

Fundamental verdsettelse av Adresseavisen ASA



En fundamental analyse av verdien av mediehuset

Joakim Svingen

Veileder: Endre Bjørndal

Masterutredning i profilen økonomisk styring

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i masterstudiet i økonomisk-administrative fag 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

Denne masteroppgaven er en obligatorisk del av Master i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole.

Å gjennomføre oppgaven har tatt mye tid og vært spennende og lærerikt. Jeg har lært mye av undersøkelser av konkurransesituasjonen i aviskiosken, samtaler med ansatte i avisen, samtale og diskusjon med venner og familie om avisen og dens fremtid og selvsagt mest av alt gjennom selve regnskapsanalysen. Verdsettelse av mediebedrifter har vært særdeles aktuelt de siste par årene. Spesielt i forbindelse med etableringen av Media Norge. Dette har vært en av hovedgrunnene til at jeg har valgt å verdsette Adresseavisen. Det blir spennende å følge bransjen videre.

En stor takk rettes til Endre Bjørndal, som har bistått som veileder.

Oslo, 17. desember 2007

Joakim Svingen

Innhold

| | |
|-----------------------------------------------------------|-----------|
| INNHold | 3 |
| 1. INNLEDNING | 6 |
| 1.1 BAKGRUNN..... | 6 |
| 1.2 MÅLSETNING..... | 6 |
| 1.3 UTREDNINGENS OPPBYGGING OG AVGRENSNING..... | 7 |
| 2. PRESENTASJON AV ADRESSEAVISEN OG BRANSJEN | 10 |
| 2.1 ADRESSEAVISEN..... | 10 |
| 2.1.1 Historikk..... | 10 |
| 2.1.2 Organisering..... | 11 |
| 2.1.3 Eierstruktur..... | 15 |
| 2.2 BRANSJEN..... | 16 |
| 3. VERDSETTELSESTEKNIKK | 18 |
| 3.1 ULIKE TEKNIKKER..... | 18 |
| 3.1.1 Komparativ verdsettelse..... | 18 |
| 3.1.2 Opsjonsbasert verdsettelse..... | 19 |
| 3.2 VALG AV VERDSETTELSESMETODE..... | 19 |
| 3.3 RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDSETTELSE..... | 20 |
| 4. STRATEGISK ANALYSE | 21 |
| 4.1 RAMMEVERK FOR STRATEGISK ANALYSE..... | 21 |
| 4.2 EKSTERN BRANSJEORIENTERT ANALYSE..... | 22 |
| 4.2.1 Trussel om nyetablering..... | 23 |
| 4.2.2 Trussel om rivalisering i bransjen..... | 24 |
| 4.2.3 Trussel fra kunder..... | 26 |
| 4.2.4 Trussel fra leverandører..... | 27 |
| 4.2.5 Trussel om substitutter..... | 28 |
| 4.2.6 Trussel om redusert avkastning i fremtiden..... | 30 |
| 4.3 INTERN RESSURSORIENTERT ANALYSE..... | 30 |
| 4.3.1 Effektivitet..... | 31 |
| 4.3.2 Innovasjonsevne..... | 31 |
| 4.3.3 Kvalitet..... | 32 |
| 4.3.4 Kundeforståelse..... | 33 |

| | | |
|-----------|------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 4.4 | OPPSUMMERING/SWOT-ANALYSE | 33 |
| 4.4.1 | <i>Styrker</i> | 33 |
| 4.4.2 | <i>Svakheter</i> | 34 |
| 4.4.3 | <i>Muligheter</i> | 34 |
| 4.4.4 | <i>Trusler</i> | 35 |
| 5. | REGNSKAPSANALYSE | 36 |
| 5.1 | RAMMEVERK FOR REGNSKAPSANALYSE | 36 |
| 5.2 | PRESENTASJON AV RAPPORTERTE REGNSKAPSTALL..... | 37 |
| 5.3 | OMGRUPPERING FOR REGNSKAPSANALYSE..... | 42 |
| 5.3.1 | <i>Omgruppering av resultatregnskapet</i> | 43 |
| 5.3.2 | <i>Omgruppering av balansen</i> | 46 |
| 5.3.3 | <i>Omgruppering av kontantstrømanalysen</i> | 48 |
| 5.4 | MÅLEFEIL OG JUSTERING | 49 |
| 5.5 | RAMMEVERK FOR FORHOLDSTALLANALYSE..... | 49 |
| 6. | ANALYSE AV RISIKO OG AVKASTNINGSKRAV..... | 50 |
| 6.1 | ANALYSE AV KORTSIKTIG RISIKO: LIKVIDITETSANALYSE | 50 |
| 6.1.1 | <i>Likviditetsanalyse</i> | 51 |
| 6.1.2 | <i>Rentedekningsgrad</i> | 52 |
| 6.1.3 | <i>Kontantstrømanalyse med vekt på likviditet</i> | 52 |
| 6.2 | ANALYSE AV LANGSIKTIG RISIKO: SOLIDITETSANALYSE | 53 |
| 6.2.1 | <i>Egenkapitalprosent</i> | 53 |
| 6.2.2 | <i>Statisk finansieringsanalyse</i> | 54 |
| 6.3 | SYNTETISK RATING | 56 |
| 6.4 | AVKASTNINGSKRAV | 57 |
| 6.4.1 | <i>Kapitalverdimodellen</i> | 57 |
| 6.4.2 | <i>Den risikofrie renten</i> | 58 |
| 6.4.3 | <i>Markedets risikopremie</i> | 58 |
| 6.4.4 | <i>Likviditetspremie</i> | 58 |
| 6.4.5 | <i>Avkastningskravet til egenkapitalen i perioden 2001-2007T</i> | 59 |
| 6.4.6 | <i>Historisk avkastningskrav til egenkapitalen 2001-2007T</i> | 59 |
| 7. | ANALYSE AV LØNNSOMHET OG VEKST | 62 |
| 7.1 | ANALYSE AV RENTABILITET – DEKOMPONERING | 62 |
| 7.1.1 | <i>Egenkapitalrentabilitet</i> | 62 |
| 7.1.2 | <i>Netto driftsrentabilitet</i> | 64 |
| 7.1.3 | <i>Finansiell gearing</i> | 66 |
| 7.2 | ANALYSE AV VEKST..... | 68 |
| 7.2.1 | <i>Egenkapitalvekst</i> | 68 |
| 7.2.2 | <i>Vekst i netto driftskapital</i> | 69 |

| | | |
|------------|----------------------------------------------------------------------|-----------|
| 7.2.3 | <i>Vekst i verdidrivere</i> | 69 |
| 7.3 | OPPSUMMERING AV INNSIKT FOR REGNSKAPSBASERT ANALYSE..... | 71 |
| 8. | FREMTIDSREGNSKAP | 72 |
| 8.1 | VALG AV BUDSJETTHORISONT | 72 |
| 8.2 | BUDSJETTERING TIL HORISONTEN..... | 73 |
| 8.2.1 | <i>Vekst i driftsinntekter</i> | 73 |
| 8.2.2 | <i>Utvikling i netto driftseiendeler</i> | 74 |
| 8.2.3 | <i>Utvikling i netto driftsresultat</i> | 76 |
| 8.2.4 | <i>Utvikling i finansiell gjeld</i> | 77 |
| 8.2.5 | <i>Utvikling i finansielle eiendeler</i> | 77 |
| 8.2.6 | <i>Utvikling i finansielle renter</i> | 78 |
| 8.2.7 | <i>Utvikling i netto minoritetsresultat</i> | 78 |
| 8.3 | ENDELIG FREMTIDSREGNSKAP..... | 78 |
| 8.4 | BUDSJETTERING AV AVKASTNINGSKRAV | 79 |
| 8.5 | FREMSKRIVNING ETTER BUDSJETTHORISONTEN..... | 81 |
| 8.5.1 | <i>Estimering av vekst i driftsinntektene</i> | 81 |
| 8.5.2 | <i>Estimering av egenkapitalavkastningskravet</i> | 82 |
| 8.5.3 | <i>Estimering av vekst i egenkapital</i> | 82 |
| 9. | FUNDAMENTAL VERDSETTELSE | 83 |
| 9.1 | KORT OVERSIKT AV FUNDAMENTALE VERDSETTELSESMETODER OG MODELLER | 83 |
| 9.1.1 | <i>Egenkapitalmetoden</i> | 84 |
| 9.1.2 | <i>Totalkapitalmetoden</i> | 85 |
| 9.2 | VERDSETTELSE PÅ BASIS AV EGENKAPITALMETODEN..... | 85 |
| 9.3 | VERDSETTELSE PÅ BASIS AV TOTALKAPITALMETODEN..... | 86 |
| 9.4 | ENDELIG VERDIESTIMAT | 87 |
| 9.5 | SENSITIVITETSANALYSE | 87 |
| 9.5.1 | <i>Sensitivitetsanalyse ved endring av budsjett drivere</i> | 87 |
| 9.5.2 | <i>Sensitivitetsanalyse ved endring av verdidrivere</i> | 88 |
| 10. | ALTERNATIV VERDSETTELSE | 90 |
| 11. | OPPSUMMERING OG KONKLUSJON | 92 |
| 12. | KILDER | 94 |
| 13. | APPENDIKS 1: FORKLARING AV NOTASJON | 95 |
| 14. | APPENDIKS 2: SYNTETISK RATING | 97 |

1. Innledning

1.1 Bakgrunn

Jeg ble tidlig i tenårene interessert i aksjer og verdsettelsen av disse. Interessen for lokale selskaper fra Trondheim har vedvart og jeg følger fortsatt selskaper som Sparebanken Midt-Norge, Fosen Trafikklag, EMGS, Q-Free, Pertra, og selvsagt spesielt Adresseavisen, veldig tett.

Intensjonen med oppgaven er å finne et skjønnsmessig estimat på aksjekursen basert på ekstern tilgjengelig informasjon, primært årsregnskap og kvartalsrapporter.

Informasjonen brukes i et rammeverk slik at man ser på både den strategiske sfæren bedriften opererer i, samt at man ser på de trusler og muligheter som avdekkes i regnskapet og annen ekstern informasjon.

Jeg anvender i hovedsak teori sammensatt av Kjell Henry Knivsfå i fagene BUS425 Regnskapsanalyse og verdsettelse og BUS424 Strategisk regnskapsanalyse.

1.2 Målsetning

Konklusjonen på oppgaven skal si noe om verdien på dagens aksjekurs på Adresseavisen er noenlunde i samsvar med den prisen jeg har utarbeidet med bakgrunn i den fundamentale verdsettelsen. Altså om markedets oppfatning er i tråd med min oppfatning av verdien på konsernet. Deretter vil jeg gi råd til investeringsbeslutningen.

Estimatet er basert på dagens konsern, datterselskapene vil bli beskrevet i detalj under presentasjonen av selskapet. Konsernets prestasjoner blir sammenlignet mot konsernets historiske prestasjoner, samt bransjen i samme periode. Bransjetallene er derimot begrenset til årene 2001-2006. Det har ikke vært mulig å lage fullstendige bransjetall for 2007T fordi ikke alle bransjeselskapene publiserer kvartalsrapporter. Jeg har derfor benyttet 2006 tallene der dette har vært nødvendig, effekten av dette antas å være særdeles begrenset.

Gjennom å benytte et investororientert perspektiv prøver jeg å avdekke de underliggende økonomiske forholdene og bruke denne informasjonen til å komme frem til en kvalifisert hypotese om fremtidige prestasjoner.

Denne hypotesen bygges inn i et proforma regnskap, et fremtidsregnskap, hvor man diskonterer de fremtidige kontantstrømmene og ender opp med et estimat over verdien på egenkapitalen.

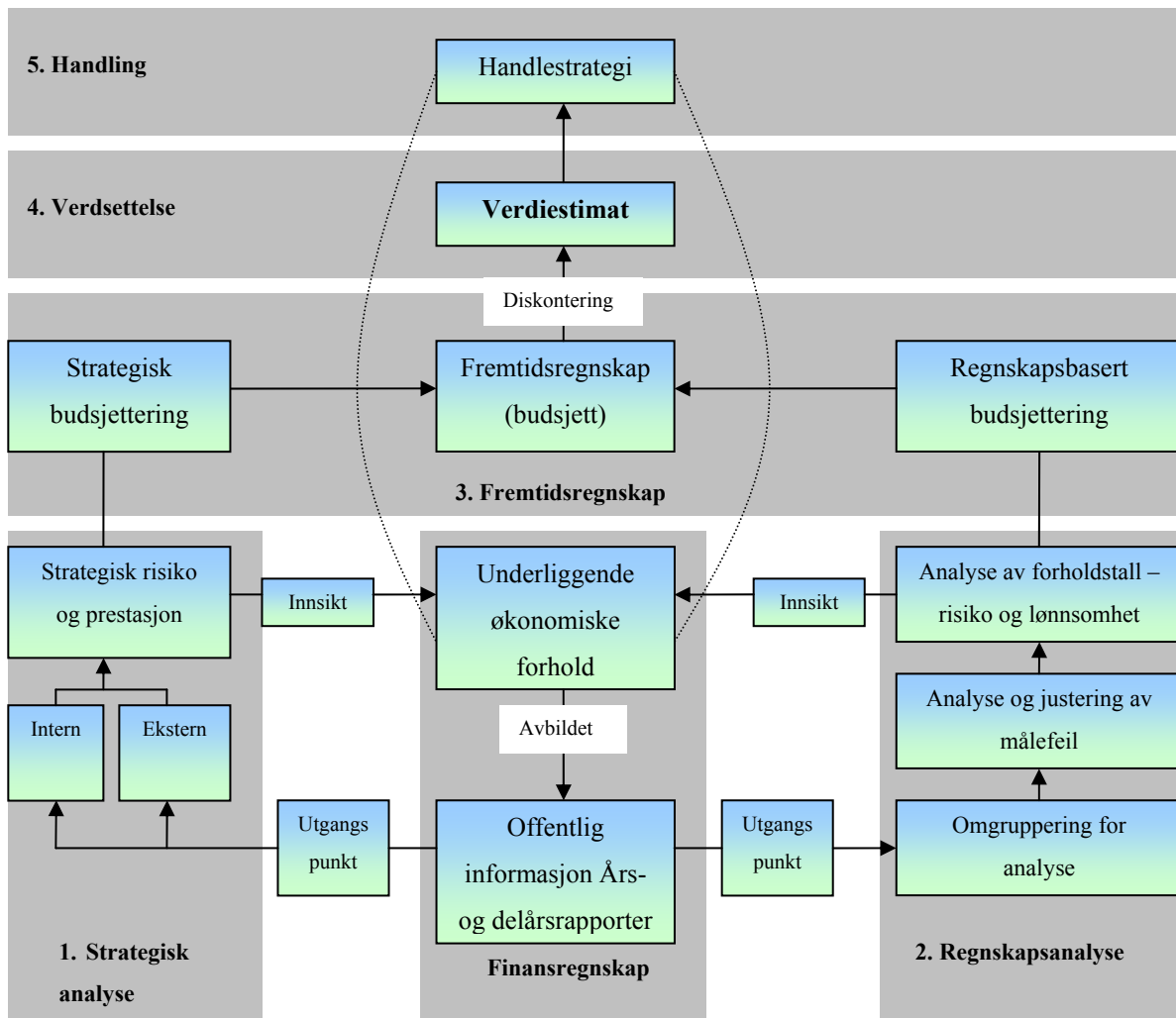
Det er viktig å understreke at verdiestimatet bygger på en stor grad av skjønn og det er i sin helhet kun så godt som de forutsetninger estimatet bygger på.

Til slutt i oppgaven vil jeg gjennomføre en sensitivitetsanalyse for å se hvordan estimatet utvikler seg med endrede forutsetninger.

Som jeg har beskrevet er altså regnskapsanalysen hoveddelen av oppgaven. Denne brukes til å konstruere fremtidsregnskapet og verdsettelsen. Regnskapstallene vil bli omgruppert og bearbeidet for bruk i en forholdstallanalyse. Dette analyserer risiko, lønnsomhet og vekst. Resultatet av denne analysen er nyttig når man skal man skal budsjettere og framskrive inntekts- og kostnadsdrivere i fremtidsregnskapet.

1.3 Utredningens oppbygging og avgrensning

Oppgaven bygger i stor grad på Kjell Henry Knivsflå og hans oppbygging av fagene BUS424 Strategisk regnskapsanalyse og BUS425 Regnskapsanalyse og verdsettelse. Rammeverket er som følger:



Figur 1.1 Rammeverk for regnskapsbasert verdsettelse (Kilde: Knivsflå 2006)

Rammeverket som Knivsflå har konstruert viser at strategisk analyse gir kvalitativ kunnskap og regnskapsanalysen gir kvantitativ kunnskap om bedriftens underliggende økonomiske forhold. Denne kunnskapen benyttes i neste fase av verdsettelsen, for å bygge opp fremtidsregnskapet. Videre blir de fremtidige kontantstrømmene neddiskontert og verdien av selskapets egenkapital blir summen av disse.

Masteroppgaven er følgelig delt inn i fire hoveddeler:

1. Strategisk analyse
2. Regnskapsanalyse
3. Fremtidsregnskap
4. Verdsettelse

Oppgaven er bygd opp med en presentasjon av konsernet Adresseavisen og bransjen først i kapittel 2. Konsernet består av flere lokale medier samt eierandeler i nasjonale medierelaterte selskaper. For å få et godt sammenligningsgrunnlag for analysen er det viktig å benytte selskaper som er sammenlignbare. Hvis ikke er det vanskelig å vurdere forholdstallene opp mot hverandre. Som sammenligningsgrunnlag vil jeg derfor benytte Bergens Tidende, Stavanger Aftenblad og Fædrelandsvennen. Stavanger Aftenblad er nå i sin helhet kjøpt opp av Schibsted som et ledd i etableringen av Media Norge, jeg velger likevel å benytte meg av mediehuset som del av bransjen, fordi dette skjedde nylig og de historiske prestasjoner forblir uforandret.

Videre i kapittel 3 blir verdsettelsesmetoder presentert og her begrunner jeg også valget av fundamental verdsettelse som metode.

Kapittel 4 består av en grundig strategisk analyse om konsernet og forholdene rundt Adresseavisen som påvirker verdsettelsen.

Regnskapsanalysen blir utført i kapittel 5. I kapittel 6 følger analyse av risiko og i kapittel 7 foretar jeg en analyse av lønnsomhet og vekst.

Fremtidsregnskapet og grunnlaget for selve verdsettelsen blir utarbeidet i kapittel 8.

Verdsettelsen av konsernet gjennomføres i kapittel 9 og 10.

I oppgaven vil jeg legge vekt på selve regnskapsanalysen, dette representerer hoveddelen av avhandlingen. Det vil derfor ikke bli en detaljert gjennomgang av strategien til Adresseavisen og videre analyse av denne. Oppgaven er også avgrenset til selve verdsettelsen av konsernet, og det vil derfor heller ikke bli gitt klare råd i forhold til investeringsbeslutningen som normalt vil følge verdsettelsen av et verdipapir. Ulike aktuelle handelsstrategier vil derfor ikke bli belyst i oppgaven. Formålet med denne oppgaven er å sette en pris på Adresseavisen aksjen og sammenligne den opp mot markedsprisen, for så å forsøke å forklare den eventuelle forskjellen. Det har også vært skiftninger på eiersiden i mediehuset i den senere tid. Vurderinger rundt prisingen av aksjene vil bli gjennomgått etter verdsettelsen av selskapet.

2. Presentasjon av Adresseavisen og bransjen

2.1 Adresseavisen

Adresseavisen er et lokalt forankret mediehus. Konsernet eier i tillegg til hovedavisen, lokalavisene Trønderbladet (100 %), Sør-Trøndelag (100 %), Fosna-Folket (100 %) og Innherreds Folkeblad Verdalingen (97,63 %). I tillegg eier de 49 % av Hitra-Frøya og 74,59 % av Levanger-Avisa. Konsernet eier også nettstedet adressa.no, radiokanalen Radio-Adressa og lokal-TV kanalen TV-Adressa. Selskapet har også eierandeler i flere nasjonale medieselskaper, blant annet rubrikknettstedet Finn og den nettbaserte næringslivsavisen NA24.

Konsernet eier i tillegg til mediene nevnt, to trykkerier. Adressa-Trykk AS på Heimdal og Sør-Trøndelag Trykk AS på Orkanger. Trykkeriet på Heimdal er nest størst i landet og trykker også for andre aviser, bl.a. VG, Dagbladet, Aftenposten og Dagens Næringsliv. ST Trykk på Orkanger trykker i all hovedsak lokalavisene, samt publikasjoner for eksterne kunder.

Mesteparten av omsetningen kommer fortsatt fra papiravisen, men trykkeriene har i en årrekke vært svært lønnsomme og bidratt med omtrent like mye som papiravisen til konsernets driftsresultat.

2.1.1 Historikk

Adresseavisen er Norges eldste avis og ble etablert i 1767, første utgave kom ut 3. juli samme år. Avisen har gjennom de siste 240 år bygget seg opp som en av de fire store region- og abonnementsavisene, i selskap med Bergens Tidende, Fædrelandsvennen og Stavanger Aftenblad.

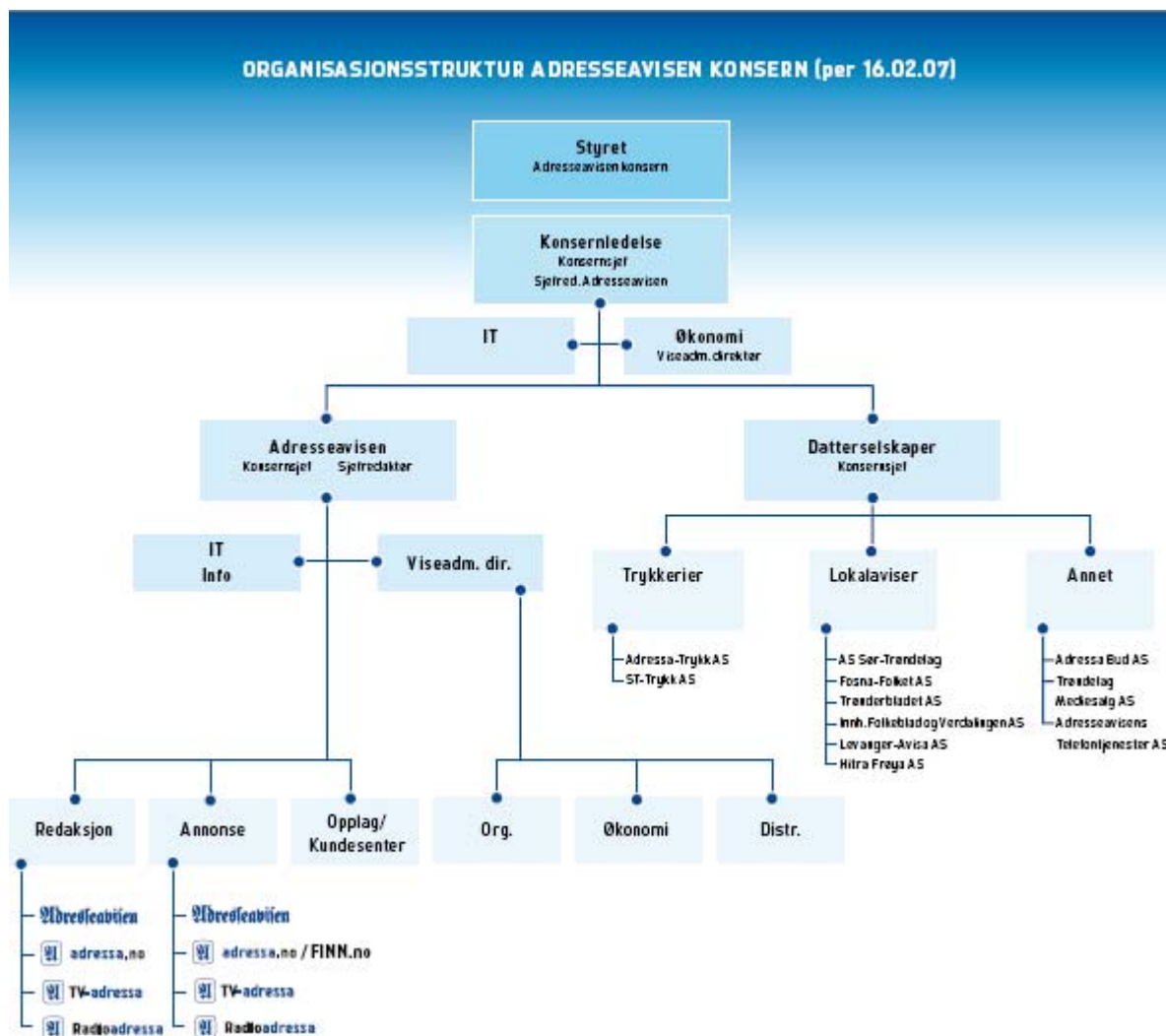
I dag innehar Adresseavisen en særdeles sterk posisjon i Midt-Norge med tilnærmet monopol på regionale nyheter og distribusjon av lokal reklame og annonseplass. På nasjonalt plan tilbyr TV2, TV3, TVNorge, Dagbladet, VG og så videre annonseplass. Posten tilbyr

distribusjon av reklame lokalt. Dette er den eneste nevneverdige konkurransen i Midt-Norge i dag.

