, noe som tilsier at vi bør velge en lang analyseperiode, dvs. mer enn 10 år. Dette fordi historiske tall i stabile virksomheter kan anses som mer pålitelige enn tall i ustabile virksomheter. På den andre siden har selskapet gjort flere oppkjøp i den senere tid, noe som har medført økte markedsandeler og økt vekst. Mediemarkedet har på kort tid endret seg kraftig, men denne endringen har vi så vidt sett begynnelsen av. Schibsted viser dermed også ustabile tendenser, noe som tilsier kort analyseperiode, da tall som ikke er helt ferske, ikke nødvendigvis er representative for dagens Schibsted. Selv om selskapet har endret seg, kan vi allikevel se en klar trend i utviklingen, noe som forsvaret bruk av en lengre analyseperiode. I analysen har vi tatt for oss Schibsted sine regnskapstall fra 1999 til 2005. Det har vi gjort fordi Schibsted



## Fundamental verdsettelse av Schibsted

fra og med 1999 foretok endringer i rapporteringen, noe som fører til at tallene før 1999 er lite egnet for sammenlikning med nyere tall. Ved å bruke tall fra 1999 og frem til i dag får vi en analyseperiode på syv år. Perioden kunne muligens med fordel vært lenger, men grunnet rapporteringsendringen fra og med 1999 ser vi dette som lite hensiktsmessig.

For å få en best mulig analyse kunne det vært en fordel å gjøre en analyse som er delt mellom de ulike forretningsområdene; avis, TV/film, online og forlag. Men siden dette krever detaljert informasjon om hvert enkelt forretningsområde, som ikke foreligger, foretar vi en analyse av konsernet som en samlet enhet.

### 6.3 IFRS

Alle norske børsnoterte konsern innen EU-området ble etter 1. januar 2005 pålagt av EU å rapportere etter International Financial Reporting Standards (IFRS)<sup>59</sup>. Som følge av EØS-avtalen gjelder denne endringen også for norske børsnoterte selskap. For vår verdsettelse av Schibsted innebærer dette at regnskapstallene i årene 1999 - 2003 er basert på Norwegian Generally Accepted Accounting Principles (NGAAP), mens regnskapstallene for 2004 og 2005 er baserte på IFRS, da selskapene ikke har omarbeidet tall lenger tilbake i tid. I praksis innebærer IFRS blant annet at goodwill ikke blir avskrevet, men kun nedskrevet etter vurdering. Dette har ingen kontanteffekt, men har betydning for selskapets resultater og resultatmål.

### 6.4 Omgruppering

Finansregnskapet har i utgangspunktet (etter GRS) en oppstilling som egner seg for en kreditororientert regnskapsanalyse. I vår analyse ønsker vi imidlertid å se finansregnskapet fra investorenes synsvinkel, noe som

---

<sup>59</sup> <http://www.ey.com>

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

medfører at vi er mer interessert i fremtidig inntjening for konsernet og dermed hva man potensielt vil kunne sitte igjen med i fremtiden som investor. Mens balansen og soliditeten er viktig for kreditorene, spiller resultatet og dets vekstpotensial en større rolle for investorene. For å kunne bruke finansregnskapet til en investororientert analyse, foretar vi i det følgende en omgruppering av det kreditororienterte finansregnskapet. Som utgangspunkt har vi brukt Schibsteds årsrapporter bakover i tid (se appendiks 1 og 2).

### *Steg 1 - Foreslått utbytte inkluderes i EK*

For en kreditor anses foreslått utbytte som en gjeld, da dette er noe som skal utbetales i fremtiden. En investor, derimot, er mottaker av eventuelt utbytte som skal utbetales. Fra investorens side er derfor foreslått utbytte å anse som egenkapital. Steg 1 i omgrupperingen består i å endre foreslått utbytte fra å være kortsiktig gjeld til å være egenkapital (omrøkkering av høyre side i balansen).

	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Rapportert EK	2401	2845	2182	2182	2530	2431	3221
Foreslått utbytte	121	138	140	140	207	235	0
<b>EK inkludert avsatt utbytte</b>	<b>2522</b>	<b>2983</b>	<b>2322</b>	<b>2322</b>	<b>2737</b>	<b>2666</b>	<b>3221</b>

Tabell 6.1 – Steg 1, Foreslått utbytte = EK

Legg merke til at det i 2005 ikke har vært nødvendig å gjøre noen endring, da IFRS krever at utbytte skal klassifiseres som egenkapital inntil utbyttet vedtas av generalforsamlingen.

### *Steg 2 – Kartlegging av "dirty surplus"*

Ifølge kongruensprinsippet skal alle inntekter og kostnader føres via resultatregnskapet før de aktiveres eller passiveres. "Dirty surplus" oppstår når inntekter eller kostnader føres direkte mot EK. "Dirty surplus" finner vi ved å se på endringen i EK justert for utbetalt utbytte som ble utbetalt i fjor. Hvis det er differanse mellom rapportert resultat og resultat på grunnlag av endring EK og utbytte (fullstendig nettoresultat), har vi "dirty surplus".

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
EK	2401	2845	2182	2182	2530	2431	3221
EK t-1	2424	2401	2845	2182	2182	2530	2431
Endring EK	-23	444	-663	0	348	-99	790
Netto betalt utbytte	121	121	138	137	136	203	221
Fullstendig nettoresultat	-23	565	-525	137	484	104	1011
Rapportert resultat	27	615	-423	156	484	313	947
<b>Dirty Surplus</b>	<b>71</b>	<b>-50</b>	<b>-102</b>	<b>-19</b>	<b>0</b>	<b>-209</b>	<b>64</b>

Tabell 6.2 – Steg 2, Dirty Surplus

Vi vil i det omgrupperte resultatregnskapet korrigere for "dirty surplus", slik at kostnader og inntekter, som tidligere har vært ført direkte mot EK, nå vil bli synlige i resultatregnskapet.

### *Steg 3 – Normalt kontra unormalt resultat*

Vi gjennomfører omgruppering blant annet for å ha et grunnlag for å kunne utarbeide et fremtidsregnskap. For å utarbeide et fremtidsregnskap, bør vi finne unormale regnskapsposter, dvs. uvanlige eller enkeltstående poster. Avvik fra normale år bør helst ikke være med ved estimering av fremtidsregnskapet, nettopp fordi avvikene mest sannsynlig ikke vil inntreffe igjen. På den måten får vi utarbeidet et fremtidsregnskap som gjenspeiler den virkelige og mest sannsynlige utviklingen i selskapet.

Vi har avdekket noen poster som vi ønsker å klassifisere som unormale, blant annet børsnotering av Scandinavia Online, nedbemannings – og restruktureringskostnader og et par streiker<sup>60</sup> som har vært i løpet av analyseperioden. Postene får i noen år betydelig innvirkning på bunnlinjen. For en fullstendig oversikt over unormale poster viser vi til appendiks.

### *Steg 4 – Drifts- kontra finansposter*

Når vi har et investorperspektiv, ønsker vi å skille mellom drift og finansiering fordi vi ønsker å vite hvor mye avkastning det er på driften (driftsrentabilitet) og hvor mye finansieringen koster. Vi endrer derfor på resultat- og balanseoppstillingen.

<sup>60</sup> Streiker er betegnet som en unormal post, da disse ikke forekommer hvert år, og de årene de har forekommet, har de hatt betydelig innvirkning på resultatet

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

Det omgrupperte resultatregnskapet blir som følger:

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Normaliserte driftsinntekter	7402	8154	7956	7915	8598	9770	9832
Normaliserte driftskostnader	7104	7675	7512	7323	7776	8834	8973
Andre inntekter og kostnader	-43	96	-131	8	-17	-348	184
<b>Normalisert driftsresultat i egen virksomhet før skatt</b>	<b>255</b>	<b>575</b>	<b>313</b>	<b>600</b>	<b>805</b>	<b>588</b>	<b>1043</b>
Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	84	326	65	159	212	87	229
<b>Normalisert driftsresultat i egen virksomhet etter skatt</b>	<b>171</b>	<b>249</b>	<b>248</b>	<b>441</b>	<b>593</b>	<b>501</b>	<b>814</b>
Normalisert nettoresultat fra driftstilknyttede selskaper	-67	-168	-338	-67	34	0	0
<b>Netto normalisert driftsresultat etter skatt</b>	<b>104</b>	<b>81</b>	<b>-90</b>	<b>374</b>	<b>627</b>	<b>501</b>	<b>814</b>
Normaliserte finansinntekt	177	291	143	66	92	33	80
Normaliserte finanskostnad	168	260	248	222	146	-239	78
Netto normaliserte finansposter	9	31	-105	-156	-54	272	2
Av- og nedskrivning goodwill	-83	-72	-85	-63	-61	-78	0
<b>Netto normalisert finansresultat etter skatt</b>	<b>-53</b>	<b>-30</b>	<b>-137</b>	<b>-158</b>	<b>-83</b>	<b>140</b>	<b>1</b>
Netto minoritetsresultat	-15	7	8	1	15	72	73
Korrigerings dirty surplus	71	-50	-102	-19	0	-209	64
<b>Normalisert resultat for perioden</b>	<b>106</b>	<b>8</b>	<b>-321</b>	<b>199</b>	<b>559</b>	<b>504</b>	<b>952</b>
Netto betalt utbytte	121	121	138	137	136	203	221
<b>Endring i egenkapital</b>	<b>-15</b>	<b>-113</b>	<b>-459</b>	<b>62</b>	<b>423</b>	<b>301</b>	<b>731</b>

Tabell 6.3 – Omgruppert resultatregnskap

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

Balansen skiller også nå mellom poster som er driftsrelaterte og finansielle poster og ser slik ut:

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Utsatt skattefordel	57	78	65	-98	-87	331	311
Andre immaterielle eiendeler	912	863	868	978	1107	1273	1406
Sum immaterielle eiendeler	969	941	933	880	1020	1604	1717
Varige driftsmidler	3242	3164	2991	2652	2650	2214	2129
Tilnyttede selskap, pensjonsmidler og liknende	662	1058	740	822	828	1202	1584
<b>Driftsrelaterte anleggsmidler</b>	<b>4873</b>	<b>5163</b>	<b>4664</b>	<b>4354</b>	<b>4498</b>	<b>5020</b>	<b>5430</b>
Varer	95	108	99	103	110	106	94
Kundefordringer og andre driftsfordringer	1037	1203	1038	969	1113	1416	1442
<b>Driftsrelaterte omløpsmidler</b>	<b>1132</b>	<b>1311</b>	<b>1137</b>	<b>1072</b>	<b>1223</b>	<b>1522</b>	<b>1536</b>
<b>DRIFTSRELATERTE EIENDELER</b>	<b>6005</b>	<b>6474</b>	<b>5801</b>	<b>5426</b>	<b>5721</b>	<b>6542</b>	<b>6966</b>
Langsiktige finansielle fordringer	0	0	0	0	0	0	0
Langsiktige finansielle investeringer	409	435	369	332	338	283	237
<b>Finansielle anleggsmidler</b>	<b>409</b>	<b>435</b>	<b>369</b>	<b>332</b>	<b>338</b>	<b>283</b>	<b>237</b>
Finansielle fordringer	0	0	0	0	0	0	0
Investeringer	117	83	38	57	47	58	56
Kontant og bank	676	537	608	587	810	532	676
<b>Finansielle omløpsmidler</b>	<b>793</b>	<b>620</b>	<b>646</b>	<b>644</b>	<b>857</b>	<b>590</b>	<b>732</b>
<b>FINANSIELLE EIENDELER</b>	<b>1202</b>	<b>1055</b>	<b>1015</b>	<b>976</b>	<b>1195</b>	<b>873</b>	<b>969</b>
<b>EIENDELER</b>	<b>7207</b>	<b>7529</b>	<b>6816</b>	<b>6402</b>	<b>6916</b>	<b>7415</b>	<b>7935</b>
<b>OMGRUPPERT EK OG GJELD</b>							
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>EGENKAPITAL</b>	<b>2418</b>	<b>2845</b>	<b>2178</b>	<b>2150</b>	<b>2538</b>	<b>2512</b>	<b>2934</b>
<b>MINORITESINTERESSER</b>	<b>104</b>	<b>138</b>	<b>144</b>	<b>172</b>	<b>199</b>	<b>154</b>	<b>287</b>
<b>Sum EK</b>	<b>2522</b>	<b>2983</b>	<b>2322</b>	<b>2322</b>	<b>2737</b>	<b>2666</b>	<b>3221</b>
Avsetting for krav	659	551	595	644	655	761	756
Annen langsiktig rentefri gjeld	21	104	33	34	58	92	116
<b>Langsiktig driftsrelatert gjeld</b>	<b>680</b>	<b>655</b>	<b>628</b>	<b>678</b>	<b>713</b>	<b>853</b>	<b>872</b>
<b>Kortsiktig driftsrelatert gjeld<sup>61</sup></b>	<b>1717</b>	<b>2125</b>	<b>1824</b>	<b>1690</b>	<b>1840</b>	<b>2260</b>	<b>2764</b>
<b>DRIFTSRELATERT GJELD</b>	<b>2397</b>	<b>2780</b>	<b>2452</b>	<b>2368</b>	<b>2553</b>	<b>3113</b>	<b>3636</b>
Langsiktig finansiell gjeld	2288	1766	2042	1712	1626	1636	1078
Kortsiktig finansiell gjeld	0	0	0	0	0	0	0
<b>FINANSIELL GJELD</b>	<b>2288</b>	<b>1766</b>	<b>2042</b>	<b>1712</b>	<b>1626</b>	<b>1636</b>	<b>1078</b>
<b>EGENKAPITAL OG GJELD</b>	<b>7207</b>	<b>7529</b>	<b>6816</b>	<b>6402</b>	<b>6916</b>	<b>7415</b>	<b>7935</b>

Tabell 5.4 – Omgruppert balanse

Det omgrupperte resultatregnskapet og den omgrupperte balansen vil danne grunnlaget for vår videre analyse.