Konsernets 240 år har tatt det fra en forsiktig begynnelse, via en regional kjempe, til i dag å være et nasjonalt multimediekonsern med TV, radio, internett, avisdrift, samt verdifulle eierandeler i nasjonale selskaper.

2.1.2 Organisering

Adresseavisen ASA (til venstre i figuren under) gir ut papirutgaven av Adresseavisen 6 dager i uken og hadde i 2006 et opplag på 79 130 per dag. Dette er en marginal framgang i forhold til 2005 på 30 aviser per dag. Ledelsen håper nå at opplaget vil stabilisere seg rundt 80 000 per dag etter mange år med tilbakegang. I tillegg har selskapet ansvaret for det redaksjonelle for adressa.no, TV-Adressa og Radio-Adressa. Slik oppnår konsernet stordriftsfordeler. Datterselskapene (til høyre i figuren under) består av lokalavisene Fosna-Folket AS, AS Sør-Trøndelag, Trønderbladet AS og Innherred Folkeblad Verdalingen AS. I tillegg eier de 49 % av Hitra-Frøya og 74,59 % av Levanger-Avisa. Disse seks avisene utgjør lokalavisene og hadde i 2006 et samlet opplag på 25 795 per utgave.



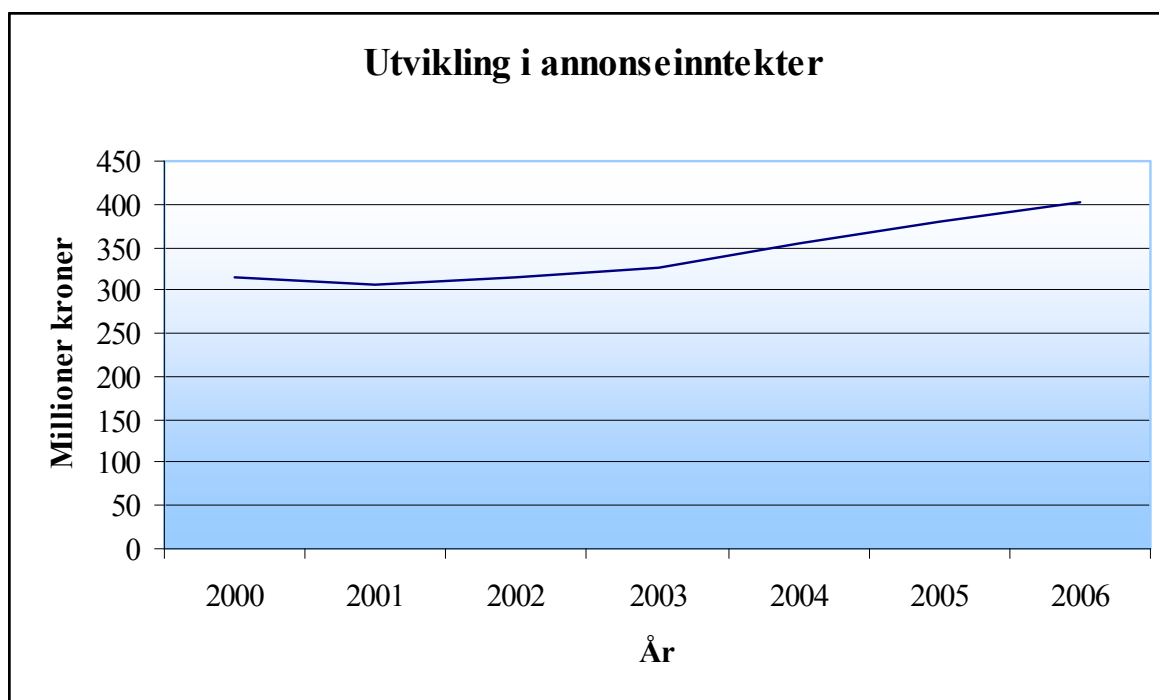
Figur 2.1 Organisasjonskart over konsernet (kilde: Årsrapporten 2006)

Adresseavisen

Hovedvirksomheten i konsernet både historisk og i dag er produksjon av papiraviser. Dette kommer også klart frem ved å se på regnskapet. I 2006 representerte denne delen 604 millioner av 898 millioner i inntekter. Med andre ord kommer 67 % av omsetningen fra papiravisen. Som nevnt tidligere er det stordriftsfordeler å hente ved samdrift av radiokanal, tv-kanal, internettside og papiravis. De samme nyhetene og det samme redaksjonelle innholdet benyttes i flere kanaler selv om de presenteres på forskjellig måte og i ulik grad av detaljer.

Papirutgaven har slitt med nedgang i opplaget (antall abonnenter først og fremst). Som tidligere nevnt ble denne trenden snudd i 2006 da opplagstallene for første gang på mange år igjen pekte oppover.

De senere år har salg av reklame plass i avisen og såkalte ”innstikkere” generert en stor del av omsetningen. Spesielt eiendomsannonser har solgt veldig bra de siste årene og Adresseavisen har vært blant dem som har nytt godt av den positive utviklingen i det norske eiendomsmarkedet.

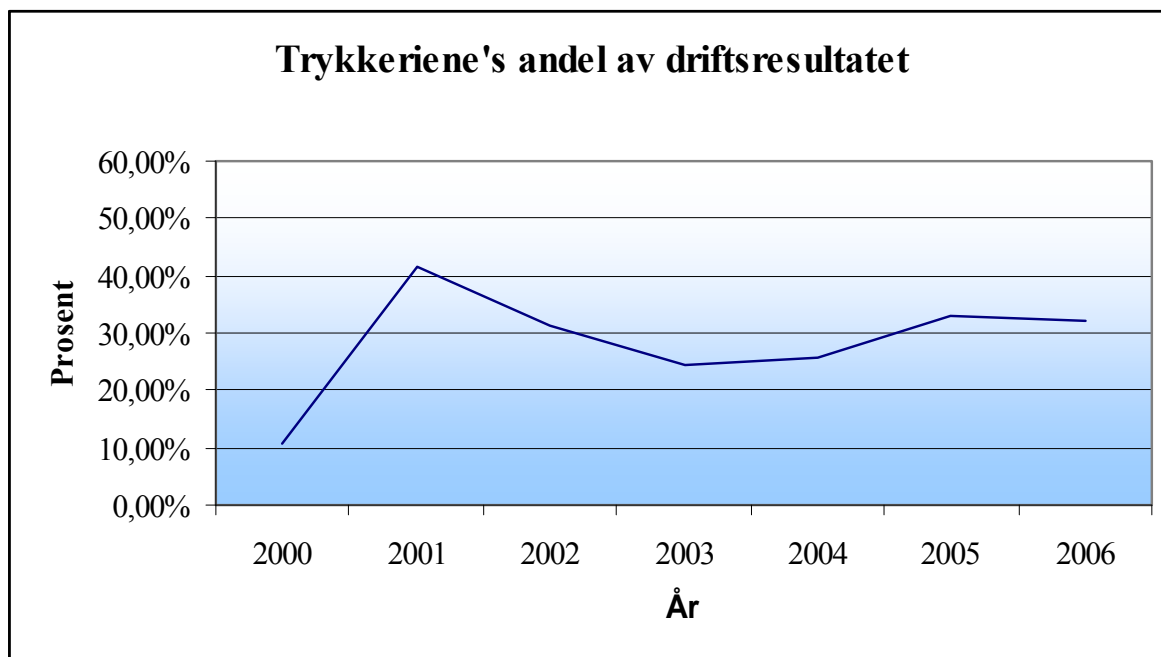


Figur 2.2 Utviklingen i annonseinntekter

Blant annet på grunn av ovennevnte, samt fokus på effektivisering internt, har avisen hatt en svært positiv utvikling av årsresultatet de siste årene. Dette vil bli analysert og kommentert ytterligere i regnskapsanalysen i kapittel 5.

Trykkerier

De to trykkeriene i datterselskapet Adressa-Trykk AS på Heimdal og Sør-Trøndelag Trykk AS på Orkanger er moderne effektive trykkerier. Trykkeriet på Heimdal er det nest største i landet og har langsiktige avtaler med Adresseavisen, VG, Dagbladet, Aftenposten og Dagens Næringsliv. Trykkeriet på Orkanger trykker for lokalavisene i konsernet og publikasjoner for eksterne kunder. Trykkeriene har i en årrekke levert svært gode resultater. I 2006 ble driftsresultatet 33,8 millioner, dette tilsvarer 31,6 % av konsernets samlede driftsresultat.



Figur 2.3 Resultatandel for trykkeriene.

Lokalaviser

De seks lokalavisene har slitt i tidligere år, men er i ferd med å bli bidragsytere til konsernet de også. I 2006 hadde lokalavisene en omsetning på 84,3 millioner, mot 81 millioner i 2005. De bidro med et driftsresultat på 13,8 millioner. Likevel er dette en liten del av konsernets driftsresultat og utviklingen her er derfor mindre viktig for konsernets fremtidige økonomiske resultater.

Annet

I tillegg til de nevnte delene av konsernet eier Adresseavisen ASA selskapet TV-Adressa AS (tidligere TV Trøndelag AS). De er en stor lokal TV stasjon med cirka 50 000 daglige seere.

Adressa Bud AS er datterselskapet med ansvaret for å distribuere avisen lokalt. Avisbudene leverer avisene tidlig på morgenen til abonnentene.

Radio-Adressa er lokalradio stasjonen til konsernet og konkurrer om å være den foretrukne lokale radiostasjonen i Midt-Norge i konkurranse med blant andre NRK og Radio1.

Tidligere hadde Adresseavisen eierinteresser i den nasjonale radiokanalen, Kanal 24. Etter flere år med store tap valgte Adresseavisen på tampen av 2006 å selge seg helt ut av denne

radiokanalen. Resultatet av dette er at TV2 har full kontroll over Kanal 24 og Adresseavisen ikke lenger har noen eierinteresser i nasjonale radiokanaler.

Datterselskapet Adresseavisens Telefontjenester AS er ansvarlig for å selge abonnement og andre relevante produkter på vegne av konsernet.

Til slutt er det et datterselskap som heter Trøndelag Mediesalg AS. De selger annonseplass i Adresseavisen og de andre lokalavisene.

2.1.3 Eierstruktur

De største aksjonærene per 31.12.2006 er listet opp i tabell 2.1, det har ikke vært store endringer etter dette.

| Navn | Antall aksjer | Prosent |
|-------------------------------|---------------|----------|
| Schibsted ASA | 652164 | 34,29 % |
| Roll Severin AS | 354728 | 18,65 % |
| Must Invest AS | 326762 | 17,18 % |
| Sparebanken Midt-Norge | 88930 | 4,68 % |
| Adresseavisen ASA | 82421 | 4,33 % |
| Terje Roll Danielsen | 60465 | 3,18 % |
| Asker og Bærum Budstikke ASA | 42323 | 2,23 % |
| Gyldendal ASA | 42000 | 2,21 % |
| Sofell AS ved Harald Ellefsen | 20515 | 1,08 % |
| Øvrige | 231338 | 12,17 % |
| Sum | 1901646 | 100,00 % |

Tabell 2.1 De største aksjonærene i Adresseavisen ASA (kilde: Årsrapporten 2006).

Det var til sammen 852 aksjonærer per 31.12.2006. De største aksjonærene kontrollerer snaut 88 % av aksjene. Eierstrukturen er konsentrert. Noen få store kontrollerer selskapet og i tillegg er det mange hundre småaksjonærer som i realiteten har ingen innflytelse på utviklingen i konsernet.

Terje Roll Danielsen har gjennom selskapet Roll Severin AS i 2006 kjøpt Edda Media (tidligere Orkla Media) sine aksjer i avisen. I tillegg har Schibsted signalisert at de ønsker å selge sine aksjer for å få godkjent Media Norge fusjonen. Lokale investorer og diverse konsortier har vært lansert som potensielle kjøpere. For Schibsted er det nok mindre aktuelt å selge aksjene nå enn det var tidligere, fordi de har fått klare signaler fra Medietilsynet at de

ikke vil få Media Norge godkjent trass salget av aksjene i Adresseavisen og at de derfor ikke vil ønske å selge posten likevel. Også Sparebanken Midt-Norge har kjøpt seg noe opp i avisen i første halvdel av 2007. Kampen om å beholde Adresseavisen som et selvstendig konsern og med lokalt eierskap kan ha påvirket prisingen av aksjen på Oslo Børs. Dette vil jeg komme tilbake til under selve verdsettelsen og konklusjon.

2.2 Bransjen

”En bransje defineres som en gruppe av selskaper som tilbyr produkter og tjenester som er nære substitutter for hverandre – det er, produkter og tjenester som tilfredsstiller de samme kravene fra kundene” (Hill og Jones 2004). Adresseavisen selger nyheter og underholdning til leserne, og annonseplass til leverandører av varer og tjenester. De må tilby en god avis som tiltrekker leserne. Dette vil igjen tiltrekke annonsørene. I Midt-Norge har Adresseavisen tilnærmet monopol. Det er få og små konkurrenter. Det er verdt å nevne gratisavisene Plan B, Byavisa og Natt & Dag. Dette er meget små gratisaviser som selger noe annonseplass. Det er derfor ingen tvil om at Adresseavisen setter dagsorden i Midt-Norge og er derfor også den klart mest ettertraktede annonseplassen i regionen.

På landsbasis konkurrerer avisen med tabloidavisene VG og Dagbladet, de kommersielle TV-kanalene TV2, TVNorge og TV3, samt de kommersielle radiokanalene om både lesere/seere/lyttere og annonsører.

Heldigvis for denne oppgaven er Media Norge enda ikke blitt en realitet. Det gjør det mulig å bruke de andre regionavisene som sammenligningsgrunnlag. Avisene Bergens Tidende, Stavanger Aftenblad og Fædrelandsvennen danner derfor sammenligningsgrunnlaget som er nødvendig for å gjennomføre en komparativ verdsettelse og sammenligne andre nøkkelfaktorer og innsatsfaktorer. Disse avisene er i samme situasjon som Adresseavisen. De har en sterk lokal forankring samtidig som de samarbeider med hverandre gjennom Fire Store AS, Finn og NA24. De fire store har samlet cirka 800 000 lesere. Disse samarbeider om å selge annonseplass nasjonalt gjennom selskapet Fire Store AS. I 2006 solgte de annonseplass for 680 millioner kroner.

Finn er markedsleder på rubrikkannonser på internett. Adresseavisen eier 11,3 % av Finn. Samarbeidet med de tre andre store avisene og Aftenposten om Finn har vært svært

vellykket og har allerede båret frukter. Rubrikknettstedets posisjon i markedet er sterk og Finn ventes å fortsette sin positive utvikling i årene fremover.

Næringslivsavisen NA24 er et samarbeid mellom de fire store, Aller Internett og TV2 Interaktiv. Adresseavisen eier 10 % av selskapet. Siden lanseringen har NA24 vært en stor suksess og ventes å bidra positivt til konsernets resultat i årene som kommer.

3. Verdsettelsesteknikk

3.1 Ulike teknikker

Det finnes i hovedsak tre teknikker for verdsettelse av selskaper. Komparativ verdsettelse, opsjonsbasert verdsettelse og den jeg i hovedsak skal benytte, fundamental verdsettelse. Verdsettelsesmetodene kan gjerne brukes sammen. Selv om de gir ulike verdier gir de kunnskap om selskapet som til sammen gir et godt grunnlag til å finne et godt estimat på verdien.

Fundamental verdsettelse går ut på å budsjettere fremtidige kontantstrømmer, for deretter å neddiskontere disse, og finne verdien til egenkapitalen i selskapet. Dette er den teknikken jeg vil benytte i oppgaven, og fundamental verdsettelsesteknikk blir derfor grundig gjennomgått senere. Dette kapitlet går gjennom de to andre metodene.

3.1.1 Komparativ verdsettelse

Denne metoden går ut på å sammenligne nøkkeltall og størrelser med andre sammenlignbare selskaper for å finne verdien på selskapet man verdsetter.

Komparativ verdsettelse av selskapets egenkapital kan enten skje direkte eller indirekte. Direkte gjøres ved at markedsverdien på et eller flere sammenlignbare selskaper sammenlignes med selskapets. Denne metoden omtales også som multiplikatormodellen (Boye 1998). Et eksempel på en EK multiplikator er Price/Earnings-ratio (P/E). Denne måler forholdet mellom selskapets inntjening og markedsverdien. I dette tilfellet er altså resultatet (earnings) verdidriveren i multiplikatoren.

Indirekte gjøres dette ved å sammenligne markedsverdien på eiendeler og gjeld. Denne metoden omtales også som substansverdimetoden (Boye 1998). Her finner man markedsverdien av egenkapitalen ved å estimere markedsverdi av eiendelene og trekke fra markedsverdien av gjelden.

Komparativ verdsettelse er vesentlig mindre arbeidskrevende og dermed også billigere enn fundamental verdsettelse. Metodene er mye anvendt i næringslivet fordi multiplikatorene er lette å regne ut og lette å forstå.

Ulempene med modellen er at det utvises stor grad av skjønn og/eller tilfeldigheter. Valget av sammenligningsgrunnlag og multiplikatorer har store konsekvenser for verdien av selskapet. En kan derfor si at metoden ikke er nyansert nok og at det ikke er så store rom for å foreta justeringer og endringer å se konsekvensene av disse. Den fundamentale verdsettelsen er god på dette området og spesielt sensitivitetsanalysen gjør det lett å identifisere konsekvenser av endringer og gjør det lett å forstå hvilke faktorer som er viktige for verdien av selskapet, og hvordan det eventuelt vil slå ut.

3.1.2 Opsjonsbasert verdsettelse

Ved opsjonsbasert verdsettelse legger man til verdien av fleksibilitet, for eksempel realopsjoner, bedriften eier. Verdien her blir altså verdien fra den fundamentale verdsettelsen pluss verdien av fleksibilitet. En opsjon er en rett, men ikke en plikt til å kjøpe eller selge en underliggende eiendel på et eller annet tidspunkt i fremtiden som er avtalt på forhånd (Brealey og Myers 2003). Et eksempel på dette kan være at et oljeselskap kan ha en opsjon på å bygge ut et oljefelt. Er oljeprisen høyere enn kostnadene ved utvinning vil det være attraktivt å ta over oljefeltet. Motsatt, er oljeprisen lavere enn kostnadene ved utvinning vil det være lite attraktivt. Denne fleksibiliteten har en verdi og den kan identifiseres ved opsjonsbasert verdsettelse.

3.2 Valg av verdsettelsesmetode

Hensikten med valg av metode er at estimatet på verdien av selskapets egenkapital skal være så korrekt som mulig. Metoden må derfor tilpasses bedriften og fasen bedriften er i. Opsjonsbasert verdsettelse passer best for relativt nye bedrifter. Disse har ofte ustabile regnskapstall og har kanskje flere ulike vekstmuligheter. Også multiplikator metoden passer best for denne type bedrifter. Dette på grunn av manglende regnskapsdata og generell fundamental informasjon gjør det umulig å faktisk beregne verdien.

For veletablerte og modne bedrifter, med regnskapsdata flere år tilbake passer derimot den fundamentale verdsettelsesmetoden best. Det er likevel fullt mulig å benytte komparativ og opsjonsbasert metode her også, og dette kan være nyttig som et supplement.

Er bedriften i økonomisk uføre bør substansverdimetoden benyttes. Dette fordi man da kan se på verdien ved likvidasjon av bedriften.

Adresseavisen er en moden bedrift med historiske regnskapstall langt tilbake i tid. Bedriften har et bra grunnlag for videre drift og har muligheter for å vokse, spesielt innenfor digitale medier, og ved samarbeid med andre regionale aviser på nasjonalt nivå. Med dette som bakgrunn velger jeg å verdsette Adresseavisen ved å bruke den fundamentale verdsettelsesmetoden.

3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse

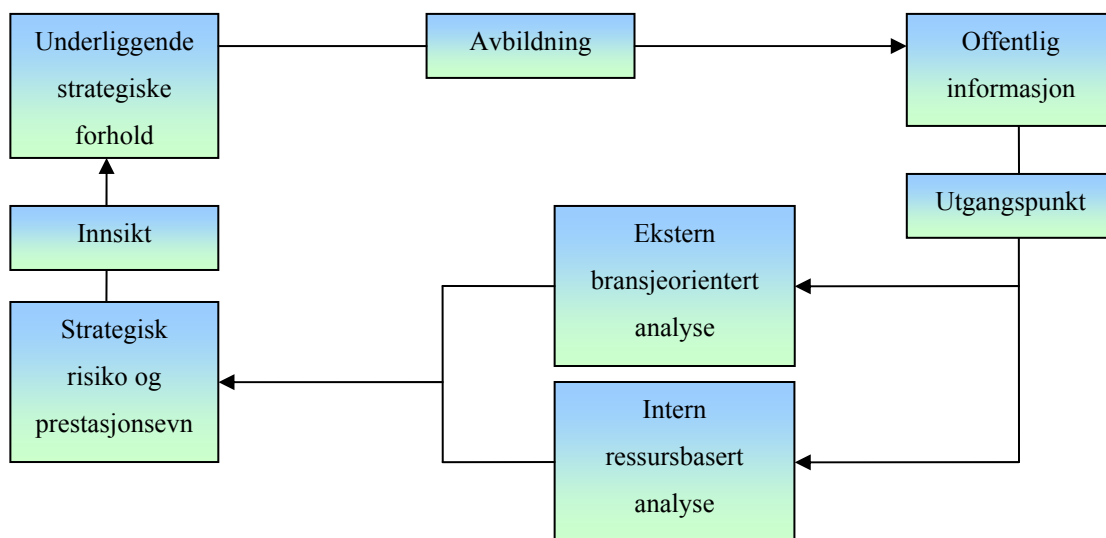
Ekstern informasjon er grunnlaget for den strategiske regnskapsanalysen, som igjen legger grunnlag for budsjetteringen av fremtidsregnskapet. Diskonteringen av de budsjetterte kontantstrømmene gir oss estimatet på verdien av egenkapitalen i selskapet. Den strategiske analysen som gjennomføres først er en kvalitativ teknikk som gir oss innsikt i de underliggende økonomiske forhold. Analysen viser det kommersielle miljøet bedriften opererer i og som jeg skal vise avslører den mulige eksterne trusler og muligheter, samt interne styrker og svakheter i bedriften. Konklusjonen fra analysen trekker frem muligheter for å oppnå varige strategiske fordeler. Den kvantitative analyse, regnskapsanalysen, gir oss innsikt i de underliggende økonomiske forhold. Er det muligheter for å tjene superprofitt? Det må også være samsvar mellom den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Regnskapstallene vil bli omgruppert og justert for målefeil, som en forberedelse til forholdstallanalysen. Forholdstallanalysen vil gi innsikt for budsjetteringen og sette betingelsene. Dette vil skje i to faser. Først til budsjettthorisonen, dette omtales ofte som den eksplisitte perioden. Deretter etter budsjettperioden med fokus på verdidriverne, egenkapitalrentabiliteten, egenkapitalveksten, og egenkapitalkravet. Når fremtidsregnskapet er konstruert kan man benytte enten egenkapitalmetoden eller totalkapitalmetoden. Bruker man like forutsetninger skal begge metodene gi samme verdi på konsernet.

4. Strategisk analyse

4.1 Rammeverk for strategisk analyse

For å kunne verdsette konsernet må man kartlegge og undersøke strategiske og underliggende forhold ”bak” tallene. Quinn har definert strategi som ”planen som integrerer en organisasjons ressurser til en unik posisjon basert på de relative interne styrker og svakheter, forventede endringer i markedet, og posisjoneringer av sofistikerte konkurrenter”. Den strategiske analysen i forbindelse med verdsettelsen er delt inn i to hovedseksjoner. I 4.2 analyserer jeg nærmere det eksterne miljø og ser på bransjen Adresseavisen opererer i. I 4.3 ser jeg på Adresseavisen fra et internt perspektiv og analyserer de interne konkurranseforutsetningene selskapet har.

Målet er å få et overblikk over den strategiske posisjonen til Adresseavisen i dag og hvordan jeg tror den vil utvikle seg i fremtiden. Spesielt, for den senere verdsettelsen, er det viktig å analysere om selskapet kan opprettholde superrentabilitet gitt de eksterne og interne konkurranseforutsetningene. Jeg prøver altså å finne indikasjoner på utviklingen i viktige verdidrivere, som igjen er viktig i den påfølgende verdsettelsen. Innsikten i underliggende forhold som vil si noe om vi kan fremskrive verdidriverne eller må ta andre forutsetninger. Kapitlet blir i 4.4 oppsummert ved å bruke SWOT teknikken.