<sup>61</sup> Her er utbytte trukket ut og lagt til EK (fordelt mellom majoritets- og minoritetsinteressere).

### 6.5 Justering for målefeil

Fra en analytikers ståsted er ikke konservativ regnskapsføring nødvendigvis det samme som god regnskapsføring. En analytiker er interessert i hvor godt regnskapstallene belyser de underliggende økonomiske hendelsene og forholdene i en bedrift. Konservativ og aggressiv regnskapsføring kan være misvisende, og målefeil oppstår når det er avvik mellom de reelle verdiene og de regnskapsførte verdiene<sup>62</sup>. Ved utarbeidelsen av årsregnskapet skal man følge regnskapsloven (RL) og retningslinjene for god regnskapsskikk (GRS). De grunnleggende regnskapsprinsippene i RL § 4-1 gjør at regnskap blir utarbeidet med målefeil sett fra en analytikers ståsted. Det vil derfor kunne forekomme skjulte verdier i balansen, som ikke kommer frem i transaksjonsbaserte regnskap.

Det finnes tre hovedtyper målefeil;

- i. Avvik mellom korrekt historisk kost og verdibasert regnskapsføring
- ii. Avvik mellom korrekt historisk kost og god regnskapsskikk<sup>63</sup>
- iii. Kreativ regnskapsføring

Utgangspunktet for å justere for målefeil er det omgrupperte resultatregnskapet, og formålet med justeringen er å få enda bedre innsikt i underliggende, økonomiske forhold enn det omgrupperte regnskapet gir. Gjennom detaljanalyse av regnskapsføringen er det mulig å avdekke målefeil samt komme opp med et tall på hva målefeilen utgjør. Justering for målefeil vil kunne gi et bedre bilde av den økonomiske situasjonen, og bidrar på den måten til en mer korrekt verdsettelse. En typisk årsak til målefeil er immaterielle eiendeler og det faktum at verdien av de ikke alltid kommer riktig frem av balansen. Justering for målefeil innebærer da å forsøke å gi et bedre estimat enn det som fremkommer i de offentliggjorte tallene. Et annet tilfelle hvor det er vanlig å justere for målefeil, er når ansatte mottar opsjoner

---

<sup>62</sup> Pelepu, Healy & Bernard (2000)

<sup>63</sup> Forelesningsnotater BUS425

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

og aksjer. Disse kostnadene kan være registrert som finanskostnader og ikke som lønnskostnader. I en justering ville disse blitt registrert som lønnskostnad, noe som hadde ført til høyere driftskostnader og lavere driftsresultat. I mange situasjoner er imidlertid justering av målefeil et ambisiøst mål. De som utarbeider regnskapene hos selskapet har inngående kjennskap til bedriften og vil sitte med langt bedre informasjon enn eksterne analytikere. Derfor bør en være svært forsiktig før en begynner å bearbeide et fremlagt årsregnskap. Faren for at man bare tilfører enda mer usikkerhet til tallene er stor. Vi velger derfor å se bort fra dette punktet i vår analyse.

### 6.6 Analyse av forholdstall

Forholdstall er relative tall som gir mulighet til å sammenlikne finansielle størrelser og utvikling hos Schibsted med andre selskap og med en bransje som en helhet, selv om det er størrelsesmessig forskjell på selskapene. Vi skal i det følgende foreta en forholdstallanalyse hvor vi kommer til å se på utviklingstrekk i likviditeten, soliditeten, inntjeningen og veksten over tid.

#### 6.6.1 Analyse av likviditet og soliditet

En kreditor som skal låne ut penger er opptatt av hvorvidt låntakeren er i stand til å innfri sine forpliktelser overfor sin långiver. For en investor er det imidlertid interessant å se hvordan likviditeten og kontantstrømmen i et selskap utvikler seg, da kontantoverskuddet representerer en verdi for ham/henne, siden økt kontantoverskudd medfører økt utbytte og/eller økt aksjekurs. Vi vil gjennomføre en likviditetsanalyse for å se nærmere på Schibsteds evne til å betale sine utgifter etter hvert som de forfaller samt utviklingen i selskapets kontantstrøm. Vi skal også gjennomføre en soliditetsanalyse. Nøkkeltallene vi kommer frem til vil vi deretter bruke i en syntetisk rating, som skal gi oss en pekepinn på Schibsteds kredittverdighet, altså hvor attraktivt selskapet er å låne penger til. Vi vil basere den syntetiske ratingen på Knivsflås presentasjon av metoden i kurset BUS425, og bruker

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

derfor bokførte verdier i beregningene i likviditets- og soliditetsanalysen. Det er fordi indikatorene, som vi vil sammenligne våre beregnede forholdstall med, er ment for forholdstall med bokført verdi som kapitalgrunnlag. Ratingen er presentert i en forenklet modell, da ratingselskapene fastsetter ratingen på basis av regnskapsanalyse med fokus på kreditororientert analyse, og ikke kun fire forholdstall, slik som vi vil gjøre. Dette representerer en svakhet ved metoden. Vi velger allikevel å bruke syntetisk rating til å estimere et kredittrisikotillegg for Schibsted.

### 6.6.1.1 Likviditet

**Likviditetsgrad** er et mål på hvorvidt en virksomhet har nok likvide midler til å dekke gjelden etter hvert som den forfaller til betaling. For å analysere likviditeten kan man benytte to ulike likviditetsgrader som vist under:

Likviditetsgrad 1: Sum omløpsmidler/ Sum kortsiktig gjeld

Likviditetsgrad 2: Sum mest likvide omløpsmidler (ekskl. varelager) / Sum kortsiktig gjeld

Ifølge flere anerkjente læreverk og forfattere bør helst likviditetsgrad 1 overstige 2. I tillegg bør noen av omløpsmidlene være finansiert av langsiktig kapital. Likviditetsgrad 2 bør overstige 1, dvs. at de mest likvide omløpsmidlene helst bør være minst like store som kortsiktig gjeld. Vi ser i det følgende på likviditetsgrad 1<sup>64</sup>:

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Likviditetsgrad 1</b>	0,91	0,98	1,02	1,13	0,92	0,89

Tabell 6.5 – Likviditetsgrad 1<sup>65</sup>

Likviditetsgrad 1 har holdt seg relativt stabil over analyseperioden, og det faktum at likviditetsgraden ligger rundt tallet 1, sier oss at omløpsmidler er like store som den kortsiktige gjelden, men dette kan variere gjennom året.

<sup>64</sup> Beregnet vha bokførte verdier.

<sup>65</sup> Sum omløpsmidler = varelager + kundefordringer/andre driftsfordringer + investeringer + kontant og bank.



## Fundamental verdsettelse av Schibsted

For norske forhold blir imidlertid denne metoden for analyse mindre relevant enn for andre land, for eksempel USA, fordi de økonomiske forholdene er annerledes. Den største forskjellen ligger i at norske bedrifter som regel har sin likviditetsreserve i form av en unyttet kassakreditt (trekkfasiliteter), mens det i mange land er vanligere å ha likviditetsreserver i form av finansielle investeringer. Å bruke tallet 2 som sammenligningsgrunnlag for likviditetsgrad 1 er derfor ikke en god metode for å gjøre seg opp en mening om likviditeten i et norsk selskap. Vi velger derfor å legge likviditetsgrad 1 litt mindre til grunn for konklusjon om Schibsteds likviditet. I stedet retter vi blikket mot Schibsteds regnskap og undersøker bruken av **trekkfasiliteter**. I Schibsteds årsrapport står det at selskapet ikke har hatt behov for å benytte seg av slike, men at de har tilgang på dette, da Schibsted mener at trekkfasiliteter bidrar til økt finansiell fleksibilitet.

En bedrift som får likviditetsproblemer kan velge å bruke av innvilgede trekkfasiliteter for å innfri gjeld. Det faktum at Schibsted ikke bruker av sine trekkfasiliteter, og ikke har gjort det i analyseperioden, vitner om god likviditet.

**Rentedekningsgraden** til en bedrift sier noe om en bedrifts evne til å dekke sine finanskostnader. Rentedekningsgraden finner vi slik:

$(\text{driftsresultat før skatt} + \text{finansinntekter}) / \text{finanskostnad}$

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Rentedekningsgrad</b>	2,68	0,48	2,70	6,38	-2,60	14,4

Tabell 6.6 – Rentedekningsgrad

Schibsted har hatt en stigende rentedekningsgrad siden 2001, og trenden er at selskapets evne til å dekke sine finanskostnader bedres for hvert år som går. Vi mener det er liten sannsynlighet for at Schibsted ikke vil kunne dekke sine finanskostnader. I 2004 er rentedekningsgraden negativ. Det er fordi

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

finanskostnaden dette året er negativ. Det gir derfor ikke mening å beregne rentedekningsgraden i 2004.

**Kontantoverskuddet** er summen av likvide midler selskapet disponerer. Positivt kontantoverskudd er en forutsetning for å være i stand til å betale utgifter ved forfall og kan dermed være en pekepinn på likviditeten. Schibsted har hatt følgende utvikling i kontantoverskuddet gjennom analyseperioden:

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Kontantoverskudd<sup>66</sup></b>	139	71	-21	223	278	676

Tabell 6.7 – Utvikling i kontantoverskudd

Utviklingen i kontantoverskuddet er positiv gjennom de tre siste år, og vitner om god likviditet hos Schibsted.

Analyse av likviditetsgrad, rentedekningsgrad og kontantoverskudd gir oss grunnlag for å konkludere med at Schibsted har god likviditet.

### 6.6.1.2 Soliditet

Et foretaks evne til å tåle tap vurderes ofte ut fra dets soliditet, målt ved **egenkapitalandelen<sup>67</sup>** ( $\text{Andel EK} = \text{EK} / \text{Total kapital}$ ). Denne størrelsen sier noe om hvorvidt selskapet har økonomiske ressurser til å stå imot fremtidige tap/underskudd. Et foretak med høy egenkapitalprosent har bedre mulighet til å komme igjennom vanskeligere tider, blant annet fordi selskapet lettere kan klare å skaffe til veie likvide midler gjennom salg av eiendeler uten heftelser. Høy egenkapitalandel betyr også lavere løpende utgifter til renter og avdrag.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Egenkapitalprosent</b>	41 %	35 %	35 %	38 %	40 %	45 %

Tabell 6.8 – Egenkapitalprosent

<sup>66</sup> For Schibsteds beregnet: Res før skatt – skatt +/- tap/gevinst EI + av- og nedskrivninger +/- endring varelager +/- kontantstrøm ved kjøp/salg eiendeler + opptak rentebærende gjeld – nedbetaling rentebærende gjeld +/- kjøp/salg egne aksjer – betalt utbytte.

<sup>67</sup> Beregnes med bokførte verdier. EK = utsatt skattefordel + bokført EK + minoritetsinteresser.

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

Schibsted har en egenkapitalprosent som er stabil og har økt hvert år siden 2001. Årlig positivt kontantoverskudd er trolig en av flere årsaker til økt EK-%, og Schibsted har i 2005 nesten halvparten av sin samlede kapital som egenkapital. Et selskap med stabil og høy andel egenkapital er å anse for et selskap med lav risiko for konkurs. Soliditeten ansees derfor som god.

Et annet forholdstall som brukes til å analysere soliditeten er **driftsrentabiliteten**<sup>68</sup>, dvs. den operasjonelle andelen av rentabiliteten, som beregnes ved driftsresultat<sup>69</sup> dividert med gjennomsnittlig total kapital<sup>70</sup>.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Driftsresultat	407	-25	533	839	588	1043
Driftsrentabilitet	5,68 %	-0,17 %	4,12 %	6,50 %	4,19 %	7,03 %

Tabell 6.9 – Driftsrentabilitet

Driftsrentabiliteten har gjennom analyseperioden ligget mellom 4,12 % og 7,03 %, bortsett fra 2001, da det var nedgangskonjunktur og driftsrentabiliteten var negativ. Det som imidlertid er mest interessant å legge merke til når vi ser på utviklingen i driftsrentabiliteten, er hvorvidt driftsresultatet har hatt en positiv utvikling. Vi ser at trenden er økende. Etter 2001 har driftsresultatet økt betraktelig, unntaket var fra 2003 til 2004. Det faktum at driftens bidrag til inntjeningen er økende, er positivt, og betyr at Schibsteds aktiviteter faktisk genererer verdi.

Etter analyse av EK-prosenten og driftsrentabiliteten kan vi konkludere med at Schibsted er et solid selskap.

### 6.6.1.3 Syntetisk rating

På bakgrunn av de beregnede forholdstall fra likviditets- og soliditetsanalysen kan vi nå gjøre en kredittvurdering av Schibsted. For å gjøre det, velger vi å bruke ratingklasser fra et velkjent og internasjonalt rammeverk; Standard &

<sup>68</sup> Driftsrentabiliteten blir også senere diskutert i kapittel om lønnsomhet. Vi synes imidlertid det er relevant å se driftsrentabiliteten i sammenheng med soliditeten, da vekst i EK er avhengig av at driften genererer overskudd.

<sup>69</sup> Driftsresultat = driftsresultat før skatt + resultat fra tilknyttede selskap.

<sup>70</sup> Gjennomsnittlig total kapital =  $(TK_{t-1} + (\Delta TK_t - \text{driftsresultat}) / 2)$ .

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

Poor's<sup>71</sup>. Den syntetiske ratingen vil plassere Schibsted i en av risikoklassene mellom AAA, som beste, og D som dårligste rating.

Denne typen rating av selskaper er velkjent for kredittinstitusjoner og investorer over hele verden, og gir en pekepinn på graden av risiko knyttet til lån og investeringer i Schibsted. (Se appendiks for Standard & Poor's klassifisering av de ulike risikoklassene.)

For Schibsted blir syntetisk rating følgende:

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Likviditetsgrad 1</b>	n/a	B	B+	B+	BB-	B+	B
<b>EK-prosent</b>	BBB/BB	BBB-	BBB/BB	BBB/BB	BBB/BB	BBB-	BBB+
<b>Rentedekningsgrad</b>	BBB	BBB/A	B-	A-	AA	D	AAA-
<b>Driftsrentabilitet</b>	n/a	BB-	D	B	BB	B	BBB-
<b>Gj.snittsrating</b>	BBB-	BBB/BB	BB+	B+	BB+	B-	<b>BBB</b>

Tabell 6.10 – Syntetisk rating

Vår analyse plasserer Schibsted i klassen BBB for 2005, noe som betyr at Schibsted i dag anses som et kredittverdig selskap. Ratingklassen BBB tilsvarer, i følge Knivsflå, en kredittrisikofaktor<sup>72</sup> på 0,400. Når vi multipliserer denne med risikofri rente, 5,1 %, gir dette oss et kredittrisikotillegg<sup>73</sup> på 2,04 %.

### 6.6.1.4 Oppsummering av likviditets- og soliditetsanalyse

Likviditetsanalysen viser at Schibsted er et selskap som har lite eller ingen problem med å betale leverandørgjeld eller finanskostnader ved forfall, samtidig som de har en positiv kontantstrøm. Analyse av soliditeten viser at evnen til å stå imot fremtidige tap gjennom er god. Den syntetiske ratingen plasserer dessuten Schibsted i klassen for kredittverdige selskap.

<sup>71</sup> Kjell Henry Knivsflå bruker denne rating-metoden i BUS425.

<sup>72</sup> Kredittrisikofaktor er en funksjon av økonomisk situasjon og etablert sikkerhet.

<sup>73</sup> Kredittrisikotillegg er den risikopremien långivere legger til for konkursrisiko ved fastsettelse av krav på utlånt kapital.

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

### 6.6.2 Analyse av lønnsomhet

Lønnsomhet uttrykkes gjennom rentabiliteten, dvs. gjennom et forholdstall som forteller hvilken avkastning bedriften sitter igjen med per investerte krone. En lønnsom bedrift kjennetegnes ved at rentabiliteten er større enn avkastningskravet. For investorer innebærer gode resultater økte forventninger om inntjening og dermed økt aksjekurs. Å analysere lønnsomheten til Schibsted vil innebære å vurdere hvorvidt rentabiliteten overgår avkastningskravet til kapitalen, samt se på underliggende kilder til rentabilitet gjennom dekomponering. Dekomponeringen vil bidra til å finne de såkalte rentabilitetsdriverne. I analysen av avkastningskravet så vi på avkastningen til EK og rentebærende gjeld, noe som gjør at vi velger å konsentrere oss om total kapitalrentabiliteten i den videre analysen.

Vi benytter resultat før skatt korrigert for unormale poster i brøkens teller. Det gjør vi fordi et korrigert resultat trekker ut de unormale hendelsene og gjør rentabiliteten mer relevant for fremskrivingen, som igjen danner grunnlaget for det endelige verdiestimatet.

I nevneren, altså kapitalgrunnlaget, bruker vi gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital i perioden. Dette gir en etterskuddsrentabilitet og bør sammenlignes med et etterskuddskrav.

Formelen for total kapitalrentabiliteten ( $R_{TK}$ ) blir da:

$$R_{TK} = \frac{\text{Re } s_{TK}}{\frac{TK_{t-1} + (\Delta TK_t - \text{Re } s_{TK})}{2}}$$

der  $\text{Re } s_{TK}$  = resultat som tilfaller total kapitalen<sup>74</sup>

$\Delta TK_t$  = endring i total kapitalen periode t

Nevner uttrykker gjennomsnittlig kapital

<sup>74</sup> Beregnet på følgende måte;  $\text{Re } s_{TK}$  = driftsresultat før skatt + resultat fra tilknyttede selskap + fin.inntekter – minoritetsresultat.

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

Vi bruker markedsverdien av kapitalen, dvs. (pris per aksje \* antall aksjer) + rentebærende gjeld<sup>75</sup>.

### 6.6.2.1 Totalkapitalrentabilitet

Når vi beregner rentabiliteten til totalkapitalen, får vi følgende resultat:

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Totalkapitalrentabilitet	5,5 %	-0,7 %	7,3 %	11,5 %	3,6 %	9,2 %

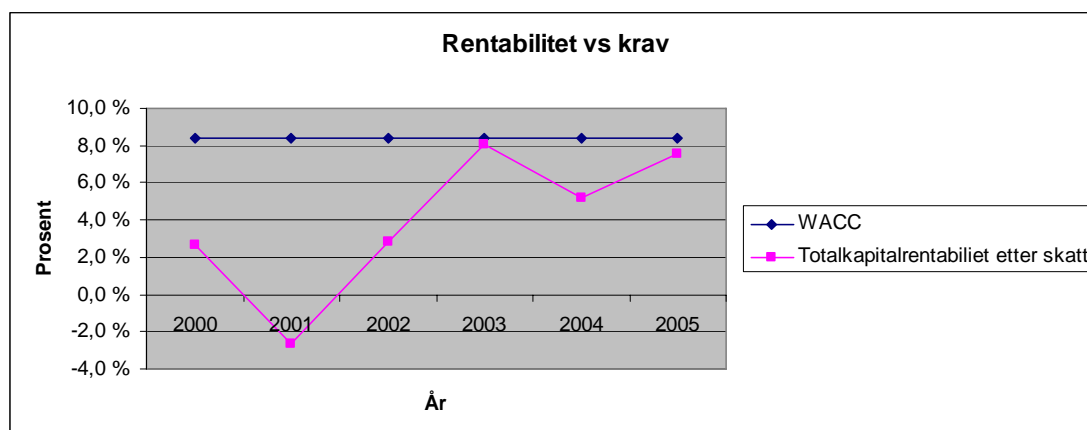
Tabell 6.13 – Utvikling i totalkapitalrentabiliteten

Rentabiliteten til totalkapitalen har variert gjennom analyseperioden. I 2001 var den negativ, i takt med den generelle økonomien på den tiden. Siden 2002 har rentabiliteten variert, men er positiv hele tiden.

Det er vesentlig å sammenligne rentabiliteten til totalkapitalen med avkastningskravet til totalkapitalen (WACC). Fordi WACC er beregnet etter skatt, må vi beregne rentabiliteten til totalkapitalen også etter skatt.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Totalkapitalrentabilitet	2,7 %	-2,7 %	2,9 %	8,1 %	5,2 %	7,5 %

Tabell 6.14 – Totalkapitalrentabilitet etter skatt



Figur 6.1 – Utvikling i rentabiliteten sammenliknet med utvikling i kravet

<sup>75</sup> Rentefri gjeld legges ikke til kapitalgrunnlaget fordi totalkapitalrentabiliteten skal sammenlignes med WACC. Ved beregning av WACC er kun rentebærende gjeld lagt til.

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

Sammenlikner vi utviklingen i totalrentabiliteten med utviklingen i avkastningskravet til totalkapitalen over tid, ser vi at rentabiliteten har ligget under kravet i hele analyseperioden. I 2003 og 2005 ser vi en rentabilitet som nesten tar igjen WACC. Trenden har stort sett vært positiv etter 2001. Det faktum at rentabiliteten det meste av analyseperioden ligger under WACC gir grunn til negativ konklusjon hva angår rentabiliteten. På den annen side er trenden positiv de siste årene, slik at ensidig negativ konklusjon vil bli feil.

Når vi ser nærmere på de absolutte tallene som ligger til grunn, ser vi at det absolutte resultatet har hatt en betraktelig økning de tre siste årene. Det har samtidig markedsverdien av selskapets totale kapital<sup>76</sup>, noe som skyldes økt aksjekurs.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Resultat til totalkapital	288	-231	203	619	591	1033
Totalkapital (markedsverdi)	9279	8032	6698	9555	13685	14997

Tabell 6.15 – Utvikling i totalkapitalrentabilitet

Rentabiliteten blir derfor lavere som et resultat av den økte aksjekursen. Vi ser dermed at rentabilitet har en svakhet som resultatindikator, da negativ virkning på rentabiliteten faktisk kan forklares gjennom en positiv endring (økt aksjekurs).

### 6.6.2.2 Dekomponering av totalkapitalrentabiliteten

For å få bedre innsikt i rentabiliteten, vil vi videre splitte opp denne for å analysere hva som er de underliggende årsakene til de faktiske forhold.

Ved analyse av totalkapitalrentabiliteten er det hensiktsmessig å skille drift fra finansiering. På den måten kan vi undersøke i hvor stor grad selve driften bidrar til lønnsomheten. Driftsrentabilitet ( $R_d$ ) og driftsresultat kan vi bruke til

---

<sup>76</sup> Antall aksjer \* aksjekurs + rentebærende gjeld

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

dette formålet fordi dette ifølge Kjell Henry Knivsflå<sup>77</sup> best skiller nettopp drift fra finansiering. (Legg merke til at vi også beregnet denne størrelsen i forbindelse med syntetisk rating, men da brukte vi bokførte verdier. Nå bruker vi markedsverdier.) Det kunne også vært hensiktsmessig å splitte opp rentabiliteten etter forretningsområde for å se hvilket område som bidrar mest til inntjeningen, men det er i praksis ikke mulig, da Schibsted ikke rapporterer tall per forretningsområde. I Schibsteds tilfelle kunne dette vært spesielt interessant, da de opplever å være i ulike situasjoner innenfor ulike forretningsområder, for eksempel tilbakegang innen avissegmentet samtidig som online-segmentet er i ferd med å ta av.

I tillegg til å se på driftsrentabiliteten kunne vi videre sett på virkningen av finansiell gearing og virkningen av minoritetsinteressene, dvs. hvordan finansieringen påvirker den totale rentabiliteten. Da finansiell struktur ikke er relevant for rentabiliteten til totalkapitalen, ser vi imidlertid bort fra dette.