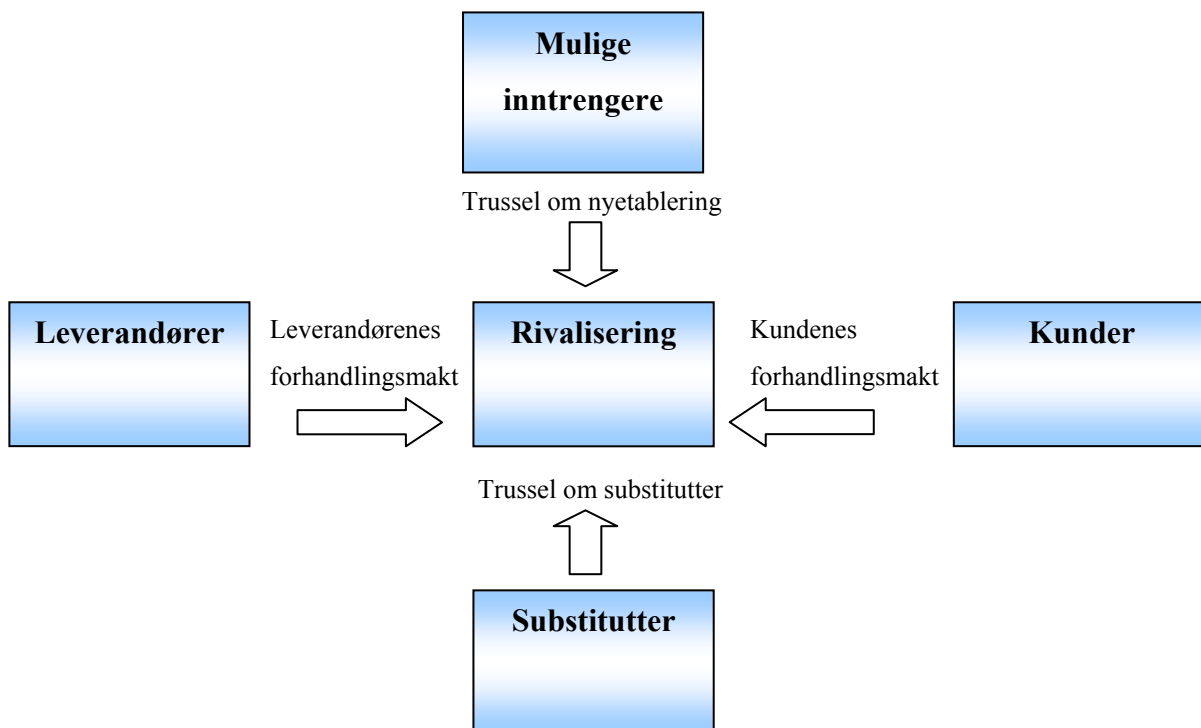
Figur 4.1 Rammeverk for strategisk analyse (Kilde: Knivsflå 2006)

4.2 Ekstern bransjeorientert analyse

Lønnsomheten til et selskap påvirkes kraftig av bransjen selskapet opererer i. Dette er fordi konkurransekraftene påvirker lønnsomheten i bransjen og dermed også for de individuelle selskapene. Det er ulik konkurransesituasjon for eksempel i avissektoren i Trøndelag, og mobiltelefonmarkedet på landsbasis. Er det høy lønnsomhet i en bransje kan det tyde på fravær av konkurranse i denne bransjen (Hill og Jones 2004). Motsatt, er det lav lønnsomhet i en bransje kan det tyde på høy tilstedeværelse av konkurransekrefter. Det er derimot viktig å understreke at det er mange andre faktorer som også spiller inn her.

Rammeverket "Five forces" utviklet av M. Porter er nyttig for å analysere konkurransekraftene i en bransje. De 5 konkurransekraftene Porter's modell bruker er trussel om nyetablering, trussel om substitutter, trussel om kundenes forhandlingsmakt, trussel om leverandørenes forhandlingsmakt og til slutt rivalisering blant etablerte aktører. Ved å bruke dette verktøyet vil jeg kunne si noe om trusselen mot lønnsomheten i bransjen jeg analyserer.

For avisbransjen er dette i aller høyeste grad relevant, og målet med denne eksterne bransjeorienterte analysen er å kunne si mer konkret hva som representerer de største truslene mot, og mulighetene for fortsatt sterk lønnsomhet, for Adresseavisen.



Figur 4.2 Porter's Five Forces (Kilde: Hill og Jones 2004)

4.2.1 Trussel om nyetablering

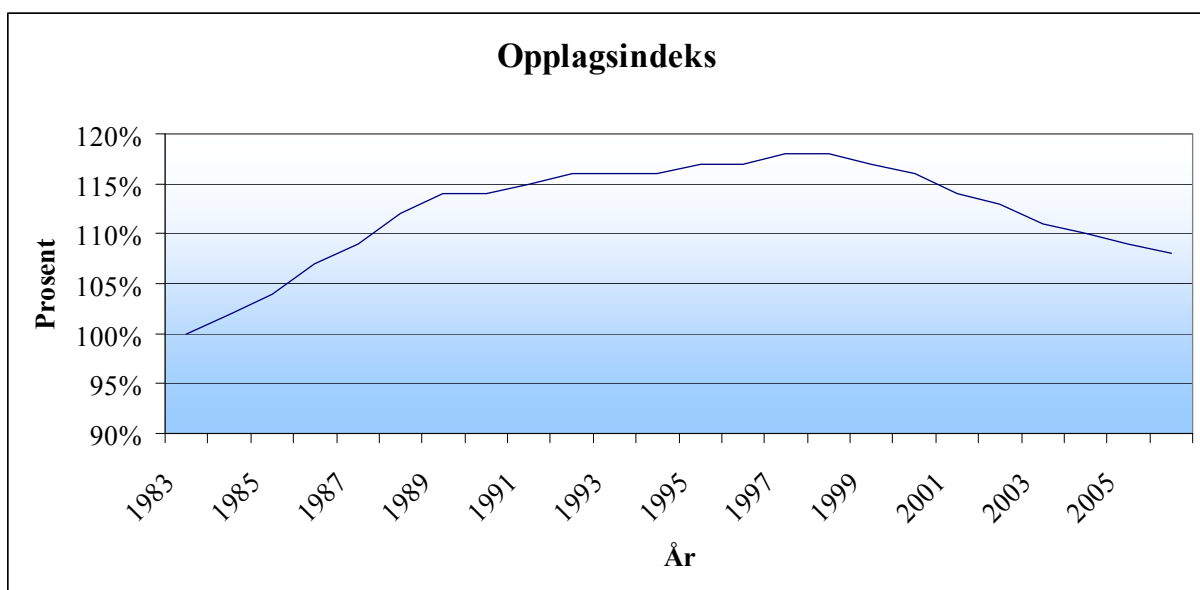
Dette er trusselen for at selskaper som ikke er konkurrenter i øyeblikket, men har ressursene til å bli det velger å gå inn i markedet (Hill og Jones 2004). Trusselen om nyetableringer i bransjen har stor betydning. Jo høyere sannsynlighet for flere nye aktører, jo høyere sannsynlighet for at lønnsomheten kan påvirkes. Skulle det bli flere aktører vil kampen om kundene og kronene bli hardere og det totale markedets omsetning deles på flere. Dette vil normalt føre til lavere lønnsomhet i bransjen.

For Adresseavisen er det liten tvil om at det eksisterer høye etableringsbarrierer for eventuelle konkurrenter. Avishuset har et sterkt merkenavn og nyter også godt av stordriftsfordeler ved å ha flere medier. Det eksisterer også en byttekostnad for å bytte abonnement.

Det er i hovedsak to trusler om nyetableringer som avisen må følge nøye. For det første er det lett og billig å starte opp konkurrenter til nettstedet adressa.no. Selvsagt ligger det mye bak nettstedet av redaksjonelt arbeid som ikke er billig å kopiere, men nisjenettsteder kan stjele kunder og dermed annonsekroner hvis avisen ikke adresserer denne trusselen. Det er også lett å bytte avis på nettet siden det ikke eksisterer noen byttekostnad, og dette

understreker viktigheten av å ha et konstant fokus på denne trusselen for å hindre fremveksten av konkurrenter.

Den andre hovedtrusselen er fremveksten av gratisaviser som igjen kan stjele lesere og annonsekroner. Denne trusselen har vært her i noen år nå, og foreløpig virker det som disse avisene leses som et kulturelt, ekstra supplement, mer enn som erstatning for de etablerte avisene. Det er også lite sannsynlig at Schibsted vil etablere gratisaviser i de store byene fordi de er store eiere i de etablerte storbyavisene i Norge og ville da etablere konkurrenter til sine egne aviser. Skulle dette skje ville det sannsynligvis være med støtte fra utenlandske eiere.



Figur 4.3 Opplagsindeks (1983=100) for storbyaviser (Kilde: Mediebedriftenes Landsforbund)

I et marked i vekst er det også lettere for konkurrenter å etablere seg. Vi ser av figur 4.3 ovenfor at avismarkedet er et modent marked som har opplevd en nedgang i antall solgte aviser (opplag) de siste årene. Som nevnt tidligere ble denne trenden for Adresseavisens del snudd i 2006, da opplagstallene for første gang var høyere (marginalt) enn i 2005. Det vil være vanskelig for nye aktører å etablere seg med suksess som konkurrent til Adresseavisen, trusselen om nye aktører synes derfor å være moderat.

4.2.2 Trussel om rivalisering i bransjen

Rivalisering refererer til intensiteten i konkurransen om markedsandeler mellom etablerte selskaper i en bransje (Hill og Jones 2004). De etablerte aktørene i en bransje konkurrer om

pris, produkt design, markedsføring og promotering, direktesalg og service. Er det sterk rivalisering i bransjen vil dette føre til lavere avkastning gjennom press på priser og/eller høyere kostnader. Graden av rivalisering avhenger i hovedsak av to faktorer. For det første konkurransesituasjonen og strukturen i bransjen. For det andre veksten i etterspørselen etter produktene og tjenestene selskapet leverer.

Konkurransesituasjon for Adresseavisen er at de har tilnærmet monopol i Midt-Norge. I tillegg er det lite konkurranse mellom de store regionalavisene fordi, for eksempel Stavanger Aftenblad og Adresseavisen, dekker forskjellige geografiske områder og ikke er direkte konkurrenter. Avismarkedet er en konsolidert bransje der Adresseavisen er regionalavisen i Midt-Norge, samt at små lokalaviser, lokal-tv og lokal-radio utfyller tilbudet. Eierskapet Adresseavisen har i lokalavisene gjør at det ikke blir konkurranse dem i mellom heller, men konsernets redaksjon kan skreddersy hva de presenterer i regionalavisen og lokalavisene. Adresseavisen kan således sørge for at de dekker forskjellige felt og at avisene utfyller hverandre. Gjennom eierskapet i lokalavisene, lokal-tv og lokal-radio har Adresseavisen dessuten et strategisk og varig konkurransefortrinn i forhold til eventuelle konkurrenter. Dette er et av argumentene for at de kan klare å opprettholde ekstraordinær avkastning i årene som kommer.

Avisbransjen i Norge har i tillegg svært konsentrert eierskap. Schibsted eier blant annet VG, Aftenposten, Stavanger Aftenblad og en stor andel av Adresseavisen, BT, Harstad Tidende og Fædrelandsvennen. Konsentrert eierskap kan føre til dempet konkurranse. Dette er på grunn av at det blir svakere konkurranse mellom selskaper kontrollert av samme eier, enn av selskaper kontrollert av ulike eiere.

På internett er situasjonen en ganske annen. Det er mange tilbydere og mange satser på ulike nisjer. Mange nettsteder satser friskt på å kapre kundene som er interessert i sport, som for eksempel fotball247.com. Andre satser på personlig økonomi, som dinepenger.no.

Sistnevnte er et eksempel hvor avisene så aktøren som en trussel. VG responderte ved å kjøpe Dine Penger for kort tid tilbake. Slik overtok de nettstedet og merkenavnet. De har nå innlemmet Dine Penger som en del av VG sine egne nettsider.

Som tidligere nevnt er det tilnærmet ingen byttekostnad og det er sterk rivalisering mellom de etablerte aktørene på nettet. Det er også flere potensielle konkurrenter for papiravisene.

Totalt sett er det en kompleks konkurransesituasjon, men på de områdene som er viktigst for Adresseavisen har de sterk kontroll og tilnærmet monopol i regionen. De har bra kontroll på regionalt og lokalt stoff og nyter godt av stordriftsfordeler fra samdriften av avis, lokalaviser, lokalradio og lokal-tv.

Etterspørselssituasjonen for hovedavisen Adresseavisen er som nevnt i 4.2.1 at markedet ikke vokser, men tvert i mot har falt litt de siste årene. På sikt tror jeg derimot at opplaget vil holde seg stabilt for bransjen som helhet og Adresseavisen spesifikt.

I en slik konkurransesituasjon er det mulig å vinne terreng ved 1) å kutte pris eller 2) bygge merkevare. Adresseavisen, som de andre store regionalavisene, og de to store tabloidene har satset mye på å bygge merkevarene sine. Dette tyder på en differensieringsstrategi. En avis er ikke en avis, men valget sier noe om hvem du er og verdiene du verdsetter. Avisene har også forsøkt å endre på format for å tilfredsstille de stadig mer kravstore kundene.

Adresseavisen la, som de andre store regionavisene, i 2006 om til tabloidformat, med stor suksess. Dette antas å ha vært blant bidragene som førte til at opplaget økte fra 2005 til 2006. Mange aviser har også kommet med bilag, som Dagbladets ”Magasinet”, VGs ”Helg” og Adresseavisens ”Ukeadressa”. Sistnevnte var for øvrig første lørdagsbilag i Norge og ble lansert i 1979.

4.2.3 Trussel fra kunder

Med kundenes forhandlingsmakt menes evnene og mulighetene kundene har til å forhandle frem lave priser eller øke kostnadene ved å kreve bedre kvalitet og service (Hill og Jones 2004). Dette oppstår normalt hvis produktene i bransjen er likeverdige, byttekostnadene er lave, og kundemassen er konsentrert. Det er to hovedgrupper av kunder Adresseavisen har å forholde seg til.

Forbrukerne, leserne av avisen, er den viktigste kunden. Som gruppe har de stor makt, men hver enkelt forbruker har ingen forhandlingsmakt når han eller hun er abonnent, eller eventuelt står i kiosken for å kjøpe dagens avis. Siden gruppen har stor makt søker avisen hele tiden å tilfredsstille dem og har lansert flere tiltak for å oppnå dette. Blant annet har de sterkt fokus på kundeservice og hvor fornøyde abonnentene til enhver tid er. I tillegg har de

med omleggingen til tabloid format forsøkt å tilpasse seg den moderne forbruker. Avisen har en sterk merkevare og troverdighet, noe den forsøker å bygge videre på.

Den andre kundegruppen er annonsørene. Hovedavisen får om lag halvparten av inntektene sine fra abonnement og løssalg, den andre halvparten kommer fra salg av annonser i avisen og såkalte innstikkere. Denne gruppen er ute etter et stort publikum, så et stort opplag og lesertall er svært viktig for å opprettholde salget av annonser. Kjøperne av slike annonser er i stor grad konsern, som for eksempel Varner Gruppen (Bikbok, Cubus, Dressmann, Carlings, Vivikes, med flere), Voice (Voice of Europe, VIC, Match, Boys of Europe, G-Sport), samt store bank-, eiendomsmegling - og forsikringskonsern. Makten her er samlet på få selskaper og det er grunn til å tro at denne gruppen har stor forhandlingsmakt. Derimot gjør konkurransen dem i mellom det vanskelig å presse Adresseavisen for marginer i dagens marked, men i dårlige tider kan nok situasjonen bli en annen.

De to kundegruppene har stor forhandlingsmakt hvis de opptrer kollektivt, men hver for seg har hver enkelt abonnent eller hver enkelt annonsør ingen forhandlingsmakt. Denne trusselen antas derfor å ha liten påvirkning på lønnsomheten til konsernet.

4.2.4 Trussel fra leverandører

Leverandørens forhandlingsmakt referer til evnene leverandører har til å øke prisene på sine varer og tjenester eller på annet vis øke kostnadene til bedriften (Hill og Jones 2004). Dette har en direkte effekt på bedriftens lønnsomhet både gjennom en eventuell økning i kostnader eller stopp av leveranser (og dermed salg) hvis det skulle bli uenigheter om pris og betingelser.

Adresseavisen leverer det aller meste selv. Internt i avisen er det leverandører av redaksjonelt stoff, typograf og trykkeri tjenester. Dette er yrkesgrupper tradisjonelt preget av sterke fagforeninger. Disse gruppene kan trolig utøve en viss forhandlingsmakt. Samtidig er det lite trolig at de vil presse avisen unødig hardt slik at det kan gå utover deres trygge arbeidsplasser, og det er enda mindre sannsynlig at de vil bryte ut for å starte opp en konkurrent fordi mye av yrkesstoltheten og lojaliteten er rettet mot Adresseavisen. Deres markedsrett anses derfor som svært begrenset, trass sterke fagforeninger.

Det redaksjonelle som ikke skapes internt kjøpes i all hovedsak fra Norsk Telegrambyrå og Avisenes Nyhetsbyrå, begge eid av avisbransjen selv, disse leverandørene antas heller ikke å ha betydelig forhandlingsmakt.

Det internasjonale stoffet leveres stort sett av Reuters, Bloomberg eller TDN og de konkurrerer slik at hver for seg har de ikke betydelig forhandlingsmakt.

Leveransene av distribusjon gjøres av avisen internt. Mange av avisene, bl.a. Adresseavisen satser tøft på teknologi og tar selv hånd om publisering på internett. Det eneste eksterne leverandører leverer av betydning er IT utstyr og service på dette. I dette markedet er det høy konkurranse og mange leverandører, så det er liten grunn til å tro at disse leverandørene har stor forhandlingsmakt.

Leverandørens forhandlingsmakt antas å være svært begrenset og det er lite trolig at dette alene er nok til å påvirke konsernets lønnsomhet i vesentlig grad.

4.2.5 Trussel om substitutter

Substitutter er produkter eller tjenester som tilfredsstiller kundens ønsker og krav (Hill og Jones 2004). Jo flere og likere alternativer kunden har å velge mellom jo høyere er trusselen mot lønnsomheten i bransjen. Dette er en sterk trussel mot bransjens lønnsomhet fordi den legger sterkt press på prisen på produktene og tjenestene bransjen leverer.

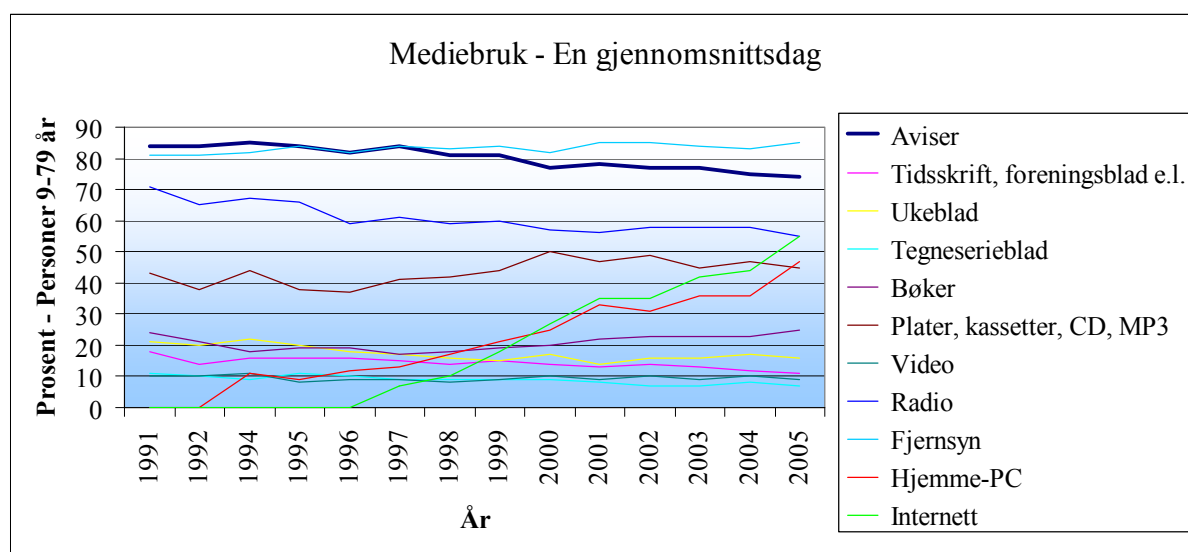
For Adresseavisen er det ingen nære substitutter, men kundene kan finne erstatning fra flere ulike andre kilder. Internasjonale og nasjonale nyheter, samt underholdning, kan man finne i andre aviser, tv, internett og radio. Lokale nyheter finner man også i andre mindre lokalaviser. Konseptet til Adresseavisen er at de har skreddersydd alt dette for de som bor i Midt-Norge i en pakke, og i den forstand er det ingen nære substitutter. I tillegg benytter konsernet internett, tv, radio og aviser til å presentere denne pakken av informasjon på forskjellige måter.

Statistikken nedenfor presenterer mediebruken på en gjennomsnittsdag i perioden 1991-2005. Den viser at antallet nordmenn mellom 9-79 år som bruker aviser daglig har gått noe ned, men har stabilisert seg på ca 75 % av befolkningen (se den uthevede linjen i figur 4.4). Den samme undersøkelsen viser at det samme har skjedd med tidsbruket. I perioden 1991-1999 har tiden brukt på aviser gått ned fra 39 minutter per dag til ca 29 minutter per dag og

har siden stabilisert seg der. Legg merke til den kraftige økningen i bruk av ”hjemme pc” (rød) og ”internett” (grønn) i figur 4.4. Dette viser at selv om vi har fått tilgang til nye medier benytter vi fremdeles de gamle. Konklusjonen blir derfor at det totale mediekonsumet har gått opp.

| En gjennomsnittsdag | 1991 | 1992 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|----------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Aviser | 84 | 84 | 85 | 84 | 82 | 84 | 81 | 81 | 77 | 78 | 77 | 77 | 75 | 74 |
| Tidsskrift e.l. | 18 | 14 | 16 | 16 | 16 | 15 | 14 | 15 | 14 | 13 | 14 | 13 | 12 | 11 |
| Ukeblad | 21 | 20 | 22 | 20 | 18 | 17 | 16 | 15 | 17 | 14 | 16 | 16 | 17 | 16 |
| Tegneserieblad | 11 | 10 | 9 | 11 | 10 | 9 | 9 | 9 | 9 | 8 | 7 | 7 | 8 | 7 |
| Bøker | 24 | 21 | 18 | 19 | 19 | 17 | 18 | 19 | 20 | 22 | 23 | 23 | 23 | 25 |
| CD, MP3, og lignende | 43 | 38 | 44 | 38 | 37 | 41 | 42 | 44 | 50 | 47 | 49 | 45 | 47 | 45 |
| Video | 10 | 10 | 11 | 8 | 9 | 9 | 8 | 9 | 10 | 9 | 10 | 9 | 10 | 9 |
| Radio | 71 | 65 | 67 | 66 | 59 | 61 | 59 | 60 | 57 | 56 | 58 | 58 | 58 | 55 |
| Fjernsyn | 81 | 81 | 82 | 84 | 82 | 84 | 83 | 84 | 82 | 85 | 85 | 84 | 83 | 85 |
| Hjemme-PC | 0 | 0 | 11 | 9 | 12 | 13 | 17 | 21 | 25 | 33 | 31 | 36 | 36 | 47 |
| Internett | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 7 | 10 | 18 | 27 | 35 | 35 | 42 | 44 | 55 |

Tabell 4.1 Mediebruk en gjennomsnittsdag 9-79 år (Kilde: Mediebruksundersøkelsene, SSB)



Figur 4.4 Mediebruk en gjennomsnittsdag 9-79 år (Kilde: Mediebruksundersøkelsene, SSB)

De siste årene har det også vært vekst i bruk av medier totalt sett. Det betyr at det ikke nødvendigvis har gått utover avisene og tv at internett bruken øker i omfang. Likevel må det kunne sies at konkurransen mellom de ulike aktørene påvirker lønnsomheten og vil fortsette å gjøre det i årene som kommer.

4.2.6 Trussel om redusert avkastning i fremtiden

Sett under ett er det noen faktorer i det eksterne miljø som representerer en trussel mot lønnsomheten. Nisjeaktører på internett kan "stjale" kunder og dermed annonsører. Gratisaviser støttet av utenlandske eiere kan etablere seg i Norges største byer, og dermed også Trondheim. Likevel er det få bekymringer i det eksterne miljø på kort sikt for Adresseavisen. De har en sterk posisjon i Trondheim og Midt-Norge. Med eierskapet i lokalavisene, lokal-radio og lokal-tv har de en posisjon som gjør dem sterkt rustet til å møte eventuell konkurranse. De må derimot sørge for å fortsette å tekkes leserne, slik kontrollerer de også makten annonsørene sitter på. Utfordringen til Adresseavisen er at de må holde på gamle tradisjonelle abonnenter og samtidig skape et produkt den yngre generasjon er villig til å betale for. Dette må skje i konkurranse med nyheter på internett som både er mer oppdatert og gratis. Mediehuset besitter en rekke immaterielle ressurser som er vanskelig å replikere. De har et solid merkenavn, en stor gruppe abonnenter, en lang historie, legitimitet i regionen, samt journalister og andre ansatte som besitter stor kompetanse. I tillegg har de fysiske ressurser som er dyrt og risikofylt å bygge. Først og fremst de to trykkeriene. Bedriften besitter også sterke finansielle ressurser. De har god likviditet og en solid kontantbeholdning. Selskapet eier verdifulle eierandeler i blant annet Finn og NA24. I tillegg eier de andeler i form av aksjer og grunnfondsbevis i noen få andre selskaper. Konsernet har etter min oppfatning en så sterk posisjon i markedet at jeg tror de vil kunne fortsette å levere superprofitt i årene som kommer.

4.3 Intern ressursorientert analyse

I den interne analysen retter jeg fokuset mot Adresseavisen spesifikt og de interne forholdene. Har avisen varige konkurransefortrinn som gjør at de vil kunne oppnå høy lønnsomhet over tid?

Varige konkurransefortrinn er selskaps-spesifikke egenskaper som gjør selskapet i stand til å differensiere produktene og tjenestene og eller oppnå lavere kostnader enn rivalene slik at de oppnår varige konkurransefortrinn (Hill og Jones 2004). Rammeverket til Hill og Jones dekomponerer disse egenskapene i fire grupper. Effektivitet, evne til innovasjon, kvalitet og kundeforståelse. Hver av egenskapene vil bli gjennomgått på de neste sidene.

4.3.1 Effektivitet

Med effektivitet menes hvor mye innsatsfaktorer som må til for å produsere et vist antall produkter eller tjenester (Hill og Jones 2004). Dette er en svært viktig forutsetning for god lønnsomhet ved konkurranse. Har en aktør lavere kostnader ved å produsere en vare eller tjeneste har aktøren et betydelig konkurransefortrinn. Vedvarer denne situasjonen er konkurransefortrinnet varig. For å holde kostnadene og derigjennom effektiviteten under kontroll har Adresseavisen hatt effektiviseringsprogram for å forbedre driftsresultatet jevnlig de siste 15 årene. De har også hatt fokus på bedre organisering av virksomheten. I 2004 ble desken for aviser, internett, tv og radio samlet under ett tak og en ledelse på hovedkontoret til Adresseavisen på Heimdal. Dette for å gi synergieffekter. Effektivitet var også deler av bakgrunnen for dannelsen av Fire Store AS, et felles salgsapparat med Bergens Tidende, Fædrelandsvennen og Stavanger Aftenblad. Selskapet ble opprinnelig dannet som Tre Store AS og det var Adresseavisen sammen med Stavanger Aftenblad og Bergens Tidende som dannet det. I 2005 ble Fædrelandsvennen inkludert i samarbeidet.

Adresseavisen har i analyseperioden hatt en høy driftsrentabilitet på 19,8 % (tidsvektet), se tabell 7.4. Det kan derfor virke som de både har, og greier og opprettholde, en effektiv kostnadsstruktur. Dette vil virke avskrekkende på nye aktører.

4.3.2 Innovasjonsevne

Innovasjon er evne til fornyelse av produkter og prosesser (Hill og Jones 2004). Omleggingen til tabloid i 2006 er et godt eksempel på avisens evne til produktinnovasjon. Ledelsen så at dette var nødvendig for å fortsette å tekkes leserne og la om med stor suksess. Nettopp det å opprettholde opplagstallene i en moden bransje som avisbransjen er svært viktig. Dette er som nevnt tidligere viktig både for å beholde inntektene fra leserne og beholde inntektene fra annonsørene. Adresseavisen kan selv bidra til å hindre konkurranse ved selv å bli bedre på organisering og på gjennomføring av aktivitetene i verdikjeden enn det konkurrentene er.

Mediehuset har aktivt gått inn for å oppnå stordriftsfordeler og ved å kjøpe og etablere lokalaviser, lokal-tv og lokal-radio har de selv skapt flere ben og stå på. Dette er gode eksempler på vellykket innovasjon. Også etableringen av nettstedet Adressa.no i 1997 er et

vellykket eksempel på produktinnovasjon og denne blir hele tiden videreutviklet, nå sist med introduksjonen av Web-TV i fjor. Innovasjonsevnen førte også til opprettelsen av Finn sammen med Aftenposten, Bergens Tidende og Stavanger Aftenblad.

Innen annonsemarkedet har Adresseavisen lansert trøndelagspakken der de tilbyr annonsering på internett, i Adresseavisen, på lokal-tv, lokal-radio og en eller flere lokalaviser. De samarbeider også her med de 3 andre store aktørene i Fire Store AS. Sammen tiltrekker de seg annonsører. Kompetanseutvikling har også stått sentralt i konsernet. De har skiftet ut deler av staben med nye medarbeidere som har tilført ny og moderne kompetanse. I tillegg har det vært omfattende kursing og videreutdanning internt. Jeg mener meravkastningen de siste årene skyldes blant annet evnene konsernet har til innovasjon.

4.3.3 Kvalitet

Kvalitet referer i denne sammenheng til at produktet eller tjenesten holder det som loves. For Adresseavisen betyr dette i første omgang at leserne ikke blir skuffet når de åpner avisen, men finner det de forventer å finne inne og forhåpentligvis i tillegg blir positivt overrasket. God kvalitet fører til betalingsvilje for avisen og gjenkjøp ved senere anledninger. God kvalitet fører derfor indirekte til at avisen blir attraktiv for annonsørene. Fokuset på kvalitet er økende og det blir stadig viktigere å fokusere på dette. Kundene blir mer kravstore og har økende grad av forventninger. God kvalitet gjør også at Adresseavisen oppnår troverdighet i konkurranse med internettnettsteder og gratisaviser. Mediehuset fremstår i dag som meget seriøst og troverdig. Det har historie og erfaring, samt en sterk merkevare. Mediehusets posisjon gjenspeiler seg også i den formulerte målsetningen som er å være det viktigste salgs, debatt og informasjonsorgan i regionen. Målsetningen forplikter. For å måle om de lykkes, altså kvaliteten på deres produkt, måler de jevnlig kvalitet ved å benytte leserundersøkelser og salgstallene for fornyelse av abonnement. Leserundersøkelsen viser at leserne er svært fornøyde med produktet, dette gjelder ikke minst etter omleggingen til tabloid format. Salgstallene viser at omtrent 95 % velger å fornye sitt abonnement hvert år. Avisen har dermed svært lojale abonnenter. Dette er også bra for lønnsomheten fordi det er svært kostbart å selge nye abonnement i regi av Adresseavisens Telefontjenester AS. Basert på at avisen har tilfredse kunder og lojale abonnenter kan jeg konkludere med at de har høy grad av måloppnåelse og grunnlag for varig konkurransefortrinn.

4.3.4 Kundeforståelse

Et siste område der Adresseavisen kan oppnå varig konkurransefortrinn er evnene til å finne ut hva kundene ønsker seg og tilpasse seg disse behovene. Dette gjelder begge kundegruppene; lesere og annonsører. Avisen må gjøre seg attraktiv for begge.

Avisen har allerede gode rutiner for å gjøre egne leserundersøkelser. Utviklingen i opplagstall var i 2006 for første gang positiv, som en av få aviser, og viser både at avisens strategi fungerer, og at de lykkes i forhold til bransjen.

For annonsørene har det blitt mye enklere å nå ut, spesielt via samarbeidet med de 3 andre store gjennom selskapet Fire Store AS. Dette fører til sterkere lojalitet. Det har vært høy vekst i annonseinntekter (se figur 2.2), spesielt inntekter fra eiendomsannonser.

Samlet er det et godt grunnlag for konkurransefortrinn innen kundeforståelse. Det er vanskelig å kvantifisere veksten som vil følge som et resultat av dette, men det er helt åpenbart at det vil bidra betydelig.

4.4 Oppsummering/SWOT-Analyse

Til slutt i den strategiske analysen skal jeg oppsummere den eksterne og interne analysen ved å benytte SWOT (Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats). Formålet er å finne ut om Adresseavisen har en gunstig strategisk posisjon eller ikke. Den strategiske posisjonen er en funksjon av trusselen mot lønnsomheten i bransjen og avisens interne konkurranseforutsetninger, og har de en strategisk posisjon, vil det være mulig å oppnå superrentabilitet. De strategiske fordelene utgjør til sammen en strategisk posisjon. Oppnås denne vil man kunne opprettholde en superrentabilitet på cirka 3 %.

Konklusjonene i denne seksjonen legger grunnlaget for verdidriverne og den videre regnskapsanalysen benytter fremskriving av disse verdidriverne.

4.4.1 Styrker

Adresseavisen har en dominerende posisjon i regionen både i kraft av å være største avis, eierskap i seks lokalaviser og satsingen på internett, lokal-tv og lokal-radio. I Norge er det

klare markedsavgrensninger (geografisk) mellom de store regionavisene og dette er positivt for Adresseavisen. Ingen andre truer deres tilnærmede monopol i Midt-Norge. Blant annonsørene og leserne i regionen står avisa sterkt, noe leser- og forbrukerundersøkelser tydelig viser.

Mediekonsernet Adresseavisen har også fortrinn innen kostnadseffektivitet mot en eventuell konkurrent, noe de søker hele tiden å forbedre, blant annet ved hjelp av jevnlig effektiviseringsprogram. Selskapet har også fortrinn innen innovasjon. De har en offensiv og nyskapende profil og satser på å tilby produktet på wap, og er med på nasjonale samarbeidsprosjekt som Finn og NA24 når slike muligheter byr seg. Avisen har også bra kundeforståelse og leverer et produkt av bra kvalitet noe som igjen vises i leserundersøkelser og fornyelse av abonnement. Det kan også nevnes at leverandørene til Adresseavisen ikke står spesielt sterkt. Det meste av redaksjonelt stoff leverer avisen selv eller skaffer gjennom nyhetsselskaper avisene eier i fellesskap. De får leveranser av noe teknisk utstyr og internasjonalt redaksjonelt stoff, men det er liten grunn til å tro at de vil bli presset fra leverandørene her. Dette representerer høyst sannsynlig ikke en trussel mot lønnsomheten.

4.4.2 Svakheter

Noen svakheter gjør at bildet ikke fremstår som helt perfekt. På internett er det gratis og svært lett å bytte mellom adressa.no og bt.no. Byttekostnaden er tilnærmet lik null. Her blir heller ikke avisens etablerte abonnenter en strategisk fordel. I tillegg preges avisen av to sterke fagforeningsgrupper, de ansatte i trykkeriene og journalistene. De er høytlønnet og kan streike, dette kan være en trussel mot lønnsomheten på sikt. Fagforeningene anses likevel ikke å være en sterk trussel mot lønnsomheten, som nevnt under 4.2.4 Leverandører, men er en faktor man bør være klar over.

4.4.3 Muligheter

Adresseavisen har en sterk posisjon i dag og står sterkt rustet til å gripe mulighetene som vil by seg fremover. Det vil fortsatt skje store forandringer i avis- og mediebransjen i årene som kommer.

Tidligere i kapitlet begrunnet jeg hvorfor avissektoren preges av moderate konkurransekrefter. Det er en konsentrert eierstruktur og det er derfor mindre konkurranse i bransjen enn det ellers ville vært.

Opplagsutvikling og unike brukere på internett viser at avisen lykkes, sist med omleggingen til tabloid format. Jeg mener derfor at det er grunnlag for superrentabilitet hvis mulighetene blir utnyttet på riktig måte og ledelsen fortsetter å levere.

4.4.4 Trusler

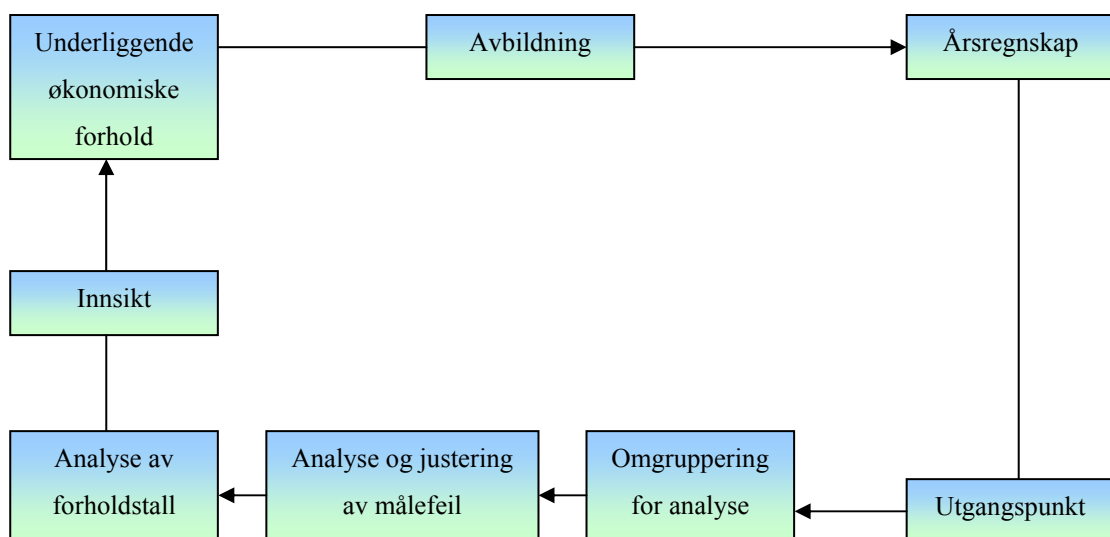
Det er i hovedsak to trusler som synes mest nærliggende. Den første trusselen er om en regional gratisavis skulle etablere seg i Midt-Norge med sterke utenlandske eiere i ryggen. Dette kunne fått store konsekvenser for rentabiliteten til Adresseavisen.

Den andre trusselen er om markedsavgrensningen forsvinner på internett. Skulle ikke Adresseavisen klare å oppnå og beholde en tilsvarende posisjon der som de har i papiravismarkedet kan mange av annonsekronene gå til andre leverandører av informasjon på internett.

5. Regnskapsanalyse

5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Ved å gjennomføre en regnskapsanalyse forsøker vi å forstå regnskapstallene og de underliggende økonomiske forholdene i selskapet. Aksjonærer, ansatte, fagforeninger, leverandører, skattemyndigheter, ledelsen og konkurrenter er noen av brukerne av regnskapet. For å kunne analysere regnskapet og kunne si noe om de underliggende økonomiske forholdene er det nyttig å omgruppere regnskapet. Resultatene av analysen vil komme bedre frem om man omgrupperer regnskapet med tanke på å fremheve verdirelevant informasjon. Det er viktigere å komme frem til et riktig resultat for selskapet enn inn og utbetalingene i perioden. I balansen er det viktigere å få fram virkelig verdi enn korrekt historisk kost. Hovedformålet med denne oppgaven er altså å finne et godt estimat på verdien til egenkapitalen i Adresseavisen og inntjeningen til denne egenkapitalen i fremtiden. Fremgangsmåten med omgrupperingen er forklart i dette kapitlet. Se for øvrig figuren under for en visuell forklaring av rammeverket, jfr. BUS425 Regnskapsanalyse og verdsettelse.



Figur 5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse (kilde: Knivsflå 2006)

Regnskapstallene til konsernet blir presentert først i 5.2. Oppgaven bygger på årsregnskapene 2000 t.o.m. 2006, samt Q1 2007. For å oppdatere regnskapstallene vil jeg

lage et ”trailing årsregnskap” som inkluderer 1.kvartal. Selve prosessen med omgruppering blir grundig gjennomgått i 5.3. I 5.4 blir justeringene av vesentlige målefeil gjennomgått.

Prosesen beskrevet ovenfor vil forhåpentligvis gi et godt bilde av konsernet Adresseavisen sin økonomiske posisjon og et godt grunnlag for å gjennomføre selve verdsettelsen av konsernet.

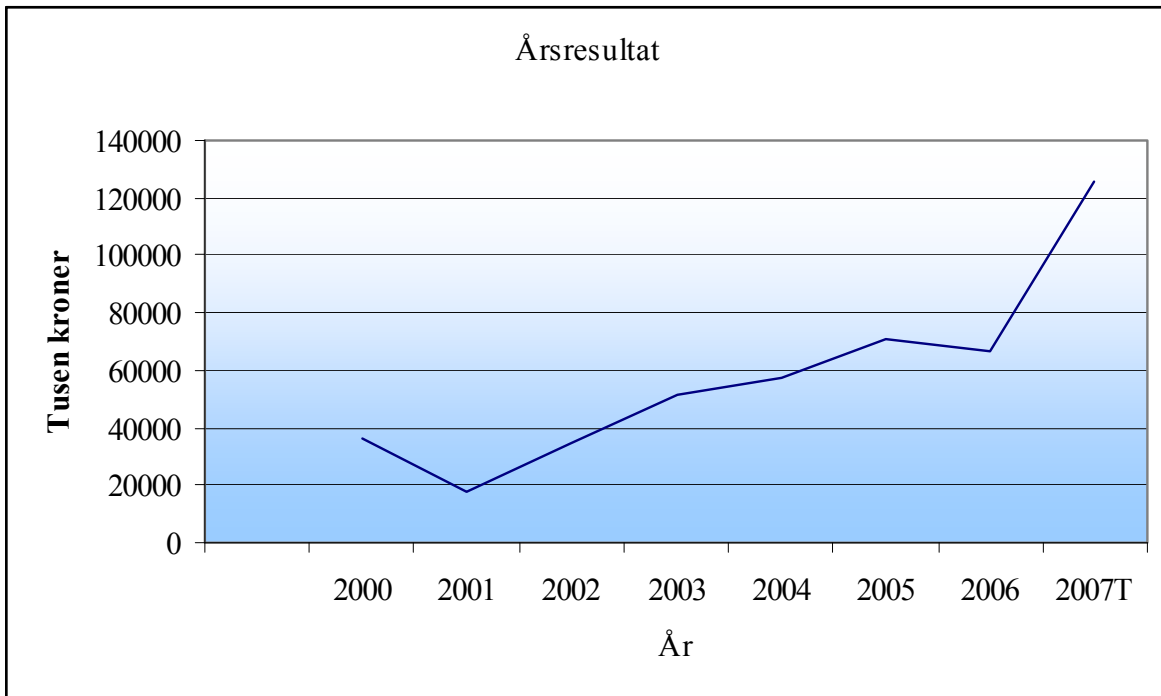
5.2 Presentasjon av rapporterte regnskapstall

Jeg har valgt å benytte tallene for konsernet Adresseavisen og ikke morselskapet Adresseavisen ASA. Dette er fordi det er konsernets tall som helhet som reflekteres i aksjekursen på Oslo Børs, og det er denne verdien jeg ønsker å estimere og sammenligne med markedsprisen.

Perioden jeg har valgt er fra 2001 t.o.m. 2007T. Adresseavisen er et modent selskap og mye skulle derfor tale for å bruke en lengre tidsperiode på 10-12 år. På den andre siden har konsernet forandret seg svært mye de siste 10-12 årene. Det synes derfor fornuftig å velge en mellomlang periode på 7 år.

Det er noen forskjeller i regnskapsregler og regnskapsrapportering fra og med 2004 i forbindelse med overgang til IFRS rapportering, det er imidlertid ikke foretatt noen justeringer i den forbindelse, fordi dette anses å være utenfor avhandlingens hensikt og mål.

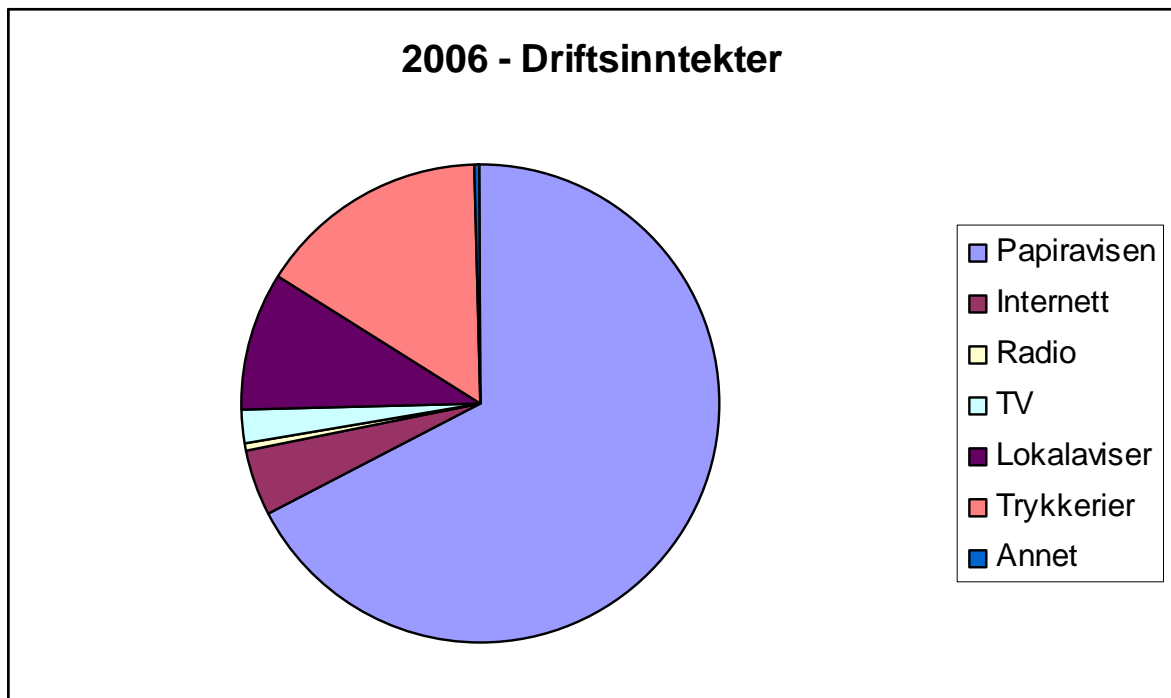
Årsresultatet til Adresseavisen har variert en god del i den valgte perioden fra 2001 til og med 2007 ”trailing”, dette er de fire siste kjente kvartalsresultatene justert for unormale poster (Knivsflå 2006).



Figur 5.2 Utvikling i årsresultatet i perioden

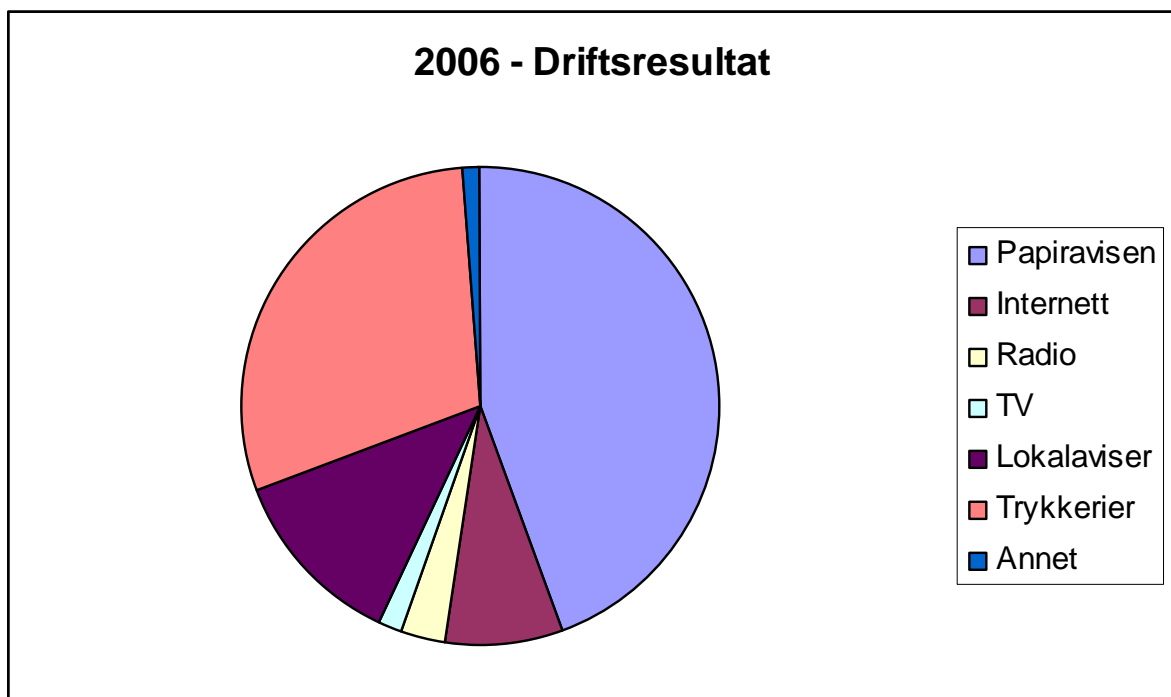
Figuren viser tydelig den positive utviklingen mediehuset har hatt de siste årene. Det har vært over en dobling av årsresultatet fra starten til slutten av perioden. Selskapet ligger også an til et rekordår i 2007, jfr. årsresultatet i 2007T.

Det er litt vanskelig å sammenligne virksomhetsområdene over hele perioden fordi de har endret rapporteringsformat og rutiner. Det er derimot ingen tvil at papiravisen er den dominerende inntektskilden selv om mediehuset etter hvert har fått flere ben å stå på. Dette kommer også tydelig frem av figur 5.3 nedenfor.



Figur 5.3 Driftsinntekter fordelt på virksomhetsområde.