For å finne driftsrentabiliteten ( $R_d$ ) benytter vi formelen<sup>78</sup>

$$R_d = \frac{Res_d}{\frac{TK_{t-1} + (\Delta TK_t - Res_d)}{2}} \quad \text{der} \quad Res_d = \text{driftsresultat}^{79}$$

Driftsrentabiliteten viser hvor stor andel av avkastningen til totalkapitalen som kommer fra driften. Som tidligere nevnt, er det imidlertid også viktig å se på utviklingen i driftsresultatet for å si noe om utviklingen i driften. Vi ser at driftsresultatet har steget siden 2001 med unntak av 2004, men totalt sett ser vi en positiv trend hos Schibsted hva angår driftens bidrag til inntjeningen. For Schibsted har driftsrentabiliteten i perioden 2001-2003 oversteget den totale rentabiliteten.

---

<sup>77</sup> Forelesningsnotater BUS425

<sup>78</sup> Forelesningsnotater BUS425

<sup>79</sup> Driftsresultat = driftsresultat før skatt + resultat fra tilknyttedes selskap.



## Fundamental verdsettelse av Schibsted

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Driftsresultat	407	-25	533	839	588	1043
Driftsrentabilitet	6,1 %	-0,5 %	15,4 %	19,0 %	7,3 %	9,5 %

Tabell 5.16 - Driftsrentabilitet

Dette betyr i praksis at driften i denne perioden bidrar positivt til rentabiliteten, mens de øvrige postene som har noe å si for bunnlinjen har et negativt bidrag. Selv om driftsrentabiliteten har gått tilbake noen av årene, ser vi ikke dette som et umiddelbart signal på nedgang hos Schibsted, da driftsresultatet faktisk øker hvert eneste år.

Driftsrentabiliteten kan videre analyseres ved å dekomponere den til driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler. Driftsmargin er forholdet mellom driftsresultat før skatt og driftsinntekter, mens omløpet til driftseiendeler sier oss hvor stor omsetningen er per krone investert i eiendeler, dvs. evne til å skape inntekter per krone investert.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Driftsmargin	4,99 %	-0,31 %	6,73 %	9,73 %	6,02 %	10,61 %
Omløpet til totale eiendeler	1,22	1,59	2,29	1,95	1,22	0,89

Tabell 6.17 – Driftsmargin og omløp til nettodriftseiendeler

Schibsted har en driftsmargin som har vært stigende etter 2001, med unntak av 2004. Dette betyr at det genereres inntekter som bidrar til resultat gjennom høy nok pris i forhold til kostnader. Når det gjelder omløpet til netto eiendeler, har dette hatt en negativ utvikling etter 2002, noe som gir en negativ innvirkning på rentabiliteten. Dette betyr at Schibsteds eiendeler i mindre grad gir avkastning i forhold til tidligere år.

### 6.6.2.3 Oppsummering av lønnsomhetsanalysen

Totalkapitalrentabiliteten overstiger avkastningskravet (WACC) kun ett av årene i analyseperioden. Dette gir grunnlag for negativ konklusjon mht. rentabiliteten. Vi ser imidlertid at økt aksjekurs medfører økt totalkapital

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

(nevner), noe som bidrar til nedgangen i rentabiliteten. Selv om rentabiliteten avtar, ser vi en positiv utvikling i driftsresultatet. Økning i driftsresultat er med å bidra til økt utbytte, som er av stor verdien for investorene. Dette gjør at vi setter spørsmålsteget ved rentabilitet som lønnsomhetsindikator.

Ved analyse av driftsrentabiliteten ser vi at bidraget fra driften går ned, samtidig som vi ser av omløpet til eiendelene at eiendelenes bidrag til rentabiliteten går tilbake. Positiv utvikling i driftsmarginen drar opp helhetsinntrykket, da den sier oss at Schibsted enten har blitt bedre på å presse kostnader eller opparbeidet seg et kvalitetsstempel som gjør at selskapet kan øke prisen på sine varer.

Flere av våre forholdstall tilsier negativ konklusjon hva angår rentabilitet. Men selskapet har rapportert underskudd kun ett år gjennom analyseperioden (2001). Det samme gjelder for det omgrupperte regnskapet. Driftsresultatet er også positivt og ikke sterkt avtakende. Selv om rentabiliteten stort sett har ligget under WACC i flere år, har utviklingen her vært positiv, og i 2005 var  $R_{TK}$  og WACC tilnærmet like. Forsetter trenden, vil rentabiliteten allerede neste år overstige WACC.

Vi har ikke grunnlag for å konkludere med god lønnsomhet, men heller ikke magefølelse til å konkludere med dårlig lønnsomhet når vi har den strategiske analysen i bakhodet.

### 6.6.3 Analyse av vekst

Vekst er den prosentvise endringen i et regnskapstall fra en periode til en annen. Vi skal videre se på to typer vekst; kapitalvekst og resultatvekst. Kapitalvekst er vekst i balansetall, dvs. egenkapital og gjeld på høyresiden, samt eiendeler på venstresiden. Resultatvekst omhandler resultatregnskapet, dvs. vekst i driftsresultatet og faktorer som påvirker dette. Når det gjelder resultatvekst, er vi spesielt interessert i de underliggende kildene til vekst.

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

Når vi skal finne et estimat på fremtidig vekst, må vi ta hensyn til historisk- og generell vekst i bransjen. Ved anslag for vekst i fremtiden vil vi også ta utgangspunkt i den strategiske analysen.

Vekst kan blant annet deles i vekst på kort og på lang sikt. Innsikt om langsiktig vekst får man fra generell makroøkonomisk vekstanalyse og strategisk analyse som fokuserer på vekst i bransjen. Faktorer som påvirker den økonomiske veksten er eksempelvis sparing i forhold til konsum, vekst i folketallet og teknologisk endring. Gjennomsnittelig årlig realvekst i bruttonasjonalprodukt i Norge i årene 1865 – 2002 var 3 %<sup>80</sup>. Norges Bank har satt et inflasjonsmål på 2,5 %, men kjerneveksten i økonomien ligger foreløpig noe under dette målet. Over tid vil det ikke være mulig for et selskap å vokse mer enn forventet realvekst i økonomien + forventet inflasjon. På sikt vil derfor veksten i en bransje konvergere mot veksten i økonomien<sup>81</sup>. Veksten er tilbakevendende til markedstrenden, såkalt mean reverting.

Innsikt i vekst på kort sikt får vi gjennom strategisk analyse som fokuserer på vekstutsikter i bransjen og virksomhetens evne og ressurser til å skape vekst. I et voksende marked kan en bedrift vokse; (i) enten gjennom å ta markedsandeler, (ii) gjennom å kapre (nye) deler av det voksende markedet (organisk vekst) eller (iii) en kombinasjon av disse. Schibsted opererer både i marked med vekst (online, dvd, musikk, søketjenester) og i marked med tilbakegang/uten særlig vekst (avismarkedet). Selskapet kan derfor i teorien vokse organisk og/eller ikke-organisk, men det er uttalt fra Schibsteds side at strategien er å vokse organisk<sup>82</sup>. Tiden med oppkjøp er forbi.

---

<sup>80</sup> www.ssb.no

<sup>81</sup> Penman (2003)

<sup>82</sup> Årsrapport Schibsted 2005

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

### 6.6.3.1 Fundamental vekstanalyse

I vekstanalysen vil vi kartlegge vekst i resultat og kapital, samt analysere de underliggende kildene til vekst. Vi vil sammenlikne veksten over tid, og vi vil dessuten forsøke å forutsi den fremtidige veksten.

#### i. Kapitalvekst

Kapitalbasert vekst har, som nevnt over, fokus på egenkapital og gjeld. Utviklingen i kapitalstrukturen er ikke relevant for vår videre analyse, da vi fokuserer på kontantstrøm fra drift.

	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Vekst i totalkapital	4,5 %	-9,5 %	-6,1 %	8,0 %	7,2 %	7,0 %

Tabell 6.18 – Utvikling i totalkapital i analyseperioden

Vi ser av tabellen at Schibsted har hatt en noe varierende vekst i totalkapitalen<sup>83</sup> over analyseperioden. De siste tre årene var imidlertid sterke, takket være gode annonsemarkeder og veksten i medier på internett. De tre siste årene hjelpes også av restruktureringsprogrammer og effektivisering innført etter lavkonjunkturen i 2001.

#### ii. Resultatvekst

Når vi analyserer vekst i resultatregnskapet, ser vi på resultatpostene driftsinntekter, driftsresultat og resultat.

##### Vekst i driftsinntekter

Driftsinntektsveksten er en interessant faktor å se på innenfor resultatveksten, da den er en viktig verdidriver ved budsjettering og fremskriving.

---

<sup>83</sup> Her regner vi med bokført kapital.

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

Vekst i brutto driftsinntekter beregnes slik:

$$V_{DI_t} = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_{t-1}}$$

der  $DI_t$  er veksten i driftsinntektene i periode t  
 $DI_t$  er driftsinntektene i periode t

$DI_{t-1}$  er driftsinntektene i periode t-1

$$V_{DK_t} = \frac{DK_t - DK_{t-1}}{DK_{t-1}}$$

der  $V_{DK_t}$  er veksten i driftskostnader i periode t  
 $DK_t$  er driftskostnadene i periode t  
 $DK_{t-1}$  er driftskostnadene i periode t-1

	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Vekst i driftsinntekter	10,2 %	-2,4 %	-0,5 %	8,6 %	13,6 %	1,5 %
Vekst i driftskostnader	8,0 %	-2,1 %	-2,5 %	6,2 %	13,6 %	1,6 %

Tabell 6.19 Utvikling i driftsinntekter og – kostnader i perioden 2000 til 2005

Vi ser at driftsinntektene og driftskostnadene har hatt en noe varierende utvikling i perioden. Veksten øker jevnt for både driftsinntektene og – kostnadene etter fallet i 2001 og 2002, med en tilbakegang igjen for 2005. Den negative driftsinntektsveksten i 2001 og 2002 skyldes trolig nedgangskonjunktur i 2001, som også gir virkninger året etter, mens nedgangen i 2005 trolig skyldes tilbakegangen innen avis. Driftsinntektene økte mest i 2003 og 2004, noe som muligens kan knyttes til omleggingen av Aftenposten til tabloidformat og den sterke utviklingen innen online, for eksempel FINN.no. Når det gjelder den negative veksten i driftskostnader i 2001 og 2002 og tilbakegangen i 2005, er nok dette knyttet til lavere produksjonsvolum i disse periodene som følge av den nevnte nedgangskonjunktoren og tilbakegangen innen avis. Til tross for et stagnerende avismarked, har Schibsted en samlet positiv utvikling over perioden. Videre fremskriving av driftsinntektsveksten vil avhenge av hva man kan forvente av vekst for fremtiden gitt interne prestasjoner, samt eksterne hendelser. Dette vil vi komme tilbake til i kapittel 7, som tar for seg budsjettering og fremskrivning. Det vil da bli interessant å se hvordan veksten

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

i driftsinntektene forplanter seg i selskapets resultat, dvs. hvorvidt vekst i driftsinntekter faktisk gir utslag på bunnlinjen.

Vekst i driftsresultat etter skatt<sup>84</sup>

Veksten i driftsresultatet avhenger av veksten i driftsinntekter og -kostnader og vekstvirkingen av operasjonell gearing. Operasjonell gearing sier noe om kostnadsveksten forbundet med å øke omsetningen.

Vekstvirkingen av operasjonell gearing:

$$v_{OG} = (V_{DI} - V_{DK}) \times \frac{DK_{t-1}}{Res_{Dt-1}}$$

der  $v_{OG}$  = vekstvirkn. av operasjonell gearing  
 $V_{DI}$  = driftsinntektsveksten  
 $V_{DK}$  = driftskostnadsveksten  
 $DK$  = driftskostnader  
 $Res_D$  = driftsresultat etter skatt

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Vekst i driftsinntekter	10,2 %	-2,4 %	-0,5 %	8,6 %	13,6 %	1,5 %
+ Vekstvirkning av operasjonell gearing	145,6 %	-29,0 %	-166,2 %	47,8 %	0,3 %	-1,9 %
= Vekst i driftsresultat	155,8 %	-31,4 %	-166,8 %	56,4 %	13,9 %	-0,4 %

Tabell 6.20 – Vekst i driftsresultat etter skatt i perioden 2000 til 2005

Denne metoden gir meningsløse svar dersom driftsresultatet er negativt, slik som er tilfellet for Schibsted i 2001. Vi kan derfor ikke legge vekt på beregningen for året etter, da hvert år baserer seg på driftsresultatet etter skatt for året før. Til tross for en vekst i driftsinntektene på 1,5 % i 2005, er vekst i driftsresultatet etter skatt negativt med -0,4 %. Dette skyldes at veksten i driftskostnader,  $V_{DK}$ , er 1,6 %, og dermed større enn driftsinntektene dette året. I 2004 er vekstvirkingen av operasjonell gearing tilnærmet lik null, da veksten i driftsinntekter og -kostnader er lik for dette året. Høye driftskostnader dette året kan knyttes til etablering av nye virksomheter innen online. Veksten i 2003 drives av en høy operasjonell gearing. En vekst på 8,6 % i driftsinntektene bidrar til en vekst på 56,4 % i driftsresultat etter skatt. Også i 2000 løftes veksten i driftsresultatet etter

<sup>84</sup> Denne metoden vil gi meningsløse svar dersom netto driftsresultat er negativt.