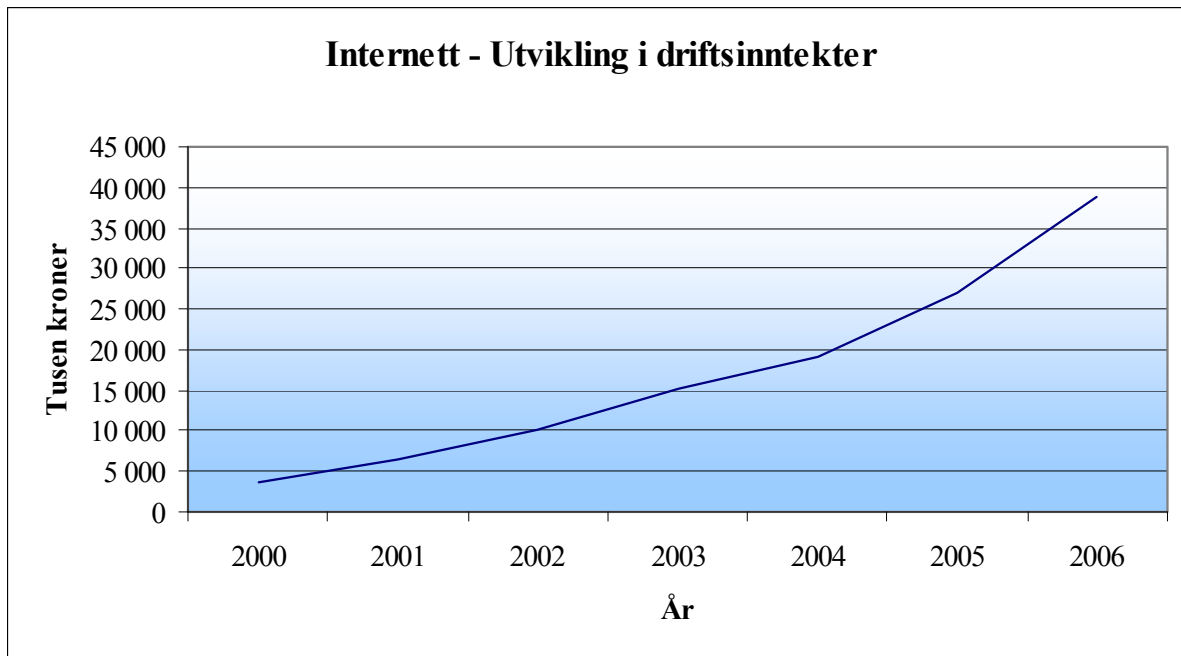
Som nevnt i presentasjonen av Adresseavisen bidrar trykkeriene vesentlig til driftsresultatet hvert eneste år. Dette fremkommer tydelig av figur 5.4 nedenfor.



Figur 5.4 Driftsresultat fordelt på virksomhetsområde.

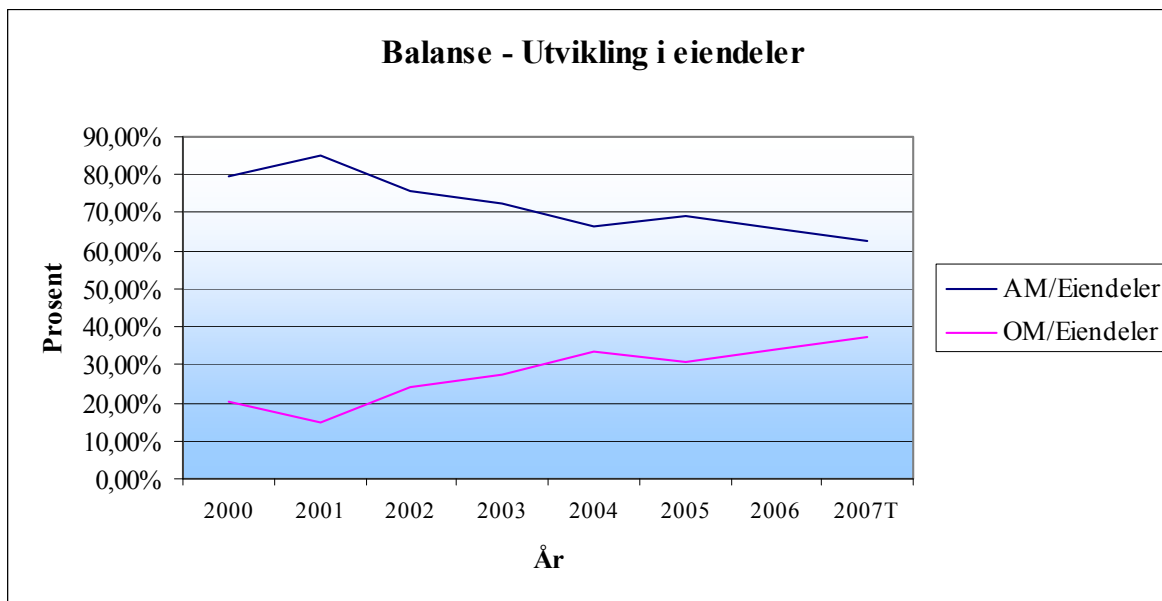
Det er også verdt å nevne at andelen driftsinntekter og driftsresultat fra internett opplever kraftig vekst. Dette er både som følge av den generelle markedsutviklingen og som følge av

en bevisst satsning på området. Utviklingen har vært eksplosiv. Som figuren nedenfor viser har driftsinntektene mange doblet seg de siste seks-syv årene, men fortsatt utgjør driftsinntektene fra internett en beskjeden andel av konsernets samlede driftsinntekter, dette fremkommer av figur 5.3.



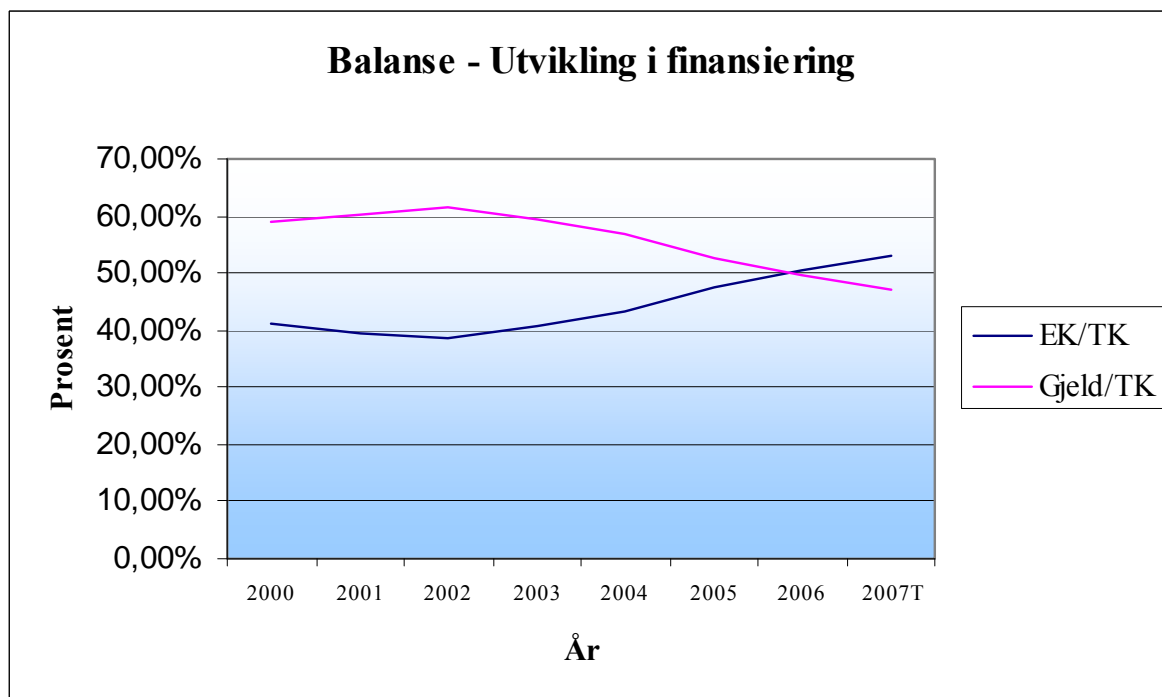
Figur 5.5 Utvikling i driftsinntekter for internett virksomheten

Den rapporterte balansen til mediehuset har holdt seg relativt stabil i perioden. Det relative forholdet mellom anleggsmidler og omløpsmidler viser en trend mot mer av sistnevnte, se figur 5.6. Dette er også fordi det er noen år siden tyngre investeringer i trykkeri ble gjennomført (sist i 1998) og disse blir avskrevet, samtidig med at omløpsmidler øker.



Figur 5.6 Utvikling i eiendeler

Forholdet mellom gjeld og egenkapital har endret seg i løpet av perioden, se figur 5.7. Fra 60 % gjeld i 2000 til under 50 % gjeld i 2007T, det har altså gått fra å være overvekt av gjeld, til å bli overvekt av egenkapital uten at dette har noen dramatiske konsekvenser. Forklaringen på dette er den samme som nevnt ovenfor, de større investeringene i trykkeri ble finansiert mye ved hjelp av gjeld, og er siden redusert gradvis.



Figur 5.7 Utvikling i finansiering

De rapporterte tallene jeg har presentert er hentet fra selskapets publiserte årsrapporter, samt 1. kvartalsrapport 2007. Samtlige av årsregnskapene er reviderte, men 1.kvartalsrapporten 2007 er ikke revidert, men gjør lite utslag på ”trailing” året 2007T. Årene 2000 til og med 2003 er rapportert i henhold til regnskapsloven av 1998. Årene 2004 til og med 2007T er rapportert i henhold til IFRS.

5.3 Omgruppering for regnskapsanalyse

Regnskapet som hittil har vært presentert er slik det er utarbeidet i henhold til regnskapsloven, IFRS etter 2004. For å tilpasse regnskapet til brukeren er det vanlig å omgruppere regnskapet. Jeg skal nå omgruppere regnskapet slik at det er tilpasset investororientert analyse. Jeg vil først omgruppere resultatregnskapet. Her forsøker jeg å skille mellom hva som er driftsrelaterte inntekter og kostnader, og hva som er finansielle inntekter og kostnader. Dette gjør det enklere å se hva rentabiliteten er på de forskjellige områdene. Jeg ønsker også å skille mellom normale og unormale poster. Dette gjør det enklere å se hva som er et normalår og hva som er årets fullstendige resultat. Det normaliserte resultatet vil senere bli brukt når jeg utformer fremtidsregnskapet.

Etter resultatregnskapet omgrupperer jeg balansen. Hensikten er å finne bedriftens evne til å produsere profitt. Også her skilles det mellom drift og finansielle aktiva. I tillegg skilles det mellom sysselsatt kapital fra aksjonærer og kredittinstitusjoner.

Neste steg er å omgruppere kontantstrømanalysen. Her kommer det tydelig frem hva som er driftsmidler og hva som kommer fra finansiering. Kontantstrømanalysen brukes også til å analysere likviditeten i konsernet.

Omgrupperingen gjennomføres ved flytte avsatt utbytte fra kortsiktig gjeld til egenkapital, dette slipper du når regnskapet er utarbeidet etter IFRS (2004-2007T). Utbytte er jo egentlig ikke gjeld, men egenkapital sett fra investors side. Dette er et eksempel på at regnskapet etter regnskapsloven er tilpasset kreditorene. Etter dette finner man dirty surplus. Som tidligere nevnt er dette et brudd på kongruensprinsippet, altså at inntekter og kostnader blir ført direkte mot egenkapital eller ikke regnskapsført. Neste steg er å skille inntektene og kostnadene som er normale og unormale, og mellom drift og finansiering.

5.3.1 Omgruppering av resultatregnskapet

| OMGRUPPERT RESULTATREGNSKAP | | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|--------------------------------------------------|------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Driftsinntekter | DI | 691 403 | 707 540 | 733 680 | 781 334 | 839 456 | 897 187 | 930 437 |
| - Varekostnad | | 125 476 | 121 410 | 117 721 | 128 383 | 143 634 | 154 128 | 158 200 |
| - Lønnskostnad | DK | 317 740 | 322 632 | 326 551 | 346 224 | 372 926 | 381 438 | 368 092 |
| - Ordinær avskrivning | | 57 287 | 56 961 | 53 581 | 48 345 | 50 550 | 50 487 | 51 000 |
| - Annen Driftskostnad | | 148 037 | 147 487 | 157 648 | 166 968 | 180 824 | 205 089 | 188 500 |
| = Driftsresultat | DR | 42 863 | 59 050 | 78 179 | 91 414 | 91 522 | 106 045 | 164 645 |
| - Driftsrelatert Skattekostnad | DSK | 12584 | 17337 | 22953 | 26839 | 26870 | 31134 | 48339 |
| + Netto resultat fra driftstilknyttede selskaper | NDRT | 257 | -6 | 748 | 921 | 1 203 | 2 209 | 0 |
| = Netto driftsresultat | NDR | 30 536 | 41 707 | 55 974 | 65 496 | 65 855 | 77 120 | 116 306 |
| + Netto finansinntekt | NFI | 4 200 | 4 111 | 3 533 | 2 888 | 915 | 9 665 | 11 736 |
| = Nettoresultat til sysselsatt kapital | NRS | 34 735 | 45 819 | 59 507 | 68 384 | 66 770 | 86 785 | 128 042 |
| - Netto finanskostnader | NFK | 8916 | 8299 | 7236 | 6123 | 723 | 5441 | 5400 |
| - Netto minoritetsresultat | NMR | 68 | 43 | 34 | 39 | 0 | 7 | 0 |
| = Nettoresultat til egenkapital | NRE | 25 752 | 37 477 | 52 237 | 62 223 | 66 047 | 81 337 | 122 642 |
| + Unormalt driftsresultat | UNDR | 1 627 | -6 233 | -18 681 | -85 746 | -26 755 | -24 997 | -47 487 |
| + Unormalt finansresultat | UNFR | 0 | -2 190 | -601 | -4 774 | 3 600 | -17 064 | 0 |
| = Fullstendig nettoresultat til EK | FNR | 27 379 | 29 053 | 32 955 | -28 298 | 42 892 | 39 276 | 75 155 |
| - Netto betalt utbytte | NBU | 63 151 | 21 224 | 9 664 | 13 898 | 5 287 | 20 371 | 45 731 |
| = Endring i Egenkapital | ΔEK | -35 772 | 7 829 | 23 291 | -42 196 | 37 605 | 18 905 | 29 424 |

Tabell 5.1 Omgruppert resultatregnskap

Det er tre kategorier av resultater i dette omgrupperte resultatregnskapet. NDR – Netto driftsresultat viser resultatet fra driften etter skatt. NRE – Nettoresultatet til EK viser det normaliserte resultatet etter drift og finansiering (korrigert for skatt). FNR – Fullstendig nettoresultat til EK der også de unormale postene er inkludert. Legger man til NBU, Netto Betalt Utbytte, vil endringen i EK være forklart.

Skatteberegning

For å beregne den normaliserte driftsskattesatsen, regner jeg ut driftsskattesatsen for hvert år og finner gjennomsnittet. For finans er skattesatsen 28 %.

| Skatteberegning | | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|---------------------------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Driftsskattesats | dss | 29,91 % | 31,58 % | 30,16 % | 29,72 % | 30,85 % | 27,44 % | 27,45 % | 27,76 % |
| - Normaliserte driftsskattesats | ndss | 29,36 % | 29,36 % | 29,36 % | 29,36 % | 29,36 % | 29,36 % | 29,36 % | 29,36 % |
| = Driftsskattesatsavviket | dss-ndss | 0,55 % | 2,22 % | 0,80 % | 0,36 % | 1,49 % | -1,92 % | -1,91 % | -1,60 % |

Tabell 5.2 Driftsskattesats

Netto Betalt Utbytte

| Netto Betalt Utbytte | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Avsatt utbytte året før | 26 623 | 28 524 | 27 127 | 28 927 | 32 544 | 36 385 | 40 023 | 45 731 |
| + Kjøp av egne aksjer | 0 | 25 721 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| - Salg av egne aksjer | 0 | 344 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + Kapital uttak | 21 322 | 12 827 | 3 718 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| - Kapital innskudd | 2 380 | 3 577 | 9 621 | 19 263 | 18 646 | 31 098 | 19 652 | 0 |
| = Netto Betalt Utbytte | 45 565 | 63 151 | 21 224 | 9 664 | 13 898 | 5 287 | 20 371 | 45 731 |

Tabell 5.3 Netto Betalt Utbytte

Jeg bruker NBU til å finne dirty surplus.

| Endring i EK | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EK 01.01 | 297 524 | 305 341 | 269 497 | 277 328 | 300 204 | 257 750 | 295 018 | 325 276 |
| + Årsresultat | 35 867 | 17 892 | 34 815 | 51 799 | 57 010 | 71 148 | 66 380 | 125 270 |
| + Dirty surplus | 17 515 | 9 415 | -5 760 | -19 259 | -85 566 | -28 593 | -15 751 | -50 115 |
| - Netto Betalt Utbytte | 45 565 | 63 151 | 21 224 | 9 664 | 13 898 | 5 287 | 20 371 | 45 731 |
| = EK 31.12 | 305 341 | 269 497 | 277 328 | 300 204 | 257 750 | 295 018 | 325 276 | 354 700 |

Tabell 5.4 Endring i EK

Legger jeg sammen det publiserte årsresultatet og dirty surplus finner jeg det fullstendige nettoresultatet i det omgrupperte resultatregnskapet.

| Fullstendig Nettoresultat | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|-----------------------------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Årsresultat | 35 867 | 17 892 | 34 815 | 51 799 | 57 010 | 71 148 | 66 380 | 125 270 |
| + Dirty Surplus | 17 515 | 9 415 | -5 760 | -19 259 | -85 566 | -28 593 | -15 751 | -50 115 |
| = Fullstendig Nettoresultat | 53 382 | 27 307 | 29 055 | 32 540 | -28 556 | 42 555 | 50 629 | 75 155 |

Tabell 5.5 Fullstendig netto resultat

Oppsplitting av Normale/Unormale poster

I tabellen nedenfor er det spesifisert og forklart hva som er normale og unormale poster. De unormale postene er merket med grønt. En unormal post er en resultatpost som kan, men ikke nødvendigvis vil, gjenoppstå i neste periode. Dermed kan man ikke budsjettere med at den vil oppstå i fremtidsregnskapet. Unormale poster i Adresseavisen er gevinst/tap ved salg av eiendeler, omstillingskostnader, finansiell gevinst/tap ved salg av eiendel. For 2006 var unormale driftsinntekter gevinst ved salget av aksjer i Tre Store AS til Fædrelandsvennen på TNOK 963 og unormale driftskostnader var tap på salget av aksjene i Kanal24 på MNOK 16,5 (se tabell 5.6).

| Klassifisering av Normale/Unormale poster | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Unormale Driftsinntekter | 466 | 10 | 0 | 182 | 1704 | 117 | 963 | 0 |
| Sum Driftsinntekter | 677 399 | 691 413 | 707 540 | 733 862 | 783 038 | 839 573 | 898 150 | 930 437 |
| Unormale Driftskostnader | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 16500 | 0 |
| Sum Driftskostnader | 619 388 | 648 540 | 648 490 | 655 501 | 689 920 | 747 934 | 791 142 | 765 792 |
| Driftsresultat før omstillingskostnader | 58 011 | 42 873 | 59 050 | 78 361 | 93 118 | 91 639 | 107 008 | 164 645 |
| Omstillingskostnader | 0 | 10 000 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Driftsresultat | 58 011 | 32 873 | 59 050 | 78 361 | 93 118 | 91 639 | 107 008 | 164 645 |
| Nettoreultat tilknytt selskaper - ordinært | -2 | 257 | -6 | 748 | 921 | 1 203 | 2 209 | 0 |
| Nettoreultat tilknytt selskaper - unormalt | 0 | 0 | 0 | 734 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Finansinntekt – ordinær | 6095 | 5833 | 5710 | 4907 | 4011 | 1271 | 13424 | 16 300 |
| Finanskostnad – ordinær | -13991 | -12383 | -11526 | -10050 | -8504 | -1004 | -7557 | -7 500 |
| Finansinntekt – unormal | 1798 | 0 | 0 | 965 | 0 | 11600 | 0 | 0 |
| Finanskostnad – unormal | 0 | 0 | -3042 | -1800 | -6631 | -6600 | -23700 | 0 |
| Unormalt finansresultat | 1798 | 0 | -3042 | -835 | -6631 | 5000 | -23700 | 0 |
| Netto finansposter | -6 100 | -6 293 | -8 864 | -4 496 | -10 203 | 6 470 | -15 624 | 8 800 |
| Ordinært resultat før skattekostnad | 51 911 | 26 580 | 50 186 | 73 865 | 82 915 | 98 109 | 91 384 | 173 445 |

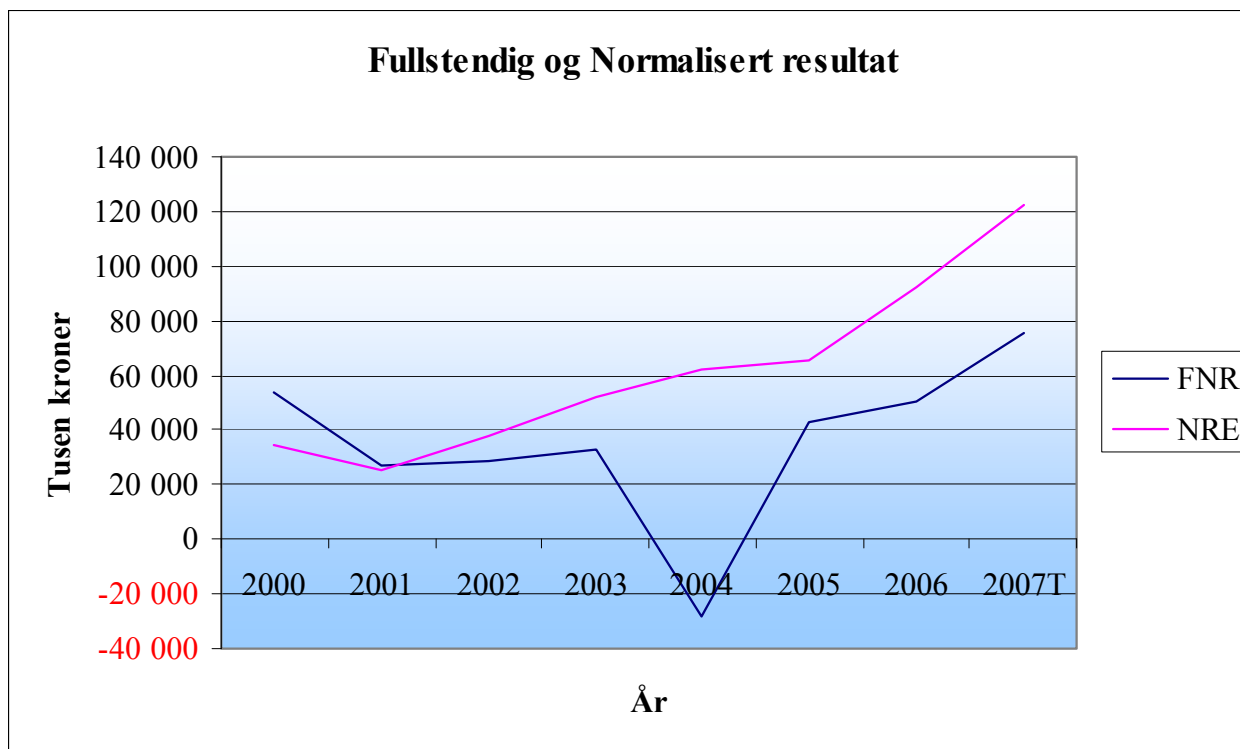
Tabell 5.6 Klassifisering av normale og unormale poster

Benytter man skatteberegningen og klassifiseringen av unormale poster finner man det unormale netto driftsresultat og det unormale finansresultatet. Som nevnt tidligere har jeg definert all dirty surplus nettopp identifisert som driftsrelatert.

| Unormalt netto resultat | | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|--------------------------------------------|---------------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Unormalt driftsresultat | UDR | 466 | -9 990 | 0 | 182 | 1 704 | 117 | -15 537 | 0 |
| - Skatt på unormalt driftsresultat | dss*UDR | 139 | -3 155 | 0 | 54 | 526 | 32 | -4 265 | 0 |
| - Unormal skatt på normalt driftsres. f.s. | (dss-ndss)*DR | 318 | 953 | 473 | 284 | 1 359 | -1 753 | -2 027 | -2 628 |
| + Unormalt nettoreultat fra tilkn. selsk. | UNRT | 0 | 0 | 0 | 734 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + Driftsrelatert Dirty Surplus | DDSP | 17 515 | 9 415 | -5 760 | -19 259 | -85 566 | -28 593 | -15 751 | -50 115 |
| = Unormalt netto driftsresultat | UNDR | 17 523 | 1 627 | -6 233 | -18 681 | -85 746 | -26 755 | -24 997 | -47 487 |
| Unormale finansinntekter | UFI | 1 798 | 0 | 0 | 965 | 0 | 11 600 | 0 | 0 |
| - Unormale finanskostnader | UFK | 0 | 0 | -3 042 | -1 800 | -6 631 | -6 600 | -23 700 | 0 |
| - 28 % skatt på unormalt finansres. | 28 %*NUFR | 503 | 0 | -852 | -234 | -1 857 | 1 400 | -6 636 | 0 |
| + Finansielt surplus | FDSP | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| = Unormalt netto finans resultat | UNFR | 1 295 | 0 | -2 190 | -601 | -4 774 | 3 600 | -17 064 | 0 |

Tabell 5.7 Fullstendig resultat og Normalisert resultat

Trekker man de unormaliserte postene fra det fullstendige resultatet får man det normaliserte resultatet. Det er dette det er best å bruke i fremtidsregnskapet og verdsettelsen.