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

skatt opp ved hjelp av den operasjonelle gearingen. Den negative veksten i driftsresultatet for 2001 skyldes den tidligere omtalte lavkonjunkturen dette året, med svikt i driftsinntektene. Som vi ser, er den operasjonelle gearingen høy dette året, og gir store utslag grunnet den negative veksten i inntektene.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Vekst i driftsinntekter	10,2 %	-2,4 %	-0,5 %	8,6 %	13,6 %	1,5 %
Vekst i driftskostnader	8,0 %	-2,1 %	-2,5 %	6,2 %	13,6 %	1,6 %

Tabell 6.21 – Utvikling i driftsinntekter og – kostnader i perioden 2000 til 2005

### Vekst i resultatet<sup>85</sup>

Veksten i resultatet avhenger av driftsinntektsveksten, vekstvirkingen av operasjonell gearing og vekstvirkingen av finansiell gearing. Finansiell gearing sier oss noe om finansieringens virkning på rentabiliteten.

Vekstvirking av finansiell gearing:

$$vV_{FG} = (V_{DIt} - V_{FKt}) \times \frac{FK_{t-1}}{Res_{t-1}}$$

der  $vV_{FG}$  = vekstvirkn. av fin. gearing  
 $V_{FKt}$  = vekst i finansielle kostnader  
 $FK$  = finansielle kostnader  
 $Res_{t-1}$  = Resultat for perioden

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Vekst i driftsinntekter	10,2 %	-2,4 %	-0,5 %	8,6 %	13,6 %	1,5 %
+ Vekstvirking av operasjonell gearing	145,6 %	-29,0 %	-166,2 %	47,8 %	-0,3 %	-1,9 %
+ Vekstvirking av finansiell gearing	-70,5 %	69,7 %	-7,7 %	47,9 %	72,4 %	62,2 %
= Vekst i resultat for perioden	85,2 %	38,3 %	-174,5 %	104,3 %	86,4 %	61,8 %

Tabell 6.22 – Vekst i resultat for perioden i tidsrommet 2000 – 2005

Ettersom denne metoden gir meningsløse svar dersom periodens resultat til egenkapitalen er negativ, som i 2001, må vi også her se bort fra 2002 av samme årsak som i beregningen av veksten i driftsresultatet. I 2003 ser vi at en vekst i driftsinntektene på 8,6 % gjøres om til en vekst i nettoresultatet på 104,3 %. Vi ser at vekstvirkingen av operasjonell gearing er på hele 47,8 %, i tillegg til at virkingen av finansiell gearing er 47,9 % takket være en

<sup>85</sup> Denne metoden vil gi meningsløse svar dersom periodens resultat er negativt.

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

negativ vekst i finansielle kostnader. Også i 2004 gir en negativ vekst i finansielle kostnader en relativt høy finansiell gearing, som resulterer i en vekst i resultatet på 86,4 %. I 2005 er veksten i de finansielle kostnadene fortsatt negativ. I tillegg gjør en negativ operasjonell gearing at veksten i driftsinntektene på 1,5 % blir gjort om til en vekst i resultatet på 61,8 %.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Vekst i driftsinntekter	10,2 %	-2,4 %	-0,5 %	8,6 %	13,6 %	1,5 %
Vekst i driftskostnader	8,0 %	-2,1 %	-2,5 %	6,2 %	13,6 %	1,6 %
Vekst i finansielle kostnader	54,8 %	-4,6 %	-10,5 %	-34,2 %	-263,7%	132,6 %

Tabell 6.23 – Utvikling vekst i driftsinntekter, drifts- og finansielle kostnader

### 6.6.3.2 Konklusjon vekstanalyse

Veksten i totalkapitalen har vært relativ stabil mellom 7 % – 8 % de tre siste årene, til tross for en meget varierende vekst over resten av analyseperioden. Veksten var preget av nedgangskonjunktur i 2001 og 2002, men har siden stabilisert seg.

Veksten i driftsinntektene har variert noe i perioden, med positive tall i alle år unntatt 2001 og 2002. Hvordan denne veksten, positiv eller negativ, forplanter seg i resultatet avhenger imidlertid av veksten i kostnadene. Veksten i finanskostnader er negativ i samtlige år unntatt i 2000 og 2005, da finanskostnadene til gjengjeld økte med henholdsvis 54,8 % og 132,6 %. Veksten i netto driftskostnader er høyere enn driftsinntektene i 2001 og 2005, noe som fører til en negativ virkning av operasjonell gearing disse årene. For begge årene fører dette også til en negativ vekst i driftsresultatet etter skatt.

### 6.6.4 Oppsummering forholdstallsanalyse

Vi har nå sett på utviklingen i de underliggende verdidrivere til Schibsted. Disse vil være utgangspunktet når vi nå skal utarbeide budsjett og fremtidsregnskap som skal ta oss til det endelige verdiestimatet på selskapet Schibsted.



### 7 Fremtidsregnskap

I denne delen skal vi gjøre et forsøk på å predikere fremtiden for Schibsted. Å spå fremtiden er ingen egen vitenskap, og det følgende kapittel vil i stor grad basere seg på skjønn og synsing. Videre skal vi altså gi vår mening om hvordan Schibsteds verdidrivere vil utvikle seg i fremtiden og dermed også lønnsomheten i selskapet fremover. Vi vil bruke den innsikten vi har fått gjennom strategisk analyse og regnskapsanalyse til å utarbeide et fremtidsregnskap. Dette vil forhåpentligvis gi oss et riktig bilde av selskapets verdi.

#### 7.1 Valg av budsjettthorisont

“Budsjettthorisonen er det året,  $T$ , der en går fra budsjettering til enkel fremskrivelse av verdidriverne rentabilitet, vekst og avkastningskrav”<sup>86</sup>. Vi skal utarbeide et budsjett med variable verdidrivere, for så å kunne fremskrive i evig tid med konstante verdidrivere. Knivsflå refererer til budsjetteringen som en bru mellom finansregnskapet og fremskrivingen av verdidriverne. Jo lengre budsjettthorisont, jo mindre blir leddet med konstante verdidrivere, da dette leddet da vil ligge lenger frem i tid, og dermed får en lavere nåverdi.

Det er to forhold vi har tatt hensyn til ved valg av budsjettthorisont:

i. Tidspunktet der konstant vekst (steady state) er en rimelig forutsetning  
Når vi fremskriver til evig tid, antar vi at bransjen er moden og at selskapet har konstant vekst. Budsjettthorisonen er tiden frem til vi antar at dette skjer.

ii. Kvaliteten på regnskapsføringen

I utgangspunktet er verdierestimater uavhengig av finansregnskapet, og kun avhengig av fremtidsregnskapet. Eventuelle målefeil i finansregnskapet vil

---

<sup>86</sup> Forelesningsnotater BUS425

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

allikevel kunne påvirke verdiestimatet. God regnskapsføring medfører at regnskapet viser virkelig verdi av balansen, noe som naturlig nok er ønskelig. Ifølge Knivsflå<sup>87</sup> kan derfor budsjettthorisonten være kortere jo bedre kvaliteten på regnskapsføringen er. Dette fordi at eventuelle målefeil vil trenge en lengre budsjettthorisont for å bli fanget opp. Jo mer pålitelig regnskapsføring, dess kortere budsjettthorisont trenger vi altså.

I første del av vår analyseperiode så Schibsted ut til å være et stabilt selskap etter å ha foretatt noen oppkjøp samt solgt ut deler av virksomheten som ikke lenger kan sies å være en del av kjernedriften. Det faktum at mediebransjen har endret seg markant i løpet av kort tid, ødelegger denne hypotesen. Det er fortsatt mye som rører seg i bransjen og markedet, slik at å forutsi en jevn utvikling i selskapet er vanskelig. Mest sannsynlig vil de neste årene være preget av den pågående endringen i folks medievaner. Endringene foregår imidlertid i utakt når man ser geografisk på det. Eksempelvis går papiravisene raskere tilbake i Skandinavia enn i resten av Europa, samtidig som online-segmentet har raskere fremgang i Skandinavia enn i det øvrige Europa. Vi mener imidlertid at Schibsted er inne i en netto vekstfase, dvs. at selv om visse segment vil være i tilbakegang, spår vi totalt sett en vekst for Schibsted i de kommende år. Dette kan begrunnes i økte driftsinntekter grunnet både økte markedsandeler og utvidet produkttilbud. Det er sannsynlig at selskapet vil oppleve positiv vekst i en del år fremover, før det kommer en tid hvor veksten flater ut og nærmer seg den generelle økonomiske veksten.

Schibsted fører regnskap etter God Regnskapsskikk (GRS). Dette innebærer at en stor del av de immaterielle verdiene ikke er balanseført i regnskapet. I tillegg til den regnskapsførte verdiskapningen har selskapet sannsynligvis høy verdiskapning gjennom oppbygging av nye merkenavn, blant annet innen online-segmentet.

---

<sup>87</sup> Forelesningsnotater BUS425

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

Ifølge Kopeland<sup>88</sup> vil 10 – 15 år være en passende tidshorisont ved kontantbasert verdsettelse. Ifølge GRS er en horisont på 6 – 14 år forsvarlig<sup>89</sup>. Vi har valgt en budsjettperiode på 8 år for Schibsted, siden regnskapet til Schibsted er basert på god regnskapsskikk og vi mener det er en stund til selskapet er i konstant vekst. Innen den tid tror vi at mye av endringen i bransjen kan ha "lagt seg". Nye ting vil sikkert være på trappene, men slikt vil være utenfor vår rekkevidde å spå. Avisenes tilbakegang, utviklingen innen online samt brukernes endrede medievaner vil være vårt fokus. Vi tror at 8 år kan være en passende horisont for å predikere noe av endringene som vi i dag kan se er i ferd med å skje. Etter våre antakelser vil dette medføre at vi verdsetter selskapet ut i fra at det når konstant vekst i 2013.

### 7.2 Verdidrivere

Vi bruker en enkel budsjetteringsmodell for utarbeidelse av fremtidsregnskap over budsjetthorisonten fra 1 til T. Vi vil utarbeide et estimat på selskapets kontantstrøm fra driften over budsjettperioden. Denne beregnes på følgende måte:

Driftsinntekter  
Driftsmargin  
+ Avskrivninger  
- Anleggsinvesteringer  
+/- Endring driftskapital  
= Kontantstrøm fra drift

Vi ser at kontantstrømmen har fem drivere; driftsinntekter, driftsmargin, avskrivninger, anleggsinvesteringer og driftskapital.

---

<sup>88</sup> Kopeland, Koller, Murrin (2000)

<sup>89</sup> Forelesningsnotater BUS425

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

### Driftsinntekter

Når det gjelder inntekter, er kildene til Schibsted i hovedsak avissalg, annonseinntekter (fra avis og online), filmsalg og boksalg. Avissalget har de siste årene stupt, da en stor andel av forbrukerne har gått over til å lese nettutgaver (som ikke koster penger). En god stund slet nettavisene med å få annonseinntekter, men annonsører har nå sett potensialet i internett og utsiktene er etter hvert bedret. Når det gjelder FINN.no, koster det fra kr 25 til kr 400 å annonsere i 30 dager, og per august 2006 er det nesten 221.000 annonser der. Dette sier litt om inntjeningspotensialet på denne og tilsvarende nettportaler. Det faktum at Skandinavia har vært et foregangsområde innen bruk av internett gjør at Schibsted er i den heldige posisjonen at de nærmest kan forutsi utviklingen sør i Europa. Internettpotensialet er trolig langt fra fullt utnyttet i Schibsteds marked, spesielt ikke i landene utenfor Skandinavia. I Norge har 70 % av befolkningen tilgang til bredbånd, mens kun 40 % av den franske befolkningen har tilsvarende tilgang. Når tilgjengeligheten øker i store markeder som Frankrike, Spania og øvrige land hvor Schibsted er etablert, vil selskapet ha ferdigutviklede konsept å tilby sluttbrukerne når de endrer sin mediehverdag.

I andre kvartal i 2005 vokste inntektene som skrev seg fra online-segmentet med 52 % i forhold til året før. Annonsering av merkevarer på internett økte fra 4 % i 2004 til 6 % i 2005. Altså velger stadig flere annonsører å bruke dette mediet som annonsekanal.

Schibsted har forstått de nye rammebetingelsene som har vokst frem i medieindustrien de siste årene. Dette gjør at de ligger et hestehode foran mange konkurrenter i bransjen. Selv venter Schibsted at utvikling av rubrikkannonser og søketjenester vil være lønnsomme investeringer, og varsler at de kommer til å investere 300 – 400 millioner kroner på utvikling av slike tjenester i 2006. I 2005 ble 165 millioner investert totalt, hvorav 145 millioner var internettsatsninger. Schibsted kostnadsfører all utvikling.

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

Vi forventer at investeringene Schibsted har bak seg, samt de som de skal foreta, vil medføre avkastning med tiden. På landsbasis har FINN.no vist seg å være en god investering og bidrar med høyest margin av alle de Schibsted-eide selskapene. Vi forventer at nett-tjenestene i det øvrige markedet som Schibsted opererer i, vil følge samme kurve for popularitet og inntjening, men det er vanskelig å si nøyaktig når. Samtidig er det viktig å ta i betraktning at nettaktivitetenes gode marginer vil komme til å tiltrekke konkurrenter, slik at lønnsomheten innen online trolig vil presses med tiden.

Vi tipper at også Schibsted for øvrig; tv, radio og forlag, vil holde en jevn vekst. Selv om aviser viser stor tilbakegang i Norge, er ikke denne tilbakegangen like markant i andre land, slik at totalt sett tror vi ikke at den norske tilbakegangen påvirker totalen nevneverdig. Aviser vil trolig ha en negativ innvirkning på veksten i driftsinntektene, men totalt spår vi en økning. Vi tror at veksten kommer til å være online-drevet.

Ut året 2006 (kort sikt) venter vi at driftsinntektene vil øke, da vi tror at online-investeringene begynner å kaste av seg. Vi har en hypotese om at det vil være en årlig økning i veksten frem til 2010. Da tror vi at internettbruk utenfor Skandinavia vil ha stabilisert seg. Driftsinntektene økte kun med 1,5 % i 2005, men vi tror på at online-effekten er i ferd med å slå til og at fremtidig vekst derfor vil være høyere enn det, særlig med tanke på at tidligere år har vært langt bedre. Vi har derfor lagt til grunn en vekst på 2 % for 2006 og en jevn økning i veksten frem til 2013. I all fremtid forutsetter vi at veksten vil ligge på samme nivå som den generelle økonomiske veksten, som vi antar blir 5,50 %<sup>90</sup>. Dette virker også rimelig, da vi i forholdstallsanalysen så at veksten har vært 5,2 % i snitt gjennom analyseperioden.

Verdidriver	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2013 →
Vekst i driftsinntekter	2,0 %	2,0 %	3,0 %	3,0 %	4,0 %	4,0 %	5,0 %	5,0 %	5,50 %

Tabell 7.1 – Forventet utvikling i driftsinntektene

<sup>90</sup> Inflasjon 2,5 % + vekst i BNP 3,0 %

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

### Driftsmargin

Driftsmargin er driftsresultat per krone omsatt. Den har hatt en økende trend frem til siste år i analyseperioden. Marginen for aviser har flatet ut, mens den stort sett har økt for forlag, TV og film. For online-segmentet har marginen vært svært høy og visse selskap har marginer opp mot 50 %. Online-segmentets inntog kan antas å øke driftsmarginene, da nettjenester kjennetegnes av at kunden gjør arbeidet selv. Vi kan på den annen side forvente at konkurranse vil drive netto driftsmargin ned hvis Schibsteds satsninger slår an hos konsumentene. God lønnsomhet medfører en tiltrekking av konkurrenter, noe som igjen presser driftsmarginen. Det er kostnadene som til syvende og sist styrer den endelige driftsmarginen. Klarer Schibsted å være kostnadseffektiv, kan de opprettholde en god driftsmargin. Innen online er Schibsted fortsatt et relativt nytt selskap på markedet, noe som tilsier at Schibsted med tiden vil kunne klare å bli mer kostnadseffektiv, etter hvert som de opparbeider seg kunnskap innen dette segmentet. De øvrige segmentene er relativt godt etablert, og vi tror derfor ikke at det vil skje store, utslagsgivende endringer hva angår driftsmarginene i disse segmentene.

Schibsted har hatt en variabel driftsmargin den siste tiden, noe som trolig skyldes en tid med tilbakegang (avis), fremgang (online) og en del omstilling. Schibsted har trappet opp investeringsvirksomheten, noe som presser marginene fordi all utvikling kostnadsføres. Dessuten har driftskostnader stort sett økt like mye som driftsinntektene i det siste.

Det er ikke usannsynlig at driftsmarginen vil bli presset ytterligere i et par år fremover som følge av utviklings- og omstillingskostnader. Hvorvidt den vil stige igjen, avhenger av konkurransesituasjonen.

I fjor var marginen etter skatt 8,3 %, det høyeste driftsmargintallet for hele analyseperioden. De siste årene har marginen variert mellom 4 % og 8 %.

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

Fremover vil trolig nedgang i avissalg samt investering i utvikling (som kostnadsføres) presse marginen ned mens økt online-aktivitet trolig vil påvirke marginen positivt. Fordi det kan virke som om nettaktiviteter øker raskere enn avis går tilbake, antar vi at nettoeffekten er positiv. Det faktum at online, det segmentet med høyest margin, ikke er fullt ut utnyttet utenfor Skandinavia, bidrar til positive antakelser om driftsmarginen. Vi vet ikke om oppgangen fra 5,1 % i fjor til 8,3 % i år er tilfeldig, og velger å anta en margin på 6 % etter skatt i hele analyseperioden. Dette er et nøkternt anslag, og vi ser at potensialet for økt margin er til stede.

Verdidriver	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2013 →
Driftsmargin	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %

Tabell 7.2 – Utvikling i driftsmarginen

### Anleggsinvesteringer og avskrivninger

Schibsted driver en type virksomhet som ikke krever jevnlige, store anleggsinvesteringer, slik som for eksempel selskap i tungindustrien krever. Vi forventer derfor at store investeringer fremover er knyttet til utvikling av nye konsept og løsninger. Da sistnevnte type investeringer kostnadsføres hos Schibsted, vil de ikke utgjøre noen effekt på balansen, men snarere i resultatet (driftsmarginen).

I årsrapportene gjennom de senere år kan vi se at det er kjøp av kontorinventar og annet løsøre som utgjør størst andel av anleggstilgangene. Slike investeringer foretaes som regel når gammelt kontorinventar og løsøre allerede er utrangert, og vil derfor ikke medføre økte avskrivninger, da de gamle allerede er ferdig avskrevet. Det er rimelig å anta at anleggsinvesteringene utvikler seg i takt med omsetningen, da økt omsetning vanligvis medfører økt behov og tilbøyelighet for investeringer.

Siden goodwill ikke lenger avskrives, er det rimelig å anta nedgang i avskrivningene. For 2004 og 2005 er det allerede justert for IFRS, dvs. avskrivningene er allerede justert. Fremtidsregnskapet begynner med 2005,

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

og sett i forhold til dette året, antar vi at avskrivninger øker med samme vekstfaktor som omsetningen.

Verdidrivere	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2013 →
Vekst i Investeringer og avskrivninger	2,0 %	2,0 %	3,0 %	3,0 %	4,0 %	4,0 %	5,0 %	5,0 %	5,5 %

Tabell 7.3 – Utvikling i anleggsinvesteringer og avskrivninger

## Driftskapital

Driftskapital defineres som omløpsmidler<sup>91</sup> – driftsrelatert kortsiktig gjeld<sup>92</sup>, og er en nødvendighet for å få hjulene til å gå rundt. Behov for driftskapital skyldes blant annet kreditt gitt til kunder, samt kjøp av innsatsfaktorer før salg finner sted.

I Schibsted sitt tilfelle er driftskapitalen i 2005 negativ, dvs. at den kortsiktige gjelden overstiger omløpsmidlene. Når vi antar at driftskapitalen utvikler seg i takt med omsetningen, medfører dette at gjelden øker mer enn omløpsmidlene og bidrar med en positiv kontanteffekt. Vi antar at driftskapitalen utvikler seg med samme vekstfaktor som omsetningen gjør.

Verdidriver	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2013 →
Endring driftskapital	-2,0 %	-2,0 %	-3,0 %	-3,0 %	-4,0 %	-4,0 %	-5,0 %	-5,0 %	-5,5 %

Tabell 7.4 – Utvikling i driftskapitalen

## Fremtidsrettet avkastningskrav

Verdien av et selskap fastsettes ved å diskontere alle fremtidige kontantstrømmer ved hjelp av et avkastningskrav. Vi vil derfor beregne avkastningskravet som vi skal bruke i diskonteringen.

Ved beregning av fremtidig avkastningskrav (WACC) tar vi fortsatt utgangspunkt i kapitalverdimodellen (CAPM), slik som vi gjorde i kapittel 5.3.2. CAPM beskrives ved følgende sammenheng:

<sup>91</sup> Omløpsmidler = varelager + driftsrelaterte fordringer

<sup>92</sup> Kortsiktig gjeld = avsetninger for forpliktelser + annen driftsrelatert gjeld



Fundamental verdsettelse av Schibsted

$$k_e = r_f + \beta (r_m - r_f) + \text{likviditetspremie (før skatt)}$$

$$k_e = r_f(1 - s) + \beta [r_m - r_f(1 - s)] \text{ (etter skatt) } \quad \text{der } s = \text{skattesats } 28 \%$$

**Risikofri rente** vil fortsatt være 5,1 %.

**Risikopremie** setter vi til 4,5 % i tråd med tidligere diskusjon i kapittel om avkastningskrav. Risikopremie etter skatt blir da 5,7 %.

**Likviditetspremien** settes fortsatt til null, da vi også i fremtiden forventer hyppig omsetning av Schibsted-aksjen på Oslo Børs.

**Betaverdi** holder vi konstant, da dette er et mål på aksjens samvariasjon med markedet. Vi forventer ikke at aksjens korrelasjon med markedet vil endre seg.

Vi får dermed fortsatt et krav til egenkapitalen,  $k_e$ , på:

$$k_e = 5,1 \% * (1 - 0,28) + 0,863 * 5,7 \% = 8,6 \%$$

Kostnaden ved fremmedkapital antas fortsatt å være 5,14 %.

Da kapitalstrukturen ikke påvirker vektet avkastningskrav til totalkapitalen, får vi en WACC som følger.

$$WACC = 5,14 \% * 7,2 \% + 8,6 \% * 92,8 \% = 8,4 \%$$

Vi har nå beregnet det fremtidige avkastningskravet som vi skal bruke til å diskontere de fremtidige kontantstrømmene med.

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

### 7.3 Fremtidsregnskap

Nå har vi estimert alle budsjettdriverne som inngår i budsjettene for fremtiden. Disse danner vårt grunnlag for verdiestimatet på egenkapitalen til Schibsted. Når vi sammenholder alle budsjettdriverne, får vi da denne budsjetteringen:

	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	→
Driftsinntekter	9832	10029	10229	10536	10852	11286	11738	12325	12941	13653
Driftsresultat etter skatt	814	602	614	632	651	677	704	739	776	819
Avskrivninger (kalk.kost) (+)	344	351	358	369	380	395	411	431	453	478
Annleggsinvesteringer	350	357	364	375	386	402	418	439	461	486
Endring driftskapital (-)	-40	-40	-62	-64	-88	-91	-118	-124	-144	-152
Kontantoverskudd	847	636	669	690	732	761	816	856	912	962

Tabell 7.5 – Fremtidsregnskap

### 8 Fundamental verdsettelse

#### 8.1 Innledning

Det finnes flere hovedtyper verdsettelsesmodeller, tradisjonelt inndelt i balanse-, og kontantbaserte modeller, opsjonsbasert verdsettelse og verdsettelse gjennom relativ prising. Tidligere i oppgaven har vi diskutert de ulike metodene, og vi konkluderte da med at vi i denne oppgaven bruker en kontantstrømbasert modell. Gjennom justering og omgruppering av regnskapstall, regnskapsanalyse og strategiske antagelser har vi i de foregående avsnittene lagt grunnlaget for - og beregnet - et fremtidsbudsjett for Schibsted. Verdien av kapitalen til Schibsted beregnes ved å diskontere budsjettet kontantstrøm til driften. Ved kontantstrømbaserte modeller kan man velge å ha fokus på EK eller total kapital. I kapittel 3 diskuterte vi forskjellene mellom disse, og konkluderte da med at total kapitalmetoden vil være den vi skal bruke.