Figur 5.8 Fullstendig resultat og Normalisert resultat

5.3.2 Omgruppering av balansen

Det er flere måter du kan omgruppere balansen på. Tre måter vil bli presentert.

| OMGRUPPERT BALANSE | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|--------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Immaterielle eiendeler | 7 488 | 4 992 | 2 496 | 0 | 7 088 | 11 350 | 11 142 | 11 300 |
| + Varige driftsmidler | 440 588 | 418 121 | 387 938 | 362 907 | 341 148 | 360 299 | 348 822 | 341 900 |
| + Tilknyttet selskap | 4 982 | 6 824 | 7 160 | 7 768 | 8 689 | 9 868 | 19 487 | 19 352 |
| + Forskuddsbetalt pensjon | 76 455 | 80 782 | 82 334 | 82 238 | 9 189 | 4 846 | 28 487 | 28 289 |
| = Driftsrelaterte Anleggsmidler DAM | 529513 | 510719 | 479928 | 452913 | 366114 | 386363 | 407938 | 400841 |
| Varer | 4 472 | 4 875 | 4 615 | 5 645 | 7 498 | 7 901 | 6 996 | 7 500 |
| + Kundefordringer | 83 288 | 73 670 | 67 934 | 75 993 | 82 869 | 82 918 | 95 740 | 118 111 |
| = Driftsrelaterte Omløpsmidler DOM | 87760 | 78545 | 72549 | 81638 | 90367 | 90819 | 102736 | 125611 |
| = DRIFTSRELATERTE EIENDELER DE | 617273 | 589264 | 552477 | 534551 | 456481 | 477182 | 510674 | 526451 |
| Investeringer i andre aksjer og andeler | 4 585 | 8 417 | 7 902 | 12 550 | 14 893 | 21 168 | 16 470 | 16 356 |
| + Obligasjoner og andre fordringer | 2 901 | 2 918 | 2 586 | 10 100 | 16 857 | 24 469 | 2 320 | 2 304 |
| = Finansielle Anleggsmidler FAM | 7486 | 11335 | 10488 | 22650 | 31750 | 45637 | 18790 | 18659 |
| Andre fordringer | 6 461 | 6 633 | 8 684 | 9 107 | 16 924 | 8 679 | 22 769 | 28 089 |
| + Sum investeringer | 219 | 118 | 1 606 | 2 556 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + Bankinnskudd, kontanter, og lignende | 41 963 | 5 856 | 72 739 | 87 993 | 93 278 | 91 922 | 94 141 | 98 100 |
| = Finansielle Omløpsmidler FOM | 48643 | 12607 | 83029 | 99656 | 110202 | 100601 | 116910 | 126189 |
| = FINANSIELLE EIENDELER FE | 56129 | 23942 | 93517 | 122306 | 141952 | 146238 | 135700 | 144849 |
| = EIENDELER | 673402 | 613206 | 645994 | 656857 | 598433 | 623420 | 646374 | 671300 |

| | | | | | | | | | |
|---------------------------------------------|------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Sum innskutt Egenkapital | | 38 033 | 36 159 | 36 159 | 36 159 | 36 385 | 36 385 | 36 385 | 36 400 |
| + Sum opptjent Egenkapital | | 238 784 | 206 211 | 212 242 | 231 501 | 221 365 | 258 633 | 288 891 | 318 300 |
| + Foreslått utbytte | | 28 524 | 27 127 | 28 927 | 32 544 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| = Egenkapital | EK | 305 341 | 269 497 | 277 328 | 300 204 | 257 750 | 295 018 | 325 276 | 354 700 |
| Minoritetsinteresser | MI | 189 | 312 | 343 | 376 | 417 | 413 | 420 | 400 |
| + Gjeld til kredittinstitusjoner | | 153 617 | 121 005 | 144 698 | 126 871 | 90 313 | 76 382 | 56 236 | 51 400 |
| = Langsiktig finansiell gjeld | LFG | 153 617 | 121 005 | 144 698 | 126 871 | 90 313 | 76 382 | 56 236 | 51 400 |
| Gjeld til kredittinstitusjoner | | 0 | 0 | 0 | 0 | 17 750 | 17 750 | 17 750 | 17 751 |
| + Annen kortsiktig gjeld | | 66 975 | 79 956 | 76 577 | 95 873 | 81 671 | 82 796 | 100 502 | 100 506 |
| = Kortsiktig Finansiell Gjeld | KFG | 66975 | 79956 | 76577 | 95873 | 99421 | 100546 | 118252 | 118 257 |
| Finansiell Gjeld | FG | 220 592 | 200 961 | 221 275 | 222 744 | 189 734 | 176 928 | 174 488 | 169 657 |
| Sum avsetning for forpliktelser | | 73 512 | 65 735 | 60 663 | 59 488 | 58 410 | 51 890 | 59 950 | 60 300 |
| = Langsiktig driftsrelatert gjeld | LDG | 73512 | 65735 | 60663 | 59488 | 58410 | 51890 | 59950 | 60300 |
| Leverandørgjeld | | 17 721 | 16 321 | 17 143 | 20 471 | 30 489 | 28 691 | 29 607 | 29 608 |
| + Betalbar skatt | | 5 800 | 11 065 | 15 174 | 18 326 | 23 425 | 26 839 | 19 273 | 19 274 |
| + Skyldige offentlige avgifter, feriepenger | | 50 247 | 49 315 | 54 068 | 35 248 | 38 208 | 43 641 | 37 360 | 37 361 |
| = Kortsiktig driftsrelatert gjeld | KDG | 73768 | 76701 | 86385 | 74045 | 92122 | 99171 | 86240 | 86243 |
| = DRIFTSRELATERT GJELD | DG | 147280 | 142436 | 147048 | 133533 | 150532 | 151061 | 146190 | 146543 |
| = EK OG GJELD | | 673 402 | 613 206 | 645 994 | 656 857 | 598 433 | 623 420 | 646 374 | 671 300 |

Tabell 5.8 Omgruppert balanse

En måte er å omgruppere i forhold til totalkapitalen og fokusere på skillet mellom drift og finansiering, se tabell 5.8 Her er foreslått utbytte definert som egenkapital, rentebærende gjeld som finansiell gjeld, og ikke rentebærende gjeld definert som driftsrelatert.

| OMGRUPPERT BALANSE (SYS.KAP.) | | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|----------------------------------------|------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| Driftsrelaterte Anleggsmidler | DAM | 529513 | 510719 | 479928 | 452913 | 366114 | 386363 | 407938 | 400841 |
| - Langsiktig driftsrelatert gjeld | LDG | 73512 | 65735 | 60663 | 59488 | 58410 | 51890 | 59950 | 60300 |
| = Netto Anleggskapital | NAK | 456001 | 444984 | 419265 | 393425 | 307704 | 334473 | 347988 | 340541 |
| Driftsrelaterte Omløpsmidler | DOM | 87760 | 78545 | 72549 | 81638 | 90367 | 90819 | 102736 | 125611 |
| - Kortsiktig driftsrelatert gjeld | KDG | 73768 | 76701 | 86385 | 74045 | 92122 | 99171 | 86240 | 86243 |
| = Driftsrelatert Arbeidskapital | DAK | 13992 | 1844 | -13836 | 7593 | -1755 | -8352 | 16496 | 39367 |
| = Netto Driftseiendeler | NDE | 469993 | 446828 | 405429 | 401018 | 305949 | 326121 | 364484 | 379908 |
| Finansielle Anleggsmidler | FAM | 7486 | 11335 | 10488 | 22650 | 31750 | 45637 | 18790 | 18659 |
| + Finansielle Omløpsmidler | FOM | 48643 | 12607 | 83029 | 99656 | 110202 | 100601 | 116910 | 126189 |
| = Finansielle Eiendeler | FE | 56129 | 23942 | 93517 | 122306 | 141952 | 146238 | 135700 | 144849 |
| = SYSSELSATTE EIENDELER | SDE | 526122 | 470770 | 498946 | 523324 | 447901 | 472359 | 500184 | 524757 |
| Egenkapital | EK | 305 341 | 269 497 | 277 328 | 300 204 | 257 750 | 295 018 | 325 276 | 354700 |
| Minoritetsinteresser | MI | 189 | 312 | 343 | 376 | 417 | 413 | 420 | 400 |
| Langsiktig finansiell gjeld | LFG | 153 617 | 121 005 | 144 698 | 126 871 | 90 313 | 76 382 | 56 236 | 51400 |
| Kortsiktig finansiell gjeld | KFG | 66975 | 79956 | 76577 | 95873 | 99421 | 100546 | 118252 | 118257 |
| Finansiell gjeld | FG | 220592 | 200961 | 221275 | 222744 | 189734 | 176928 | 174488 | 169657 |
| SYSSELSATT KAPITAL | SSK | 526 122 | 470 770 | 498 946 | 523 324 | 447 901 | 472 359 | 500 184 | 524757 |

Tabell 5.9 Omgruppert balanse i forhold til sysselsatt kapital

En annen metode har fokus på sysselsatt kapital, se tabell 5.9. Her reduserer man de driftsrelaterte eiendelene med den driftsrelaterte gjelden og får NDE – Netto driftseiendeler.

| OMGRUPPERT BAL. (NET.DRIFTSKAP.) | | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|----------------------------------|------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| NETTO DRIFTSEIENDELER | NDE | 469993 | 446828 | 405429 | 401018 | 305949 | 326121 | 364484 | 379908 |
| Egenkapital | EK | 305 341 | 269 497 | 277 328 | 300 204 | 257 750 | 295 018 | 325 276 | 354700 |
| Minoritetsinteresser | MI | 189 | 312 | 343 | 376 | 417 | 413 | 420 | 400 |
| Finansiell gjeld | FG | 220592 | 200961 | 221275 | 222744 | 189734 | 176928 | 174488 | 169657 |
| - Finansielle eiendeler | FE | 56129 | 23942 | 93517 | 122306 | 141952 | 146238 | 135700 | 144849 |
| = Netto finansiell gjeld | NFG | 164463 | 177019 | 127758 | 100438 | 47782 | 30690 | 38788 | 24808 |
| = NETTO DRIFTS KAPITAL | NDK | 469 993 | 446 828 | 405 429 | 401 018 | 305 949 | 326 121 | 364 484 | 379908 |

Tabell 5.10 Omgruppert balanse i forhold til Netto driftskapital

Den siste av de tre metodene fokuserer på Netto driftseiendeler og Netto driftskapital, se tabell 5.10. Man analyserer forholdet mellom finansielle eiendeler og finansiell gjeld. Definisjonen på en finansiell eiendel er at den ikke er nødvendig for driften, og kan derfor brukes til å nedbetale den finansielle gjelden, om dette er ønskelig.

Jeg bruker omgruppering i forhold til sysselsatt kapital mest i denne oppgaven fordi jeg synes den er mest forenlig med de andre prinsippene og metodene oppgaven bygger på.

5.3.3 Omgruppering av kontantstrømanalysen

For å finne fri kontantstrøm fra drift, og fri kontantstrøm til EK fra drift etter fratrukk av rentekostnader og endringer i eiendeler, må jeg omgruppere kontantstrømanalysen.

| Kontantstrømanalyse (fra drift) | | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|--------------------------------------------------|-------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Netto driftsresultat | NDR | 30 536 | 41 707 | 55 974 | 65 496 | 65 855 | 77 120 | 116 306 |
| + Unormalt netto driftsresultat | UNDR | 1 627 | -6 233 | -18 681 | -85 746 | -26 755 | -24 997 | -47 487 |
| - Endring i netto driftseiendeler | ΔNDE | -23165 | -41399 | -4411 | -95069 | 20172 | 38363 | 15 424 |
| = Fri KS til sysselsatt kapital fra drift | FKSD | 55 328 | 76 873 | 41 704 | 74 819 | 18 928 | 13 760 | 53 395 |
| - Netto finanskostnader | NFK | 8915,76 | 8298,72 | 7236 | 6122,88 | 722,88 | 5441,04 | 5 400 |
| + Endring i finansiell gjeld | ΔFG | -19631 | 20314 | 1469 | -33010 | -12806 | -2440 | -4 831 |
| - Netto minoritetsresultat | NMR | 68 | 43 | 34 | 39 | 0 | 7 | 0 |
| + Endring i minoritetsinteresser | ΔMI | 123 | 31 | 33 | 41 | -4 | 7 | -20 |
| = Fri KS til egenkapital fra drift | FKE | 26 836 | 88 876 | 35 936 | 35 688 | 5 395 | 5 879 | 43 144 |
| - Netto Betalt Utbytte | NBU | 63 151 | 21 224 | 9 664 | 13 898 | 5 287 | 20 371 | 45 731 |
| = Fri KS til finansiell investering | FKFI | -36 315 | 67 652 | 26 272 | 21 790 | 108 | -14 492 | -2 587 |
| + Netto finansinntekter | NFI | 4 200 | 4 111 | 3 533 | 2 888 | 915 | 9 665 | 11 736 |
| + Unormalt netto finansresultat | UNFR | 0 | -2 190 | -601 | -4 774 | 3 600 | -17 064 | 0 |
| = Netto KS til finansiell investering | ΔFE | -32 115 | 69 573 | 29 204 | 19 904 | 4 623 | -21 891 | 9 149 |
| + IB Finansielle eiendeler | IBFE | 56129 | 23942 | 93517 | 122306 | 141952 | 146238 | 135 700 |
| = UB Finansielle eiendeler | UBFE | 24 014 | 93 515 | 122 721 | 142 210 | 146 575 | 124 347 | 144 849 |

Tabell 5.11 Omgruppert kontantstrømanalyse

Her brukes komponenter fra omgruppert resultatregnskap og balanse. Analysen finner fram til forandring i finansielle eiendeler. Jeg vil også benytte denne analysen i forholdstallanalysen.

5.4 Målefeil og justering

Grunnen til at regnskapet blir justert for målefeil er at de driftsrelaterte eiendelene og gjelden skal justeres til korrekt historisk kost for å måle korrekt underliggende internrente. Samtidig skal de finansielle eiendelene og gjelden justeres til virkelig verdi for å regnskapsføre finansiell merverdi.

Justering av regnskapet er ofte vanskelig fordi det er ulike regulerings krav, på grunn av regnskapstilpasning eller på grunn av manipulering. Vanskelige områder er forskning og utvikling, avskrivning, nedskrivning, reverseringer og avsetninger.

5.5 Rammeverk for forholdstallanalyse

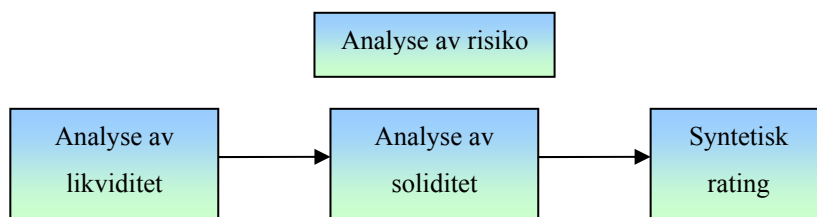
Jeg vil nå se litt på rammeverket for forholdstallsanalysen. Selve analysen kommer i kapittel 6 og 7. Hovedgrunnen for å analysere de finansielle forholdstallene er begrunnet i manglene ved resultatregnskapet, balansen og kontantstrømanalysen. Forholdstallsanalysen er nyttig for å oppdage og fremheve trender i de underliggende økonomiske forholdene i selskapet. Forholdstallene kan også brukes som et grunnlag når man skal sette forutsetninger for verdiberegninger frem i tid.

I de to neste kapitlene vil jeg gå gjennom forholdstallsanalysen i to hoveddeler:

- Risiko og avkastningskrav
- Lønnsomhet og vekst

6. Analyse av risiko og avkastningskrav

I dette kapitlet vil jeg analysere og vurdere Adresseavisens evne til fortsatt drift. Mulighetene for fortsatt drift avhenger i første omgang av den kapitalen selskapet har tilgjengelig, og mulighetene til å generere kapital fra driften til å betjene selskapets gjeld. Slik unngår man konkurs og slik er man sikret videre drift. Rammeverket jeg benytter er som følger:



Figur 6.1 Rammeverk for forholdstallsanalyse – risiko og avkastningskrav

Jeg vil analysere kortsiktig likviditet, langsiktig soliditet og gjennomføre en syntetisk ratingprosess som oppsummerer risikoen i form av en karakter. For å kunne ta stilling til risikoen må man sammenligne selskapet med konkurrenter, samt se på selskapets egen utvikling historisk. Som konkurrenter brukte jeg Stavanger Aftenblad, Fædrelandsvennen og Bergens Tidende i den strategiske analysen. Jeg finner det naturlig å benytte de samme selskapene her. Ved gjennomføringen av forholdstallsanalysen har jeg også regnet ut et tidsvektet gjennomsnitt for å gi et resultat for hver indikator som er mer realistisk enn et rent aritmetisk snitt. Det tidsvektede gjennomsnittet legger mer vekt på de siste observasjonene enn de første:

| År | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Sum |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Vekting | 0,050 | 0,100 | 0,150 | 0,200 | 0,250 | 0,250 | 1,000 |

Tabell 6.1 Tidsvekting

6.1 Analyse av kortsiktig risiko: Likviditetsanalyse

Analysen av kortsiktig risiko brukes for å forstå selskapets finansielle status. Her står det sentralt om bedriften vil kunne dekke den kortsiktige gjelden som forfaller. I utgangspunktet

bør selskapet være i stand til å innfri den kortsiktige gjelden til enhver tid ved å benytte kontanter og andre likvide omløpsmidler.

6.1.1 Likviditetsanalyse

Likviditetsgrad 1

| Likviditetsgrad 1 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Tidsvektet |
|---------------------|------|------|------|------|------|------|------------|
| Adresseavisen | 0,58 | 0,95 | 1,07 | 1,05 | 0,96 | 1,07 | 1,00 |
| Bergens Tidende | 0,90 | 1,09 | 1,22 | 1,29 | 1,18 | 1,25 | 1,20 |
| Fædrelandsvennen | 1,50 | 1,67 | 1,52 | 1,58 | 1,02 | 1,31 | 1,37 |
| Stavanger Aftenblad | 1,85 | 1,79 | 1,71 | 2,12 | 2,07 | 2,10 | 1,99 |
| Bransjen | 1,21 | 1,38 | 1,38 | 1,51 | 1,31 | 1,43 | 1,39 |

Tabell 6.2 Likviditetsgrad 1

Hvor høy likviditetsgrad man bør ha avhenger av bransje. De fleste aviser har tunge investeringer i trykkerier og bygningsmasse. Det er derfor naturlig at avisene har mer anleggsmidler og mindre omløpsmidler i forhold til andre bransjer. Generelt bør man ha en likviditetsgrad på rundt 2 (Boye 2006), men dette er ikke en absolutt regel. Knivsflå (2006) sine analyser viste at selskapene på Oslo Børs hadde en median likviditetsgrad 1 i perioden 1993-2004 på 1,668.

Utviklingen har vært positiv over perioden og fra 2001 til 2006 har forholdstallet nesten doblet seg fra 0,58 til 1,07.

Sammenlignet med bransjen er Adresseavisen derimot ikke så likvid. Adresseavisen er dårligst i klassen hvert eneste år og ligger jevnt under bransjesnittet med cirka 0,3-0,4 hvert år. Vi ser også at bransjesnittet er langt lavere enn medianen på Oslo Børs, og det skyldes nok som nevnt ovenfor at aviser har tunge investeringer i trykkeri og bygninger.

Likviditetsgrad 2

| Likviditetsgrad 2 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Tidsvektet |
|---------------------|------|------|------|------|------|------|------------|
| Adresseavisen | 0,08 | 0,51 | 0,59 | 0,58 | 0,50 | 0,57 | 0,53 |
| Bergens Tidende | 0,46 | 0,63 | 0,73 | 0,81 | 0,65 | 0,70 | 0,69 |
| Fædrelandsvennen | 1,14 | 1,28 | 1,10 | 1,12 | 0,59 | 0,69 | 0,89 |
| Stavanger Aftenblad | 1,40 | 1,34 | 1,29 | 1,61 | 1,48 | 1,55 | 1,48 |
| Bransjen | 0,77 | 0,94 | 0,92 | 1,03 | 0,81 | 0,88 | 0,90 |

Tabell 6.3 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 benytter kun de mest likvide omløpsmidlene.

Utviklingen har vært svært positiv for Adresseavisen i perioden. Med svak likviditet i 2001, gikk de opp i 2002 og har stabilisert seg på omtrent 0,5.

Sammenlignet med bransjen er Adresseavisen også her dårligst hvert eneste år og ligger på omtrent halvparten av bransjegjennomsnittet hele veien.

6.1.2 Rentedeckningsgrad

Rentedeckningsgraden er forholdet mellom nettoresultatet til sysselsatt kapital og netto finanskostnad. Dette viser bedriftens evne til å dekke inn finanskostnadene. Jo høyere rentedeckningsgrad, desto bedre.

| Rentedekningsgrad | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Tidsvektet |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------|
| Adresseavisen | 3,90 | 5,52 | 8,22 | 11,17 | 92,37 | 15,95 | 31,29 |
| Bergens Tidende | 3,61 | 4,16 | 6,96 | 23,15 | 44,84 | 33,04 | 25,74 |
| Fædrelandsvennen | 11,43 | 8,96 | 24,20 | 40,68 | 39,98 | 40,07 | 33,25 |
| Stavanger Aftenblad | 63,45 | Negativ | 192,89 | 237,54 | 286,46 | 118,52 | 180,86 |
| Bransjen | 20,60 | 6,21 | 58,07 | 78,14 | 115,91 | 51,89 | 67,78 |

Tabell 6.4 Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgraden har forbedret seg kraftig for Adresseavisen. Dette er det i all hovedsak to grunner til. For det første har det generelle rentenivået og dermed renten de har betalt på gjelden sin sunket kraftig i observasjonsperioden. For det andre har gjelden til konsernet gått kraftig ned i perioden. Den langsiktige gjelden har gått fra 150 millioner i 2001 til 50 millioner i 2007T.

Sammenlignet med bransjen har Adresseavisen en dårlig rentedeckningsgrad. Det er likevel vanskelig å sammenligne disse forholdstallene for de ulike konkurrentene direkte med hverandre. Både Fædrelandsvennen og Stavanger Aftenblad har relativt lav gjeld, sistnevnte tilnærmet null. Adresseavisen og Bergens Tidende derimot har en god del som følge av lånefinansierte investeringer i nye trykkerier på slutten av 1990-tallet.

6.1.3 Kontantstrømanalyse med vekt på likviditet

For å bistå forholdstallene jeg nettopp har beregnet er det ofte nyttig å bruk en omgruppert kontantstrømanalyse.

| Kontantstrømanalyse (fra drift) | | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|--------------------------------------------------|-------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Netto driftsresultat | NDR | 30 536 | 41 707 | 55 974 | 65 496 | 65 855 | 77 120 | 116 306 |
| + Unormalt netto driftsresultat | UNDR | 1 627 | -6 233 | -18 681 | -85 746 | -26 755 | -24 997 | -47 487 |
| - Endring i netto driftseiendeler | ΔNDE | -23 165 | -41 399 | -4 411 | -95 069 | 20 172 | 38 363 | 15 424 |
| = Fri KS til sysselsatt kapital fra drift | FKSD | 55 328 | 76 873 | 41 704 | 74 819 | 18 928 | 13 760 | 53 395 |
| - Netto finanskostnader | NFK | 8 916 | 8 299 | 7 236 | 6 123 | 723 | 5 441 | 5 400 |
| + Endring i finansiell gjeld | ΔFG | -19 631 | 20 314 | 1 469 | -33 010 | -12 806 | -2 440 | -4 831 |
| - Netto minoritetsresultat | NMR | 68 | 43 | 34 | 39 | 0 | 7 | 0 |
| + Endring i minoritetsinteresser | ΔMI | 123 | 31 | 33 | 41 | -4 | 7 | -20 |
| = Fri KS til egenkapital fra drift | FKE | 26 836 | 88 876 | 35 936 | 35 688 | 5 395 | 5 879 | 43 144 |
| - Netto Betalt Utbytte | NBU | 63 151 | 21 224 | 9 664 | 13 898 | 5 287 | 20 371 | 45 731 |
| = Fri KS til finansiell investering | FKFI | -36 315 | 67 652 | 26 272 | 21 790 | 108 | -14 492 | -2 587 |
| + Netto finansinntekter | NFI | 4 200 | 4 111 | 3 533 | 2 888 | 915 | 9 665 | 11 736 |
| + Unormalt netto finansresultat | UNFR | 0 | -2 190 | -601 | -4 774 | 3 600 | -17 064 | 0 |
| = Netto KS til finansiell investering | ΔFE | -32 115 | 69 573 | 29 204 | 19 904 | 4 623 | -21 891 | 9 149 |
| + IB Finansielle eiendeler | IBFE | 56 129 | 23 942 | 93 517 | 122 306 | 141 952 | 146 238 | 135 700 |
| = UB Finansielle eiendeler | UBFE | 24 014 | 93 515 | 122 721 | 142 210 | 146 575 | 124 347 | 144 849 |

Tabell 6.5 Kontantstrømanalyse med vekt på likviditet

Konsernet har hatt en positiv utvikling i netto driftsresultat i hele perioden. De store beløpene i unormalt netto driftsresultat skyldes i all hovedsak driftsrelatert ”dirty surplus”. Dette har også ført til en svekkelse i KS til SSK i perioden. I takt med nedbetaling av gjeld og synkende rentenivå har også finanskostnadene sunket. Det store unormale finansresultatet i 2006 skyldes som nevnt tidligere tapet ved salget av aksjene i Kanal24. Adresseavisen har for øvrig en god trend i sin kontantstrøm.

6.2 Analyse av langsiktig risiko: Soliditetsanalyse

For å kunne vurdere soliditeten til en bedrift må man analysere hvordan bedriften er finansiert. Slik vurderer vi den langsiktige risikoen og potensialet for avkastning. Soliditetsanalysen sier derfor noe om bedriftens evne til å overleve i et lengre perspektiv.

6.2.1 Egenkapitalprosent

Jeg har i tabellen nedenfor regnet andelen egenkapital i forhold til total kapitalen. Det er flere alternative måter å regne ut egenkapitalprosent på, men jeg foretrekker denne.

| Egenkapitalprosent | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Tidsvektet |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------|
| Adresseavisen | 0,44 | 0,43 | 0,46 | 0,43 | 0,47 | 0,50 | 0,46 |
| Bergens Tidende | 0,42 | 0,41 | 0,45 | 0,46 | 0,54 | 0,58 | 0,50 |
| Fædrelandsvennen | 0,61 | 0,62 | 0,60 | 0,59 | 0,56 | 0,58 | 0,59 |
| Stavanger Aftenblad | 0,74 | 0,66 | 0,64 | 0,55 | 0,54 | 0,50 | 0,57 |
| Bransjen | 0,55 | 0,53 | 0,54 | 0,51 | 0,53 | 0,54 | 0,53 |

Tabell 6.6 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten har i perioden vært veldig stabil og holdt seg mellom 43 og 50 %. Den tidsvektede er 46 % for Adresseavisen. Sammenligner man dette med medianen på Oslo Børs på 37,9 % (Knivsflå 2006) kommer Adresseavisen positivt ut.

Også resten av bransjen er stabil i observasjonsperioden. Den tidsvektede prosenten for bransjen er 53 %. Adresseavisen ligger således noe under bransjesnittet. Dette skyldes som tidligere nevnt at Fædrelandsvennen og Stavanger Aftenblad er forholdsmessig mer egenkapitalfinansiert enn sine konkurrenter i Bergen og Trondheim.

6.2.2 Statisk finansieringsanalyse

Fokuset i denne analysen er å se på hvordan eiendelene er finansiert. Desto raskere kurven med tall går mot bunnen av tabellen, desto mindre risikabel er finansieringen. Altså jo mer egenkapital og langsiktig gjeld, desto bedre er finansieringen av bedriften.

| | 2001 | EK | MI | LDG | LFG | KDG | KFG |
|------------|-------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| DAM | 510 719 | 269 497 | 312 | 65 735 | 121 005 | 54 170 | |
| FAM | 11 335 | | | | | 11335 | |
| DOM | 78 545 | | | | | 11196 | 67349 |
| FOM | 12 607 | | | | | | 12607 |
| TK | 613206 | 269497 | 312 | 65735 | 121005 | 76701 | 79956 |

Tabell 6.7 Statisk finansieringsanalyse 2001

| | 2002 | EK | MI | LDG | LFG | KDG | KFG |
|------------|-------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| DAM | 479 928 | 277 328 | 343 | 60 663 | 141594 | | |
| FAM | 10 488 | | | | 3104 | 7384 | |
| DOM | 72 549 | | | | | 72549 | |
| FOM | 83 029 | | | | | 6452 | 76577 |
| TK | 645994 | 277328 | 343 | 60663 | 144698 | 86385 | 76577 |

Tabell 6.8 Statisk finansieringsanalyse 2002

| | 2003 | EK | MI | LDG | LFG | KDG | KFG |
|-----|---------|---------|-----|--------|--------|-------|-------|
| DAM | 452 913 | 300 204 | 376 | 59 488 | 92845 | | |
| FAM | 22 650 | | | | 22650 | | |
| DOM | 81 638 | | | | 11376 | 70262 | |
| FOM | 99 656 | | | | | 3783 | 95873 |
| TK | 656857 | 300204 | 376 | 59488 | 126871 | 74045 | 95873 |

Tabell 6.9 Statisk finansieringsanalyse 2003

| | 2004 | EK | MI | LDG | LFG | KDG | KFG |
|-----|---------|---------|-----|--------|--------|-------|-------|
| DAM | 366 114 | 257 750 | 417 | 58 410 | 49537 | | |
| FAM | 31 750 | | | | 31750 | | |
| DOM | 90 367 | | | | 26776 | 63591 | |
| FOM | 110 202 | | | | | 28531 | 81671 |
| TK | 598433 | 257750 | 417 | 58410 | 108063 | 92122 | 81671 |

Tabell 6.10 Statisk finansieringsanalyse 2004

| | 2005 | EK | MI | LDG | LFG | KDG | KFG |
|-----|---------|---------|-----|--------|--------|-------|--------|
| DAM | 386 363 | 295 018 | 413 | 51 890 | 39 042 | | |
| FAM | 45 637 | | | | 37340 | 8297 | |
| DOM | 90 819 | | | | | 90819 | |
| FOM | 100 601 | | | | | 55 | 100546 |
| TK | 623420 | 295018 | 413 | 51890 | 76382 | 99171 | 100546 |

Tabell 6.11 Statisk finansieringsanalyse 2005

| | 2006 | EK | MI | LDG | LFG | KDG | KFG |
|-----|---------|---------|-----|--------|-------|-------|--------|
| DAM | 407 938 | 325 276 | 420 | 59 950 | 22292 | | |
| FAM | 18 790 | | | | 18790 | | |
| DOM | 102 736 | | | | 15154 | 86240 | 1342 |
| FOM | 116 910 | | | | | | 116910 |
| TK | 646374 | 325276 | 420 | 59950 | 56236 | 86240 | 118252 |

Tabell 6.12 Statisk finansieringsanalyse 2006

| | 2007T | EK | MI | LDG | LFG | KDG | KFG |
|-----|---------|---------|-----|--------|-------|-------|--------|
| DAM | 400 841 | 354 700 | 400 | 45 741 | | | |
| FAM | 18 659 | | | 14559 | 4100 | | |
| DOM | 125 611 | | | | 47300 | 78311 | |
| FOM | 126 189 | | | | | 7932 | 118257 |
| TK | 671300 | 354700 | 400 | 60300 | 51400 | 86243 | 118257 |

Tabell 6.13 Statisk finansieringsanalyse 2007T

Analysen viser at avisen har mye gjeld og at kurven går relativt sent mot bunnen for alle årene. Dette gjelder spesielt 2001 og 2006. Utviklingen har vært likevel vært positiv over observasjonsperioden og viser både at bedriften er flink til å finansiere investeringene sine, samt unngår finansielle kriser. Dette gjelder spesielt 2002 og 2003 som var år med dårlige konjunkturer.

6.3 Syntetisk rating

Syntetisk rating sier noe om hvilken risikopremie en bank eller annen finansieringsinstitusjon bør legge på den generelle markedsrenten. Jeg vil benytte Standard & Poor (S&P) sin metode. S&P ser på rentedekningsgraden, soliditetsanalysen og egenkapitalrentabiliteten. Disse verdiene gjør en i stand til å sette en syntetisk rating. Denne ratingen bestemmer igjen premien.

| | |
|--------------------------------------------|-----|
| Investment Grade | AAA |
| | AA |
| | A |
| | BBB |
| Non-Investment Grade ("junk bonds") | BB |
| | B |
| | CCC |
| | CC |
| | C |
| | CI |
| | R |
| | SD |
| | D |
| | NR |

Tabell 6.14 Standard & Poor's rating karakterer

Som tabellen viser går karakterene fra AAA til NR (Not Rated). Jo lengre ned på listen bedriften havner jo høyere rente må de betale på lån, fordi det er høyere risiko for konkurs. Det er et klart skille mellom "investment grade" og "junk bonds". Ratingen vil også være avgjørende for avkastningskravet til egenkapital, som jeg skal se nærmere på i neste kapittel.

| Syntetisk rating | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Likviditetsgrad 1 | 0,58 | 0,95 | 1,07 | 1,05 | 0,96 | 1,07 |
| Rentedekningsgrad | 3,90 | 5,52 | 8,22 | 11,17 | 92,37 | 15,95 |
| Egenkapitalprosent | 0,44 | 0,43 | 0,46 | 0,43 | 0,47 | 0,50 |
| Netto driftsrentabilitet | 0,069 | 0,103 | 0,149 | 0,204 | 0,233 | 0,251 |
| Rating resultat | BB | BBB | A- | A- | A | A |
| Kreditrisikopremie | 0,025 | 0,016 | 0,014 | 0,014 | 0,013 | 0,013 |

Tabell 6.15 Syntetisk rating

Resultatet av ratingen viser karakterer mellom BBB og A. Likeledes med de andre forholdstallene viser konsernet en positiv utvikling. Med en rating på A, som konsernet har per i dag, er sannsynligheten for konkurs det neste året 0,24 % ifølge Standard & Poor's, se

Appendiks 2. Også den syntetiske ratingen viser altså at Adresseavisen er en trygg bedrift med veldig liten risiko for konkurs.

Nå skal jeg se nærmere på avkastningskravet til egenkapital.

6.4 Avkastningskrav

For å kunne beregne en verdi på selskapet må man sette et avkastningskrav. Dette avkastningskravet har stor betydning for verdsettelsen og er derfor svært viktig. I virkeligheten settes avkastningskravet i markedet ved at hver enkelt investor har ulike preferanser med hensyn til avkastning og risiko. Samlet danner de markedets avkastningskrav. Et avkastningskrav er definert som avkastningen en investor må ha for å kompensere for tidsverdien av penger og risikoen investeringen innebærer (Penman 2006). Jo høyere risiko, jo høyere vil avkastningskravet være. Jeg vil benytte kapitalverdimodellen (CAPM) for å sette avkastningskravet jeg skal bruke i verdsettelsen.

6.4.1 Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen illustrerer forholdet mellom avkastning og risiko. Som nevnt ovenfor er en av forutsetningene at investorer ønsker høyere avkastning hvis de tar høyere systematisk risiko. Dette er risiko som ikke kan diversifiseres bort, noe jeg vil komme tilbake til. En annen viktig forutsetning er at usystematisk risiko kan diversifiseres bort, og investorer derfor ikke vil bli belønnet for å ta på seg denne unødvendige risikoen. Risiko er definert som kovariansen til en aksje sin avkastning i forhold til markedets. Formelen til kapitalverdimodellen er:

$$\text{EK krav} = r_f + (E(r_m) - r_f) * \beta$$

r_f er den risikofrie renten

$(E(r_m) - r_f)$ er risikopremien for hele markedet (utover r_f)

β er den systematiske risikoen, markedets beta = 1.

Adresseavisens β siste 12 måneder er ifølge Dagens Næringsliv 0,02.

Justert β i henhold til Merill Lynch (Knivsflå 2006) blir dermed

$$(2/3)*0,02 + (1/3)*1,00 = 0,35$$

6.4.2 Den risikofrie renten

Verdipapirer med null risiko vil ha en avkastning på linje med den risikofrie renten. I Norge er det normalt å benytte 3 måneders NIBOR (Norwegian Inter Bank Offered Rate) renten. Den representerer en tilnærmet risikofri rente. Det er åpenbart også av denne beregningen at det har vært et ekstremt lavt rentenivå i 2004 og 2005 og jeg tar høyde for at dette vil stige ytterligere i tråd med Norges Bank sine mål (Norges Bank 2006). Dette vil jeg gå nærmere inn på i kapittel 8, Fremtidsregnskapet.

| Risikofrirente | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Niborrente (3 måneder) | 0,072 | 0,069 | 0,041 | 0,020 | 0,022 | 0,031 | 0,034 |
| - Skatt (28 %) | 0,020 | 0,019 | 0,011 | 0,006 | 0,006 | 0,009 | 0,009 |
| = Risikofrirente etter skatt | 0,052 | 0,050 | 0,029 | 0,014 | 0,016 | 0,022 | 0,024 |

Tabell 6.16 Beregning av risikofri rente

6.4.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er altså avkastningen markedet har hatt historisk over den risikofrie renten. Thore Johnsen har gjennomført en del empiriske undersøkelser på dette området, over mange år, dette for å utjevne svingninger, i perioden fra 1900 til 2005. Johnsen fant at risikopremien i denne perioden var 5 % (Knivsflå 2006). Jeg vil benytte dette anslaget i min beregning av avkastningskravet.

6.4.4 Likviditetspremie

Likviditetspremie er noe man legger til kapitalverdimodellen hvis aksjen ikke er likvid, det vil si lett å få omsatt til kontanter. Adresseavisen inngår i den såkalte OB Standard indeksen på Oslo Børs, dette er store selskaper, men som ikke er like likvide som selskapene på OBX indeksen. Aksjen er dessverre en av de minst likvide på børsen og er sjelden omsatt. Det er flere grunner til dette. En av de viktigste grunnene er at det er noen få dominerende eiere som er lite aktive i handelen av aksjen. I det siste har det også vært mye som har skjedd i kulissene rundt mediehuset og dette har nok også bidratt til at aksjene har vært mindre

omsatt. Mange investorer har trolig villet vente på en avklaring av Media Norge saken før de har kjøpt eller solgt aksjer i Adresseavisen.

Ut i fra de nevnte forhold vil jeg skjønsmessig sette likviditetspremien til 3 %. Ved å kjøpe aksjen, vil man risikere å sitte med aksjen på grunn av mangel på kjøpere. Dette risikerer du aldri ved kjøp av aksjer i Orkla eller DnBNOR.

6.4.5 Avkastningskravet til egenkapitalen i perioden 2001-2007T

Gjennomsnittlig egenkapitalkrav med de forutsetningene jeg har satt.

| Egenkapitalkrav | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | Gj.snitt |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|
| Niborrente, 3 måneder | 0,072 | 0,069 | 0,041 | 0,020 | 0,022 | 0,031 | 0,034 | 0,041 |
| - Skatt, 28 % | 0,020 | 0,019 | 0,011 | 0,006 | 0,006 | 0,009 | 0,009 | 0,012 |
| = Risikofri rente etter skatt | 0,052 | 0,050 | 0,029 | 0,014 | 0,016 | 0,022 | 0,024 | 0,030 |
| + Justert beta | | | | | | | | 0,347 |
| * Risikopremie etter skatt | 0,050 | 0,050 | 0,050 | 0,050 | 0,050 | 0,050 | 0,050 | 0,050 |
| + Likviditetspremie | 0,030 | 0,030 | 0,030 | 0,030 | 0,030 | 0,030 | 0,030 | 0,030 |
| = Egenkapitalkrav | | | | | | | | 0,077 |

Tabell 6.17 Gjennomsnittlig EKK

Gjennomsnittlig egenkapitalkrav i henhold til kapitalverdimodellen blir altså 7,7 % og dette vil jeg benytte i verdsettelsen.

6.4.6 Historisk avkastningskrav til egenkapitalen 2001-2007T

Ved å finne det vektete avkastningskravet til de forskjellige kildene til kapital kan jeg beregne de historiske avkastningskravene til egenkapitalen i Adresseavisen. For å kunne beregne dette må jeg først finne kravet til avkastning til netto finansiell gjeld og kravet til avkastning på minoritetsinteressen. Slik kan jeg beregne kravet til avkastning på netto driftskapital, som er det samme som den vektete summen av kravet til EK, MI og NFG.

Avkastningskravet til minoritetsinteressen er funnet skjønsmessig ved å bruke avkastningskravet til EK (7,7 %) og legge på en ekstra illikviditetspremie. Dette fordi disse aksjene ikke er notert på Oslo børs og derfor er vanskeligere å få omsatt enn børsnoterte aksjer. Premien er satt skjønsmessig til 2 % og avkastningskravet til MI blir derfor 9,7 %.

Avkastningskravet til finansiell gjeld finner jeg ved å legge til en kredittrisikopremie på den risikofrie renten. Kredittrisikopremien er begrunnet i den syntetiske scoren jeg fant i kapittel 5.

| Krav til finansiell gjeld | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|-----------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| Syntetisk rating | BB | BBB | A- | A- | A | A | A |
| Risikofrirente etter skatt | 0,0521 | 0,0498 | 0,0294 | 0,0144 | 0,0160 | 0,0223 | 0,0243 |
| + Kredittrisikopremie | 0,0250 | 0,0160 | 0,0140 | 0,0140 | 0,0130 | 0,0130 | 0,0130 |
| Krav til avkastning på finansiell gjeld | 0,0771 | 0,0658 | 0,0434 | 0,0284 | 0,0290 | 0,0353 | 0,0373 |

Tabell 6.18 Krav til finansiell gjeld

Ved å vekte de ulike eiendelene i henhold til likviditet finner jeg kravet til avkastning på finansielle eiendeler. Kontanter er svært likvide og måles mot risikofrirente, fordringer og gjeld er mindre likvid og måles mot gjeldsrenten. Investeringene måles mot risikofrirente pluss risikopremien.

| Krav til finansielle eiendeler | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | Gj.sn. |
|---------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|---------------|
| Kontanter | 5 856 | 72 739 | 87 993 | 93 278 | 91 922 | 94 141 | 98 100 | |
| + Finansielle fordringer | 6 633 | 8 684 | 9 107 | 16 924 | 8 679 | 22 769 | 28 089 | |
| + Investeringer | 11 453 | 12 094 | 25 206 | 31 750 | 45 637 | 18 790 | 18 659 | |
| = FE | 23942 | 93517 | 122306 | 141952 | 146238 | 135700 | 144849 | |
| Kontantkrav | 0,052 | 0,050 | 0,029 | 0,014 | 0,016 | 0,022 | 0,024 | 0,030 |
| * Kontantvekt | 0,24 | 0,78 | 0,72 | 0,66 | 0,63 | 0,69 | 0,68 | 0,63 |
| + Finansielt fordringskrav | 0,077 | 0,066 | 0,043 | 0,028 | 0,029 | 0,035 | 0,037 | 0,045 |
| * Fordringsvekt | 0,28 | 0,09 | 0,07 | 0,12 | 0,06 | 0,17 | 0,19 | 0,14 |
| + Investeringskrav | 0,102 | 0,100 | 0,079 | 0,064 | 0,066 | 0,072 | 0,074 | 0,080 |
| * Investeringsvekt | 0,48 | 0,13 | 0,21 | 0,22 | 0,31 | 0,14 | 0,13 | 0,23 |
| = Krav til finansielle eiendeler | 0,083 | 0,058 | 0,041 | 0,027 | 0,032 | 0,031 | 0,033 | |

Tabell 6.19 Krav til finansielle eiendeler

Ved å vekte FGK og FEK finner jeg kravet til netto finansiell rente.

| Krav til netto finansiell rente | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|----------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| Krav til finansiell gjeld | 0,077 | 0,066 | 0,043 | 0,028 | 0,029 | 0,035 | 0,037 |
| * FG/NFG | 1,135 | 1,732 | 2,218 | 3,971 | 5,765 | 4,499 | 6,839 |
| - Krav til finansielle eiendeler | 0,083 | 0,058 | 0,041 | 0,027 | 0,032 | 0,031 | 0,033 |
| * FE/NFG | 0,135 | 0,732 | 1,218 | 2,971 | 4,765 | 3,499 | 5,839 |
| = Krav til netto finansiell rente | 0,076 | 0,072 | 0,047 | 0,032 | 0,013 | 0,049 | 0,061 |

Tabell 6.20 Krav til netto finansiell rente

Kravet til nettodriftskapital blir funnet ved hjelp av de andre.

| Krav til NDK | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | Gjennomsnitt |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|---------------------|
| Egenkapitalkrav | EKK | EKK | EKK | EKK | EKK | EKK | EKK | 0,077 |
| * Vekt (EK/NDK) | 0,603 | 0,684 | 0,749 | 0,842 | 0,905 | 0,892 | 0,934 | 0,801 |
| + Minoritetskrav | EKK+0,02 | EKK+0,02 | EKK+0,02 | EKK+0,02 | EKK+0,02 | EKK+0,02 | EKK+0,02 | 0,097 |
| * Vekt (MI/NDK) | 0,001 | 0,001 | 0,001 | 0,001 | 0,001 | 0,001 | 0,001 | 0,001 |
| + NFG | 0,076 | 0,072 | 0,047 | 0,032 | 0,013 | 0,049 | 0,061 | 0,050 |
| * Vekt (NFG/NDK) | 0,396 | 0,315 | 0,250 | 0,156 | 0,094 | 0,106 | 0,065 | 0,198 |
| = Netto driftskrav | NDK | NDK | NDK | NDK | NDK | NDK | NDK | 0,072 |

Tabell 6.21 Krav til netto driftskapital

Ved å beregne det veide avkastningskravet til nettodrift kapital til 7,2 % så setter dette de nødvendige vilkårene for at vi kan få beregnet EKK for hvert av årene i perioden, jfr. Miller & Modigliani teorien. Kapitalkostnaden for drift er alternativkostnaden for selskapets kapital, og selskapets verdi er uavhengig av hvordan det blir finansiert. Selskapsverdien blir bestemt av selskapets eiendeler og ikke av om det er finansiert med egenkapital eller gjeld. Kravet til NDK kan holdes konstant over perioden. Avkastningskravene til EK blir derfor:

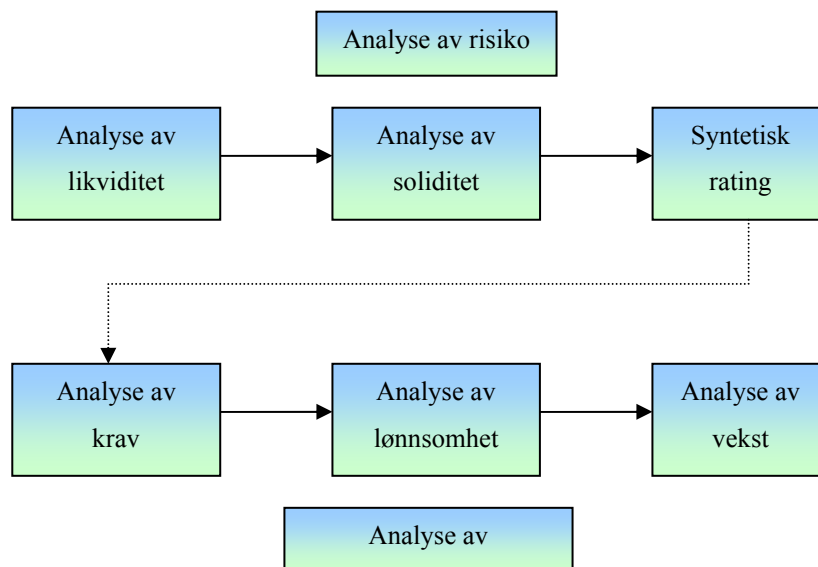
| Krav til Netto driftskapital | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | Gjennomsnitt |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|---------------------|
| Egenkapitalkrav | 0,069 | 0,072 | 0,080 | 0,079 | 0,078 | 0,074 | 0,072 | 0,077 |
| * Vekt (EK/NDK) | 0,603 | 0,684 | 0,749 | 0,842 | 0,905 | 0,892 | 0,934 | 0,801 |
| + Minoritetskrav | 0,089 | 0,092 | 0,100 | 0,099 | 0,098 | 0,094 | 0,092 | 0,097 |
| * Vekt (MI/NDK) | 0,001 | 0,001 | 0,001 | 0,001 | 0,001 | 0,001 | 0,001 | 0,001 |
| + Netto finansielt gjeldskrav | 0,076 | 0,072 | 0,047 | 0,032 | 0,013 | 0,049 | 0,061 | 0,050 |
| * Vekt (NFG/NDK) | 0,396 | 0,315 | 0,250 | 0,156 | 0,094 | 0,106 | 0,065 | 0,198 |
| = Netto driftskrav | 0,072 | 0,072 | 0,072 | 0,072 | 0,072 | 0,072 | 0,072 | 0,072 |

Tabell 6.22 Krav til NDK og EKK

Kravet til egenkapitalen ligger mellom 6,9 % og 8,0 % og er relativt stabilt. Jeg vil nå analysere om selskapets rentabilitet møter kravene.

7. Analyse av lønnsomhet og vekst

I dette kapitlet skal jeg vurdere Adresseavisens evne til å skape profitt. Sammensetningen av rentabiliteten vil bli gjennomgått og veksten i egenkapital vil bli analysert. Den faktiske rentabiliteten vil videre bli sammenlignet med avkastningskravene som ble satt opp i kapittel 6, og også sammenlignet med bransjen. Rammeverket bygger derfor på det som ble brukt i kapittel 6 og ser slik ut:



Figur 7.1 Rammeverk for forholdstallsanalyse – lønnsomhet og vekst

7.1 Analyse av rentabilitet – dekomponering

7.1.1 Egenkapitalrentabilitet

Hensikten med oppgaven er å finne verdien på egenkapitalen i konsernet Adresseavisen. For å måle verdi, må vi undersøke lønnsomheten, altså egenkapitalrentabiliteten. Hvor mye penger tjener man på dem man har investert? Egenkapitalrentabiliteten kan videre oppsplittes slik at man ser på kildene til lønnsomheten. Dette vil bli studert senere i dette kapitlet.

| EK Rentabilitet | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Tidsvektet |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------|
| Adresseavisen | 0,094 | 0,147 | 0,199 | 0,251 | 0,271 | 0,302 | 0,243 |
| Bergens Tidende | 0,072 | 0,082 | 0,133 | 0,193 | 0,305 | 0,233 | 0,205 |
| Fædrelandsvennen | 0,065 | 0,070 | 0,133 | 0,161 | 0,195 | 0,216 | 0,165 |
| Stavanger Aftenblad | 0,089 | -0,082 | 0,144 | 0,180 | 0,273 | 0,250 | 0,185 |
| Bransjen | 0,080 | 0,054 | 0,152 | 0,196 | 0,261 | 0,250 | 0,199 |

Tabell 7.1 Egenkapitalrentabilitet for Adresseavisen og bransjen.