#### 8.2 Presentasjon av modellen

Total kapitalmetoden verdsetter egenkapitalen indirekte ved å se på kontantstrømmen<sup>93</sup> som driften til Schibsted genererer i evig fremtid, for så å bruke det beregnede avkastningskravet til å diskontere denne til nåverdi. Ved å trekke den finansielle gjelden fra total kapitalen og legge til de finansielle eiendelene vil vi finne verdien av egenkapitalen. Modellen ser ut som følger:

$$\Sigma \text{ Nåverdi kontantstrøm fra drift} - \text{ rentebærende gjeld} + \text{ finansielle eiendeler}$$

Verdien av en enkeltaksje finner vi ved å dividere på antall aksjer.

---

<sup>93</sup> Kontantstrøm = Driftsmargin + avskrivninger – anleggsinvesteringer +/-  $\Delta$ driftskapital.

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

### 8.3 Verdiestimater

Vi kommer frem til et estimat<sup>94</sup> på 306,4.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	→
Driftsinntekter	9832	10029	10229	10536	10852	11286	11738	12325	12941	13653
Driftsresultat etter skatt	814	602	614	632	651	677	704	739	776	819
Avskrivninger (kalk.kost) (+)	344	351	358	369	380	395	411	431	453	478
Annleggsinvesteringer	350	357	364	375	386	402	418	429	461	486
Endring driftskapital (-)	-40	-40	-62	-64	-88	-91	-118	-124	-144	-152
Kontantoverskudd	847	636	669	690	732	761	816	856	912	962
Diskonteringsfaktor opphøyd i T	1,0	1,084	1,174	1,273	1,379	1,495	1,620	1,755	1,902	2,061
Avkastningskrav – vekst										0,029
Verdi kontantoverskudd år T	847	587	570	542	531	509	504	488	480	16272
Sum kontantoverskudd	21330									
Rentebærende gjeld (-) år T	1078									
Finansielle eiendeler (+) år T	969									
Antall utestående aksjer	69 250'									
Verdiestimater 31.12.2005	<b>306,4</b>									

Tabell 8.1 - Verdiestimater

Det faktum at vi ikke med sikkerhet kan si hva som skjer frem i tid, bringer inn usikkerhet rundt estimatet. Estimater bygger dessuten på vår subjektive oppfatning av selskapet. Vi ser det som hensiktsmessig å gjennomføre en sensitivitetsanalyse på estimatet og vil i neste kapittel gjøre det. Før det vil vi foreta en komparativ analyse ved hjelp av relativ prising.

### 8.4 Komparativ verdsettelse

#### 8.4.1 Presentasjon av bransjen

Definisjonen og begrensingen av bransjen til Schibsted er kompleks. Konsernet opererer innenfor mange ulike markeder, og møter derfor mange forskjellige konkurrenter og samarbeidspartnere. Andre skandinaviske aktører

<sup>94</sup>  $(\sum \text{kontantoverskudd} - \text{rentebærende gjeld} + \text{finansielle eiendeler}) / \text{antall utestående aksjer}$ .

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

med en tilsvarende virksomhet er svenske Modern Times Group, finske SanomaWSOY. Av norske børsnoterte selskaper som opererer innen ulike deler av mediebransjen, vil vi se på Stavanger Aftenblad. Vi velger å definere disse selskapene som bransjen Schibsted opererer i, og bruke dem som sammenligningsgrunnlag ved vår komparative analyse av Schibsted.

### Presentasjon av Modern Times Group

Modern Times Group (MTG) er et svensk mediekonsern med hovedinteresser innen nyhetsformidling og underholdning via TV og radio. Selskapet eier blant annet TV-nettverket Viasat, avisforlaget Metro International og internettbutikken CDON. Gjennom selskapet Viasats radiokanaler opererer selskapet i 15 land, mens det gjennom TV-kanalen har sendinger i 52 land. Selskapet er også Skandinavias og Baltikums største operatør innen gratis- og betalings-TV<sup>95</sup>. I 2005 hadde selskapet en omsetning på 8,01 milliarder svenske kroner<sup>96</sup>.

### Presentasjon av SanomaWSOY

SanomaWSOY er Finlands største mediekonsern med aktiviteter i over 20 land. Sanoma eier blant annet Helsingin Sanomat, Finlands største avis, tabloiden Ilta-Sanomat, finansavisen Talousanomat og reklame-tv-kanalen Channel Four. I Norge eier Sanoma rundt en tredjedel av A-pressen<sup>97</sup>.

### Presentasjon av Stavanger Aftenblad

Stavanger Aftenblad er Rogalands største mediehus og når daglig ut til over 200 000 rogalendinger gjennom avis, lokal-tv og multimedier. Konsernet hadde i 2005 en omsetning på 514 millioner kroner.

---

<sup>95</sup> [www.mtg.se](http://www.mtg.se)

<sup>96</sup> <http://finance.google.com>

<sup>97</sup> <http://www.dn.no>

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

### 8.4.2 Komparativt verdiestimat

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

Vi vil benytte oss av forholdstallet P/E, som beregnes slik<sup>98</sup>:

$$P/E = \text{Markedspris per aksje} / \text{fortjeneste per aksje}$$

P/E-metoden er en relativ prisvurdering, det vil si at man sammenlikner P/E-tallet til verdsettelsesobjektet med andre børsnoterte selskaper det er naturlig å sammenligne seg med i samme bransje. Da det komparative estimatet ikke er vårt hovedestimat, men snarere et sammenlikningsgrunnlag for det estimatet vi kommer frem til i den fundamentale verdsettelsen, velger vi å se bort fra at den finansielle risikoen for de komparative selskapene bør være den samme. Det bør også nevnes at Stavanger Aftenblad er noe lite likvid i forhold til Schibsted-aksjen. Selskapet er allikevel tatt med som komparativ virksomhet for å få med et selskap som opererer på noen av de samme vilkårene som Schibsted i det norske avismarkedet.

<b>Virksomhet</b>	<b>Pris</b>	<b>Fortjeneste</b>	<b>Pris/fortjeneste</b>
Schibsted	201	9,76	21,5
Modern Times Group <sup>99</sup>	331,5	18,56	17,9
Sanoma-WSOY <sup>100</sup>	20,05	1,42	14,1
Stavanger Aftenblad	95	2,7	35,2

Tabell 7.2 – Pris og fortjeneste for mediebedriftene

<sup>98</sup> <http://www.investopedia.com/university/peratio/peratio1.asp>

<sup>99</sup> Tall hentet fra MTGs Årsrapport for 2005.

<sup>100</sup> Tall hentet fra SanomaWSOYs Årsrapport for 2005.

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

Komparativt verdiestimat for Schibsted:

$$9,76 * (17,9 + 14,1 + 35,4) / 3 = \mathbf{219,3}$$

I utregningen over finner vi gjennomsnittet for pris/fortjeneste forholdet til andre aktører i bransjen. Dette multipliseres så med fortjenesten til Schibsted for å komme frem til et verdiestimat. Ved hjelp av multiplikatormodellen kommer vi dermed frem til et verdiestimat for Schibsted på kr 219,3.

### 8.5 Konklusjon

Ved bruk av total kapitalmodellen får vi et estimat på Schibsted sin aksje på kr 306,4 som gjelder 31.12 2005. Verdien av aksjen på Oslo Børs var da kr 201<sup>101</sup>. Den komparative analysen tilsier også at aksjen er underpriset, dog ikke like mye som vårt verdiestimat tilsier at den er. Vi kan derfor konkludere med at aksjen var underpriset på analysetidspunktet, noe som vil tilsa en anbefaling om kjøp av aksjen.

---

<sup>101</sup> [www.ose.no](http://www.ose.no)

### 9 Usikkerhet i verdiestimatet

Gjennom strategisk analyse, regnskapsanalyse og fremskrivning av budsjett har vi kommet frem til et estimat på verdien av Schibsteds aksje som ligger på kr 306,4. Det er flere forutsetninger og subjektive forventninger knyttet til dette estimatet, og det er derfor interessant for oss å se på konsekvensen av eventuelle endringer i våre antagelser. Muligens har vi over- eller undervurdert markedet for online og dets inntjeningspotensial. Eller kanskje har vi forutsatt feil utvikling i andre sentrale størrelser som driftsmargin, arbeidskapital eller avskrivninger. For å belyse hvordan endringer i sentrale antagelser kan komme til å slå ut, vil vi gjennomføre en sensitivitetsanalyse som tar for seg de tidligere diskuterte verdidriverne for å se hvordan det endelige verdiestimatet påvirkes av endringer i disse verdidriverne.

#### 9.1 Sensitivitetsanalyse

I den følgende sensitivitetsanalysen vil vi analysere virkningen av endring i verdidriverne driftsinntektsvekst, driftsmargin, avskrivninger, investeringer og driftskapital. Analysen går i sin enkelhet ut på å forandre verdidriverne, for å se hva som da skjer med det endelige estimatet. I den virkelige verden vil alle verdidriverne sannsynligvis bevege seg i takt med hverandre. Som en forenkling, vil vi kun endre en verdi ad gangen. Dette utgjør en svakhet i sensitivitetsanalysen.

##### Endring i driftsinntektsveksten

Vi kan se at veksten i driftsinntektene har mye å si for det endelige verdiestimatet. En økning i veksten på ett prosentpoeng medfører en økning i verdiestimatet på 6 %. En økning i driftsinntektsveksten på fem prosentpoeng endrer verdiestimatet med hele 34 %, fra kr 306,4 opp til kr 410,8.



## Fundamental verdsettelse av Schibsted

%-vis endring driftsinntektsvekst	-5 %	-4 %	-3 %	-2 %	-1 %	0 %	1 %	2 %	3 %	4 %	5 %
Verdiestimat	230,9	244,1	258,2	273,2	289,3	<b>306,4</b>	324,7	344,3	365,0	387,2	410,8
Endring i verdiestimat	-25 %	-20 %	-16 %	-11 %	-6 %	0 %	6 %	12 %	19 %	26 %	34 %

Tabell 9.1 – Sensitivitetsanalyse driftsinntekter

### Endring i driftsmargin

Når det gjelder driftsmarginen, ser vi at en endring i denne vil gjøre et enda større utslag i verdiestimatet enn endring i driftsinntektsveksten, da ett prosentpoeng endring i driftsmargin gir en endring i verdiestimatet på 14 %. En endring i driftsmarginen på fem prosentpoeng vil her føre til en økning i verdiestimatet på 69 %, fra kr 306,4 til kr 518,4. En tilsvarende reduksjon i driftsmarginen vil gi oss et verdiestimat på kr 94,5.

%-vis endring driftsmargin	-5 %	-4 %	-3 %	-2 %	-1 %	0 %	1 %	2 %	3 %	4 %	5 %
Verdiestimat	94,5	136,9	179,3	221,6	264,0	<b>306,4</b>	348,8	391,2	433,6	476,0	518,4
Endring i verdiestimat	-69 %	-55 %	-42 %	-28 %	-14 %	0 %	14 %	28 %	42 %	55 %	69 %

Tabell 9.2 – Sensitivitetsanalyse driftsmargin

### Endring avskrivninger

Avskrivninger påvirker estimatet i mindre grad enn det både vekst i driftsinntekter og driftsmarginen gjør. Allikevel ser vi at 1 % endring i avskrivninger tilsvarer 3 % endring i estimatet. Vi ser av de to neste tabellene at avskrivninger og investeringer varierer i takt, med motsatt fortegn.

%-vis endring avskrivninger	-5 %	-4 %	-3 %	-2 %	-1 %	0 %	1 %	2 %	3 %	4 %	5 %
Verdiestimat	262,4	270,1	278,3	287,1	296,4	<b>306,4</b>	317,1	328,5	340,6	353,5	367,3
Endring i verdiestimat	-14 %	-12 %	-9 %	-6 %	-3 %	0 %	3 %	7 %	11 %	15 %	20 %

Tabell 9.3 - Sensitivitetsanalyse avskrivninger

### Endring investeringer

Investeringer er en variabel som påvirker estimatet tilsvarende som avskrivninger. Vi ser at 1 % endring tilsvarer en nedgang på 3 %, tilsvarende den økningen vi så i avskrivninger ved samme prosentvise endring.

## Fundamental verdsettelse av Schibsted

<b>%-vis endring investeringer</b>	<b>-5 %</b>	<b>-4 %</b>	<b>-3 %</b>	<b>-2 %</b>	<b>-1 %</b>	<b>0 %</b>	<b>1 %</b>	<b>2 %</b>	<b>3 %</b>	<b>4 %</b>	<b>5 %</b>
Verdiestimat	351,3	343,4	335,1	326,2	316,6	<b>306,4</b>	295,6	284,0	271,7	258,5	244,5
Endring i verdiestimat	15 %	12 %	9 %	6 %	3 %	0 %	-4 %	-7 %	-11 %	-16 %	-20 %

Tabell 9.4 - Sensitivitetsanalyse investeringer

### Endring i driftskapital

Driftskapital påvirker estimatet i mindre grad enn de andre verdidriverne. En endring i driftskapital på ett prosentpoeng medfører en endring i verdiestimatet på kun 2 %.

<b>%-vis endring utvikling driftskapital</b>	<b>-5 %</b>	<b>-4 %</b>	<b>-3 %</b>	<b>-2 %</b>	<b>-1 %</b>	<b>0 %</b>	<b>1 %</b>	<b>2 %</b>	<b>3 %</b>	<b>4 %</b>	<b>5 %</b>
Verdiestimat	284,6	288,4	292,5	296,9	301,5	<b>306,4</b>	311,7	317,3	323,3	329,7	336,5
Endring i verdiestimat	-7 %	-6 %	-5 %	-3 %	-2 %	0 %	2 %	4 %	6 %	8 %	10 %

Tabell 9.5 – Sensitivitetsanalyse driftskapital

## 9.2 Konklusjon

Vi ser at vekst i driftsinntekter og driftsmargin er de verdidriverne som har mest å si for det endelige aksjeestimatet. De øvrige verdidriverne, avskrivninger, investeringer og driftskapital kan heller ikke sies å være av liten betydning for estimatet. I sensitivitetsanalysen ser vi at verdiestimatet svinger mellom kr 94,5 på det laveste og 518,4 på det høyeste. Begge disse estimatene knytter seg til endring i driftsmarginen, noe som forteller oss at driftsmarginen er den mest sensitive verdidriveren. Sensitivitetsanalysen forteller oss at det estimatet vi har konkludert med, ikke kan sies å være en fasit på verdien av mediekonsernet Schibsted, men bør tolkes som vår vurdering av selskapet sett i lys av selskapshistorien samt mulighetene slik de fortoner seg i dagens marked.

### 10 Konklusjon og handling

Vi har nå gjennomført en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av totalkapitalen til Schibsted. Vi har kommet frem til at verdien per aksje var kr 306,4 den 31.12.2005. Aksjen ble samme dag omsatt for kr 201 på Oslo Børs. Vår anbefaling denne dagen ville vært å kjøpe aksjen, da den syntes undervurdert.

Da selskapet bruker relativt lang tid på å utgi sine regnskapstall, er siste tilgjengelige rapport i skrivende stund fra 30.09.2006, dvs. tredje kvartal 2006. Hvis vi tar hensyn til tallene som står der, ser vi at både finansiell gjeld og finansielle eiendeler har økt. Netto virkningen av dette får ingen innflytelse på vårt estimat, som står ved lag på kr 306,4. 30.09.2006 ble aksjen omsatt for kr 196, hvilket betyr at markedet har justert kursen ned i motsetning til hva vi antar utviklingen vil bli. Dette kan forklares av dårlige tall fra papiravisene, som stadig er i tilbakegang og påvirker konsernets resultat negativt. Schibsted-kursen har imidlertid styrket seg i tredje kvartal igjen, og er oppe på samme nivå som ved årsskiftet. Etter vårt skjønn er aksjen fortsatt undervurdert og vår anbefaling ligger derfor på kjøp.

Om vårt verdiestimat på kr 306,4 er urimelig høyt eller muligens for lavt, gjenstår å se. Men en ting er sikkert; uansett hva finansanalytikeren sier så er en aksje verdt det beløp som noen er villig til å betale for den. Verken mer eller mindre ...

## APPENDIX

### RESULTATREGNSKAP KONSERN

<b>(NOK mill.)</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
<b>Driftsinntekter</b>	<b>6633</b>	<b>7402</b>	<b>8270</b>	<b>7972</b>	<b>7872</b>	<b>8555</b>	<b>9690</b>	<b>9832</b>
Varekostnad	1070	1345	1701	1755	1730	1774	1894	1908
Lønnskostnader	2247	2371	2478	2489	2423	2591	2831	2961
Avskrivninger	329	401	408	391	375	354	376	344
Andre driftskostnader	2669	2987	3170	3065	2795	3057	3733	3840
<b>Driftskostnader</b>	<b>6315</b>	<b>7104</b>	<b>7757</b>	<b>7700</b>	<b>7323</b>	<b>7776</b>	<b>8834</b>	<b>9053</b>
<b>Driftsresultat før avskrivninger og andre inntekter og kostnader</b>	<b>318</b>		<b>513</b>	<b>272</b>	<b>549</b>	<b>779</b>	<b>856</b>	<b>779</b>
Av- og nedskrivning goodwill		-83	-72	-85	-63	-61	-78	0
Andre inntekter og kostnader		-43	96	-131	8	-17	-348	184
<b>Driftsresultat</b>	<b>318</b>	<b>298</b>	<b>537</b>	<b>56</b>	<b>494</b>	<b>701</b>	<b>430</b>	<b>963</b>
<b>Inntekt fra tilknyttede selskap</b>	<b>8</b>	<b>-67</b>	<b>382</b>	<b>-338</b>	<b>-67</b>	<b>34</b>	<b>84</b>	<b>198</b>
Finansinntekter	56	177	291	143	66	92	49	94
Finanskostnader	115	168	260	248	222	146	87	78
<b>Finansielle poster</b>	<b>-59</b>	<b>9</b>	<b>31</b>	<b>-105</b>	<b>-156</b>	<b>-54</b>	<b>-38</b>	<b>16</b>
<b>Ordinært resultat før skattekostnad</b>	<b>267</b>	<b>114</b>	<b>950</b>	<b>-387</b>	<b>271</b>	<b>681</b>	<b>476</b>	<b>1177</b>
Skattekostnad	96	87	335	36	115	197	163	230
<b>Årsresultat / periodens resultat</b>	<b>171</b>	<b>27</b>	<b>615</b>	<b>-423</b>	<b>156</b>	<b>484</b>	<b>313</b>	<b>947</b>

Appendix 1 – Rapportert resultatregnskap konsern

## BALANSE KONSERN

<b>EIENDELER</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Immaterielle eiendeler		969	941	933	880	1020	1604	1717
Varige driftsmidler		3242	3164	2991	2652	2650	2214	2129
Finansielle anleggsmidler		1071	1493	1109	1154	1166	1485	1821
<b>Anleggsmidler</b>	<b>5017</b>	<b>5282</b>	<b>5598</b>	<b>5033</b>	<b>4686</b>	<b>4836</b>	<b>5303</b>	<b>5667</b>
Varelager		95	108	99	103	110	106	94
Fordringer		1037	1203	1038	969	1113	1416	1442
Investeringer		117	83	38	57	47	58	56
Bankinnskudd, kontanter og lignende		676	537	608	587	810	532	676
<b>Omløpsmidler</b>	<b>1601</b>	<b>1925</b>	<b>1931</b>	<b>1783</b>	<b>1716</b>	<b>2080</b>	<b>2112</b>	<b>2268</b>
<b>Sum eiendeler</b>	<b>6618</b>	<b>7207</b>	<b>7529</b>	<b>6816</b>	<b>6402</b>	<b>6916</b>	<b>7415</b>	<b>7935</b>
<b>EGENKAPITAL OG GJELD</b>								
Innskutt egenkapital		145	145	144	144	144	151	156
Opptjent egenkapital		2157	2568	1903	1876	2202	2140	2778
Minoritetesinteresser	121	99	132	135	162	184	140	287
<b>Egenkapital</b>	<b>2424</b>	<b>2401</b>	<b>2845</b>	<b>2182</b>	<b>2182</b>	<b>2530</b>	<b>2431</b>	<b>3221</b>
Avsetninger for forpliktelser		680	655	628	678	713	853	872
Annen langsiktig gjeld	2304	2288	1766	2042	1712	1626	1636	1078
Kortsiktig gjeld	1890	1838	2263	1964	1830	2047	2495	2764
<b>Gjeld</b>	<b>4194</b>	<b>4806</b>	<b>4684</b>	<b>4634</b>	<b>4220</b>	<b>4386</b>	<b>4984</b>	<b>4714</b>
<b>Sum egenkapital og gjeld</b>	<b>6618</b>	<b>7207</b>	<b>7529</b>	<b>6816</b>	<b>6402</b>	<b>6916</b>	<b>7415</b>	<b>7935</b>

Appendix 2 – Rapportert balanse konsern

<b>Rating</b>	<b>Likviditetsgrad</b>	<b>Rentedekningsgrad</b>	<b>Egenkapitalprosent</b>	<b>Driftsrentabilitet</b>
<b>AAA</b>	11,600	16,900	0,940	0,350
	8,900	11,600	0,895	0,308
<b>AA</b>	6,200	6,300	0,850	0,266
	4,600	4,825	0,755	0,216
<b>A</b>	3,000	3,350	0,660	0,166
	2,350	2,755	0,550	0,131
<b>BBB</b>	1,700	2,160	0,440	0,096
	1,450	1,690	0,380	0,082
<b>BB</b>	1,200	1,220	0,320	0,068
	1,050	1,060	0,270	0,054
<b>B</b>	0,900	0,900	0,220	0,040
	0,750	0,485	0,175	0,026
<b>CCC</b>	0,600	0,070	0,130	0,012
	0,550	-0,345	0,105	-0,002
<b>CC</b>	0,500	-0,760	0,080	-0,016
	0,450	-1,170	0,030	-0,030
<b>C</b>	0,400	-1,580	-0,020	-0,044
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058
<b>D</b>	0,300	-2,410	-0,180	-0,072

Appendix 3 – Grunnlag for syntetisk rating

## Referanser

### Litteratur

- Porter, M.E – "Competitive Strategy: techniques for analyzing industries and competitors"; 1980, 1.utg. New York Free Press
- Charles W.L Hill, Gareth R. Jones – "Strategic Management An Integrated Approach"; 2001, 5. utg. Houghton Mifflin
- Erik W. Jakobsen, Lasse Lien – "Ekspansjon – strategi for forretningsutvikling"; 2001, 1. utg. Gyldendal
- Johnsen, Tore – "Verdsettelse i teori og praksis; festskrift til Knut Boyes 60-årsdag"; 1997, 1.utg. Cappelen Akademisk forlag
- Knut Boye – "Finansielle emner"; 1997, 11. utg. Cappelen Akademisk Forlag
- Penman, S. H. – "Financial Statement Analysis and Security Valuation"; 2003, 2. utg. McGraw-Hill/Irwin
- Roos, Göran, Georg von Krogh & Johan Groos – "Innføring i strategi"; 1996, 3. utg. Fagbokforlaget
- Copeland, Thomas E. – "Valuation: measuring and managing the value of companies", 2000, 3. utg., New Your Wiley

### Internett

- Standard & Poor's - [www2.standardandpoors.com](http://www2.standardandpoors.com)
- Odinarkiv – Fakta om Baltikum; <http://odin.dep.no/odinarkiv/norsk/dep/ud/1997/publ/032005-993640/dok-bn.html>
- Ernst &Young – Informasjon om International Financial Reporting Standards (IFRS); <http://www.ey.com/GLOBAL/content.nsf/Norway/IFRS>
- Europakommisjonen- Informasjon om delegasjon til Norge og Island; <http://www.europakommisjonen.no/programmene/index.htm#6.Kultur>  
<http://www.lindorff.no/article.asp?p=416>
- Mediekanalen Propagana -<http://www.propaganda-as.no/emneomrader/media/orkla+media+satser+p%E5+digitale+medier/art260829.html>
- Nettavisen Nordens Nyheter - <http://nordens-nyheter.no/artikler/2004/des20/medieaktor.html>  
<http://www.propaganda-as.no/emneomrader/media/tyskerne+ruster+seg+for+gratisavis-krig/art274691.html>
- Nettavisen BA - [http://www.ba.no/forbruker\\_guider/multimedia/article1784826.ece](http://www.ba.no/forbruker_guider/multimedia/article1784826.ece)
- NA24.no – Økonominyheter på nett; <http://kurser.tv2.no/Nettavisen/iwt.dll/Renter>
- Kunnskapsforlaget - [http://www.kunnskapsforlaget.no/staticpages/microsites/guttejenteleks/022\\_Gutteleksikon.pdf](http://www.kunnskapsforlaget.no/staticpages/microsites/guttejenteleks/022_Gutteleksikon.pdf)
- Dagbladet - <http://www.dagbladet.no/pds/2000/06/07/207058.html>

### Årsrapporter

- Schibsted ASA, Årsrapport 2005
- Orkla ASA, Årsrapport 2005

### Forelesninger

- Kjell Henry Knivsflå - Forelesningsnotater BUS 425, våren 2005