Observasjonene viser at Adresseavisen har en høyere EKR enn bransjen i samtlige år. Adresseavisen oppnår en tidsvektet EKR på 24,3 %, mens bransjen kun oppnår 19,9 %.

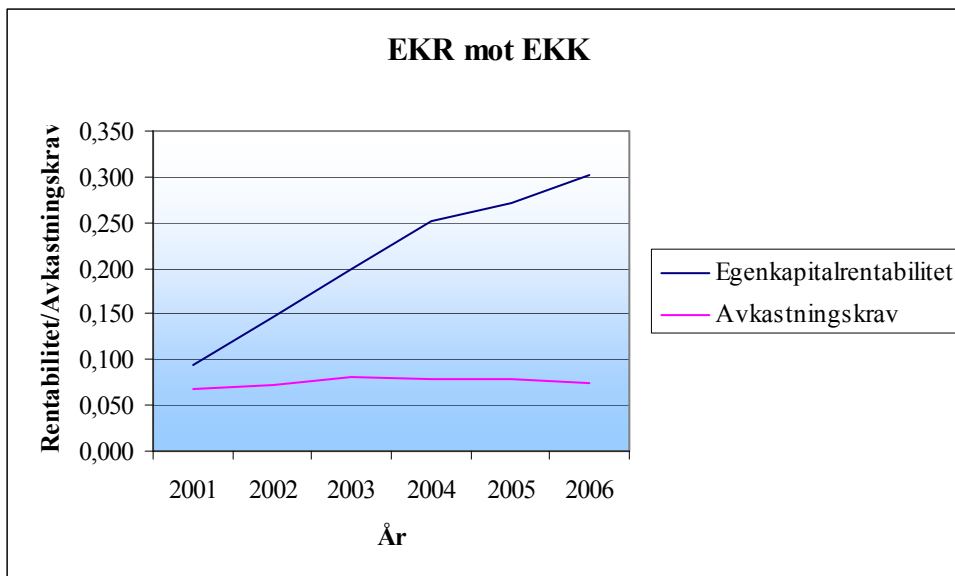
Utvikling over perioden er igjen positiv og årene 2004 til og med 2006 oppnår konsernet særdeles god egenkapitalrentabilitet.

I tabell 7.2 sammenligner jeg EKR mot avkastningskravet til EK og mot bransjen. Det viser som nevnt at Adresseavisen gjør det jevnt over bedre enn bransjen. I tillegg kommer det fram at avisen genererer høyere EKR enn avkastningskravet til EK og dermed genererer superprofitt. Dette gjelder i samtlige år.

| Relativt til bransje og avkastningskrav | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Tidsvektet |
|------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|
| Egenkapitalrentabilitet | 0,094 | 0,147 | 0,199 | 0,251 | 0,271 | 0,302 | 0,243 |
| Bransjegenomsnitt | 0,080 | 0,054 | 0,152 | 0,196 | 0,261 | 0,250 | 0,199 |
| Merrentabilitet ift bransje | 0,014 | 0,093 | 0,047 | 0,055 | 0,010 | 0,051 | 0,043 |
| Egenkapitalrentabilitet | 0,094 | 0,147 | 0,199 | 0,251 | 0,271 | 0,302 | 0,243 |
| Avkastningskrav | 0,069 | 0,072 | 0,080 | 0,079 | 0,078 | 0,074 | 0,076 |
| Merrentabilitet ift avkastningskrav | 0,025 | 0,075 | 0,119 | 0,172 | 0,194 | 0,227 | 0,166 |

Tabell 7.2 Egenkapitalrentabilitet til Adresseavisen i forhold til bransjen og avkastningskrav

Figur 7.2 viser den positive trenden med god og økende egenkapitalrentabilitet, mens avkastningskravet holder seg noenlunde stabilt i perioden. En av årsakene er en vellykket strategi og utvikling av mediekonsernet. I tillegg er det viktig å nevne at årene i observasjonsperioden har vært preget av gode konjunkturer.



Figur 7.2 EKR mot EKK

For å se hvor rentabiliteten blir generert er det lurt å dekomponere egenkapitalrentabiliteten:

| Oppsplitting; NDR metoden | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Tidsvektet |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| Netto driftsrentabilitet | 0,069 | 0,103 | 0,149 | 0,204 | 0,233 | 0,251 | 0,198 |
| + Finansiell gearing | 0,025 | 0,044 | 0,050 | 0,047 | 0,038 | 0,050 | 0,045 |
| - Minoritetskostnaden | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 |
| = Egenkapitalrentabiliteten | 0,094 | 0,147 | 0,199 | 0,251 | 0,271 | 0,301 | 0,242 |

Tabell 7.3 Dekomponering av egenkapitalrentabiliteten

Oppsplittingen viser at majoriteten av rentabiliteten av rentabiliteten kommer fra drift. Det tidsvektede gjennomsnittet viser at 82 % av egenkapitalrentabiliteten kommer fra drift og de resterende 18 % fra den finansielle gearingen. Dette betyr at selskapet tjener mer på driften enn på finans. I tillegg betyr det at selskapet får en positiv effekt av den finansielle gjelden konsernet har. Konsernet har lite minoritetsinteresser og dette har tilnærmet ingen betydning.

7.1.2 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet (NDR) viser avkastningen av driften i selskapet og er et resultat av netto driftsmargin (NDM) og omløpet til netto driftseiendeler (ONDE). Omløpet til netto driftseiendeler er driftsinntektene delt på netto driftseiendeler.

| Netto Driftsrentabilitet | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Tidsvektet |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------|
| Adresseavisen | 0,069 | 0,103 | 0,149 | 0,204 | 0,233 | 0,251 | 0,198 |
| Bergens Tidende | 0,059 | 0,071 | 0,111 | 0,161 | 0,261 | 0,215 | 0,178 |
| Fædrelandsvennen | 0,073 | 0,076 | 0,149 | 0,207 | 0,225 | 0,201 | 0,181 |
| Stavanger Aftenblad | 0,070 | -0,137 | 0,192 | 0,281 | 0,593 | 0,525 | 0,354 |
| Bransjen | 0,068 | 0,028 | 0,150 | 0,213 | 0,328 | 0,298 | 0,228 |

Tabell 7.4 Netto driftsrentabilitet for Adresseavisen og bransjen

Det tidsvektede gjennomsnittet viser her at Adresseavisen gjør det dårligere enn bransjen. Hvis man ser på resultatene for hvert enkelt år har det vært en endring i løpet av observasjonsperioden. De første tre årene gjør Adresseavisen det bedre eller tilnærmet likt bransjen. De tre siste årene gjør de det dårligere enn bransjen. I og med at det tidsvektede gjennomsnittet vektlegger de siste observasjonene mest blir resultatet at Adresseavisen gjør det dårligere enn bransjen totalt sett.

Sammenligner vi derimot netto driftsrentabilitet med avkastningskravet til driftskapitalen kommer Adresseavisen svært positivt ut av sammenligningen. I alle år unntatt 2001 viser selskapet sunn og god drift.

| NDR ift krav/bransje | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Tidsvektet |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------|
| Netto driftsrentabilitet | 0,069 | 0,103 | 0,149 | 0,204 | 0,233 | 0,251 | 0,198 |
| - Bransjegjennomsnitt | 0,068 | 0,028 | 0,150 | 0,213 | 0,328 | 0,298 | 0,228 |
| = Merrentabilitet ift bransje | 0,001 | 0,075 | -0,001 | -0,009 | -0,095 | -0,047 | -0,030 |
| Netto driftsrentabilitet | 0,069 | 0,103 | 0,149 | 0,204 | 0,233 | 0,251 | 0,198 |
| - Krav til driftskapital | 0,072 | 0,072 | 0,072 | 0,072 | 0,072 | 0,072 | 0,072 |
| = Merrentabilitet ift krav | -0,003 | 0,031 | 0,077 | 0,132 | 0,161 | 0,180 | 0,126 |

Tabell 7.5 Netto driftsrentabilitet til Adresseavisen i forhold til bransje og krav

| Dekomponering av NDR | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Tidsvektet | |
|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------|----------------|
| | | | | | | | <i>Adressa</i> | <i>Bransje</i> |
| Netto driftsmargin | 0,044 | 0,059 | 0,076 | 0,084 | 0,078 | 0,086 | 0,077 | 0,074 |
| * Omløpet til NDE | 1,560 | 1,746 | 1,955 | 2,436 | 2,965 | 2,925 | 2,506 | 2,884 |
| = Netto driftsrentabilitet | 0,069 | 0,103 | 0,149 | 0,204 | 0,233 | 0,251 | 0,194 | 0,213 |

Tabell 7.6 Dekomponering av netto driftsrentabilitet

Dekomponering av NDR kan være nyttig for å forklare de gode resultatene. Av tabell 7.7 ser vi at Adresseavisen har en noe høyere netto driftsmargin enn resten av bransjen. De har derimot lavere omløpshastighet på driftseiendeler enn bransjegjennomsnittet. Dette avviket skyldes trolig ekstreme observasjoner de siste årene av Stavanger Aftenblad. Sistnevnte gjør

det nemlig betydelig bedre enn Bergens Tidende og Fædrelandsvennen og representerer således unntaket i bransjen.

Utviklingen er derimot positiv og ONDE bedrer seg fra år til år gjennom perioden, dette gjelder også bransjen som helhet. Store deler av dette skyldes at de skriver ned verdien på investeringene hvert år. De har hatt begrensede investeringer de siste årene, etter fornyingen av trykkeriet på slutten av 1990-tallet.

| Netto Driftsmargin | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Tidsvektet |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------|
| Adresseavisen | 0,044 | 0,059 | 0,076 | 0,084 | 0,078 | 0,086 | 0,077 |
| Bergens Tidende | 0,036 | 0,041 | 0,058 | 0,073 | 0,103 | 0,085 | 0,076 |
| Fædrelandsvennen | 0,037 | 0,041 | 0,068 | 0,081 | 0,084 | 0,083 | 0,074 |
| Stavanger Aftenblad | 0,035 | -0,071 | 0,070 | 0,077 | 0,102 | 0,087 | 0,068 |
| Bransjen | 0,038 | 0,017 | 0,068 | 0,079 | 0,092 | 0,085 | 0,074 |

Tabell 7.7 Netto driftsmargin for Adresseavisen og bransjen

| ONDE | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Tidsvektet |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------|
| Adresseavisen | 1,560 | 1,746 | 1,955 | 2,436 | 2,965 | 2,925 | 2,506 |
| Bergens Tidende | 1,654 | 1,736 | 1,890 | 2,194 | 2,536 | 2,541 | 2,248 |
| Fædrelandsvennen | 1,959 | 1,876 | 2,198 | 2,565 | 2,669 | 2,410 | 2,398 |
| Stavanger Aftenblad | 1,996 | 1,916 | 2,734 | 3,635 | 5,821 | 5,996 | 4,383 |
| Bransjen | 1,792 | 1,819 | 2,194 | 2,707 | 3,498 | 3,468 | 2,884 |

Tabell 7.8 Omløpet til netto driftseiendeler for Adresseavisen og bransjen

Vi ser at ONDE øker for både Adresseavisen og resten av bransjen. Dette henger sammen med de tunge investeringene nevnt ovenfor. Det er naturlig at bransjen har en noenlunde lik utvikling i ONDE siden de fleste vil skifte ut trykkeriene ved behov for modernisering eller når ny teknologi blir tilgjengelig på markedet. Utviklingen i ONDE fremover vil bli kommentert i kapittel 8.

7.1.3 Finansiell gearing

| Finansiell Gearing | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Tidsvektet |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------|
| Adresseavisen | 0,025 | 0,044 | 0,050 | 0,047 | 0,038 | 0,050 | 0,045 |
| Bergens Tidende | 0,013 | 0,013 | 0,022 | 0,032 | 0,044 | 0,018 | 0,027 |
| Fædrelandsvennen | -0,009 | -0,007 | -0,016 | -0,045 | -0,027 | 0,014 | -0,016 |
| Stavanger Aftenblad | 0,019 | 0,055 | -0,049 | -0,101 | -0,320 | -0,274 | -0,170 |
| Bransjen | 0,012 | 0,026 | 0,002 | -0,017 | -0,066 | -0,048 | -0,028 |

Tabell 7.9 Finansiell gearing for Adresseavisen og bransjen

Av tabell 7.9 kan vi se tydelig at Adresseavisen og Bergens Tidende nyter godt av positive bidrag fra den finansielle gearingen. Adresseavisen spesielt godt, da de har større andel gjeld

enn BT og det tidsvektede gjennomsnittet ligger nesten dobbelt så høyt som for konkurrenten fra Bergen. Bransjetallene viser at i årene 2004 til og med 2006 så taper faktisk bransjen på den finansielle gearingen over perioden, det tidsvektede gjennomsnittet viser det samme. Dette kan blant annet skyldes at vi hadde et ekstremt lavt rentenivå i denne perioden og dette har gjort det attraktivt å ha mye gjeld. Skulle konjunktorene bli dårligere og renten i tillegg stige kraftig vil det bli tilsvarende attraktivt å ha lite gjeld, som Stavanger Aftenblad og Fædrelandsvennen har.

| Dekomponering av finansiell gearing | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Tidsvektet |
|--------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------|
| NDR | 0,069 | 0,103 | 0,149 | 0,204 | 0,233 | 0,251 | 0,198 |
| - NFR | 0,028 | 0,028 | 0,033 | 0,045 | -0,005 | -0,115 | -0,012 |
| = (NDR-NFR) | 0,041 | 0,075 | 0,116 | 0,160 | 0,238 | 0,366 | 0,210 |
| * Netto finansiell gjeldsgrad | 0,613 | 0,590 | 0,427 | 0,292 | 0,162 | 0,137 | 0,287 |
| = Finansiell gearing | 0,025 | 0,044 | 0,050 | 0,047 | 0,038 | 0,050 | 0,060 |

Tabell 7.10 Dekomponering av gearing

Den tidsvektede merrentabiliteten på driften i forhold til finansieringen er i perioden 21 %. Dette bidrar til at bedriften nyter godt av den finansielle gjelden. Tabell 7.12 avslører også at den finansielle gjeldsgraden for konsernet har sunket i takt med nedbetalingene av gjelden som ble tatt opp for å finansiere de tunge investeringene på slutten av 1990-tallet.

| Netto finansrentabilitet | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Tidsvektet |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------|
| Adresseavisen | 0,028 | 0,028 | 0,033 | 0,045 | -0,005 | -0,115 | -0,012 |
| Bergens Tidende | 0,030 | 0,038 | 0,038 | 0,010 | -0,166 | -1,454 | -0,392 |
| Fædrelandsvennen | 0,020 | 0,017 | 0,032 | 0,013 | 0,037 | -0,142 | -0,016 |
| Stavanger Aftenblad | 0,063 | 0,019 | 0,026 | 0,023 | 0,019 | 0,023 | 0,024 |
| Bransjen | 0,035 | 0,025 | 0,032 | 0,023 | -0,029 | -0,422 | -0,099 |

Tabell 7.11 Netto finansrentabilitet for Adresseavisen og bransjen

| Netto finansiell gjeldsgrad | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Tidsvektet |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------|
| Adresseavisen | 0,613 | 0,590 | 0,427 | 0,292 | 0,162 | 0,137 | 0,287 |
| Bergens Tidende | 0,432 | 0,392 | 0,305 | 0,214 | 0,103 | 0,011 | 0,178 |
| Fædrelandsvennen | -0,287 | -0,171 | -0,192 | -0,250 | -0,181 | 0,030 | -0,148 |
| Stavanger Aftenblad | -0,315 | -0,316 | -0,347 | -0,433 | -0,576 | -0,573 | -0,473 |
| Bransjen | 0,111 | 0,124 | 0,048 | -0,044 | -0,123 | -0,099 | -0,039 |

Tabell 7.12 Netto finansiell gjeldsgrad for Adresseavisen og bransjen

Som jeg nevnte tidligere i kapitlet har minoritetsverdiene svært liten effekt og jeg går derfor ikke inn og studerer dette nærmere i denne analysen.

7.2 Analyse av vekst

På samme måte som avkastningskravet er veksten i resultatregnskapet en svært viktig faktor i en fundamental verdsettelse. Veksten er en underliggende verdidriver og vil bli brukt i kapittel 8 og 9. Jeg vil analysere veksten grundig og blant annet se på veksten i egenkapital og veksten i netto driftskapital, i tillegg til veksten i andre verdidrivere.

7.2.1 Egenkapitalvekst

Det er to typer av egenkapitalvekst, normalisert og fundamental.

Fundamental egenkapitalvekst

Fundamental egenkapitalvekst viser den historiske veksten i egenkapitalen, altså forskjellen mellom inngående balanse og utgående balanse for hvert år.

| FEKV | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Geometrisk gj.sn. |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------------------|
| Adresseavisen | -0,117 | 0,029 | 0,082 | -0,141 | 0,145 | 0,103 | 0,01059656 |
| Bergens Tidende | -0,001 | -0,013 | 0,055 | 0,049 | 0,198 | 0,120 | 0,06562128 |
| Fædrelandsvennen | -0,129 | -0,052 | -0,038 | 0,086 | 0,082 | 0,043 | -0,00433992 |
| Stavanger Aftenblad | -0,020 | -0,175 | -0,114 | -0,036 | 0,035 | 0,136 | -0,03417601 |
| Bransjen | -0,067 | -0,053 | -0,004 | -0,010 | 0,115 | 0,100 | 0,00942548 |

Tabell 7.13 Fundamental egenkapitalvekst

Den fundamentale egenkapitalveksten har vært positiv for både Adresseavisen (1,06 %) og bransjen (0,9 %). Med unntak av 2004 har de siste årene i observasjonsperioden vist god egenkapitalvekst. Tabell 7.13 viser også at Bergens Tidende har hatt en dramatisk vekst i egenkapital, mens Fædrelandsvennen og Stavanger Aftenblad har hatt negativ vekst.

Normalisert egenkapitalvekst

Normalisert egenkapitalvekst brukes til fremtidsregnskapet og som grunnlag for verdsettelsen. Dette gjøres ved å normalisere egenkapitalveksten selskapet har skapt for å se hvor vedvarende denne veksten er. Den normaliserte egenkapitalveksten finnes ved å multiplisere den normaliserte egenkapitalrentabiliteten med den normaliserte tilbakeholdelsesgrad (hvor mye av veksten beholder man i bedriften og hvor mye utbetaler man i utbytte).

| Normalisert EKV | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Geometrisk gj.sn. |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------------|
| Adresseavisen | 0,036 | 0,057 | 0,077 | 0,097 | 0,105 | 0,116 | 0,08085779 |
| Bergens Tidende | 0,022 | 0,025 | 0,041 | 0,060 | 0,095 | 0,072 | 0,05237821 |
| Fædrelandsvennen | 0,012 | 0,013 | 0,025 | 0,030 | 0,036 | 0,040 | 0,02607789 |
| Stavanger Aftenblad | 0,032 | -0,030 | 0,052 | 0,065 | 0,099 | 0,091 | 0,05066971 |
| Bransjen | 0,026 | 0,016 | 0,049 | 0,063 | 0,084 | 0,080 | 0,05249590 |

Tabell 7.14 Normalisert egenkapitalvekst

Adresseavisen har en god normalisert egenkapitalvekst på 8,1 %, dette er best i klassen. Bransjen som helhet har et gjennomsnitt på 5,2 %. Tabell 7.14 viser at Stavanger Aftenblad og Fædrelandsvennen har hatt god normalisert egenkapitalvekst, men negativ fundamental egenkapitalvekst. Dette skyldes høye utbytter i disse to bedriftene. Mye av veksten er tatt ut og ikke beholdt i bedriften.

7.2.2 Vekst i netto driftskapital

På samme måte som for den fundamentale egenkapitalveksten kan jeg beregne vekst i netto driftskapital.

| Vekst i netto drift kapital | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Geometrisk gj.sn. |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------------|
| Adresseavisen | -0,049 | -0,093 | -0,011 | -0,237 | 0,066 | 0,118 | -0,04148736 |
| Bergens Tidende | 0,017 | -0,087 | -0,004 | -0,046 | 0,084 | 0,057 | 0,00186321 |
| Fædrelandsvennen | 0,194 | -0,065 | -0,069 | -0,005 | 0,364 | 0,276 | 0,10280498 |
| Stavanger Aftenblad | -0,021 | -0,212 | -0,056 | -0,314 | 0,002 | 0,153 | -0,08760469 |
| Bransjen | 0,035 | -0,114 | -0,035 | -0,150 | 0,129 | 0,151 | -0,00610596 |

Tabell 7.15 Vekst i netto driftskapital

Adresseavisen har hatt negativ vekst i netto drift kapital, det samme har bransjen. Utviklingen går derimot i riktig retning nå med en økning på 6,6 % i 2005 og 11,8 % i 2006.

7.2.3 Vekst i verdidrivere

Det er viktig å studere vekst og utvikling i driftsinntekter før man lager fremtidsregnskapet. Vekst i driftsinntekter er den klart viktigste verdidrivere.

Analyse av Driftsinntekter

| Driftsinntekter | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Adresseavisen | 492900 | 490500 | 499300 | 519800 | 553900 | 623300 | 669300 |
| Lokalaviser | 61800 | 60400 | 61500 | 65100 | 69500 | 81000 | 84300 |
| Trykkerier | 107500 | 119800 | 119000 | 115800 | 120100 | 132100 | 141300 |
| Annet | 15199 | 20713 | 27740 | 33162 | 39538 | 3173 | 3250 |
| Sum | 677399 | 691413 | 707540 | 733862 | 783038 | 839573 | 898150 |

Tabell 7.16 Driftsinntekter

| Driftsinntekter | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Geometrisk gj.sn. |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------------------|
| Adresseavisen | -0,005 | 0,018 | 0,041 | 0,066 | 0,125 | 0,074 | 0,052 |
| Lokalaviser | -0,023 | 0,018 | 0,059 | 0,068 | 0,165 | 0,041 | 0,053 |
| Trykkerier | 0,114 | -0,007 | -0,027 | 0,037 | 0,100 | 0,070 | 0,047 |
| Annet | 0,363 | 0,339 | 0,195 | 0,192 | -0,920 | 0,024 | -0,227 |
| Sum | 0,450 | 0,369 | 0,268 | 0,363 | -0,529 | 0,208 | -0,019 |

Tabell 7.17 Vekst i driftsinntekter

Analysen viser at det er pen vekst i driftsinntektene i Adresseavisen (papiravisen), lokalavisene og trykkeriene. Driftsinntektene fra andre aktiviteter har gått tilbake som følge av en ekstrem observasjon i 2005 da de falt med 92 %. Dette skyldes i hovedsak at eierandelen til Adresseavisen i Kanal 24 ble vannet ut og deres eierandel gikk fra å være et tilknyttet selskap til å bli en finansiell investering.

| Vekst i driftsinntekter | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Geometrisk gj.sn. |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------------|
| Adresseavisen | 0,021 | 0,023 | 0,037 | 0,065 | 0,074 | 0,069 | 0,048 |
| Bergens Tidende | 0,052 | 0,007 | 0,017 | 0,105 | 0,125 | 0,094 | 0,066 |
| Fædrelandsvennen | 0,031 | 0,007 | 0,056 | 0,093 | 0,217 | 0,199 | 0,097 |
| Stavanger Aftenblad | 0,037 | -0,057 | 0,039 | 0,046 | 0,147 | 0,140 | 0,056 |
| Bransjen | 0,035 | -0,005 | 0,037 | 0,077 | 0,141 | 0,126 | 0,067 |

Tabell 7.18 Vekst i driftsinntekter for Adresseavisen og bransjen

Sammenlignet med bransjen gjør Adresseavisen det her mindre godt med en gjennomsnittlig vekst i driftsinntekter på 4,8 %, mens bransjen kan vise til 6,7 %, og alle konkurrentene ligger gjennomsnittlig over Adresseavisen. Det er derimot verdt å nevne at de tre siste årene har Adresseavisen hatt god vekst på 6-7 % og trenden er derfor positiv.

De resterende verdidriverne og budsjettdriverne blir diskutert i neste kapittel når jeg går inn på fremtidsregnskapet i detalj.

7.3 Oppsummering av innsikt for regnskapsbasert analyse

Risikoanalysen demonstrerte at Adresseavisen er en solid og sikker bedrift med god kontroll på gjelden. Konsernet har litt svak, men stabil likviditet.

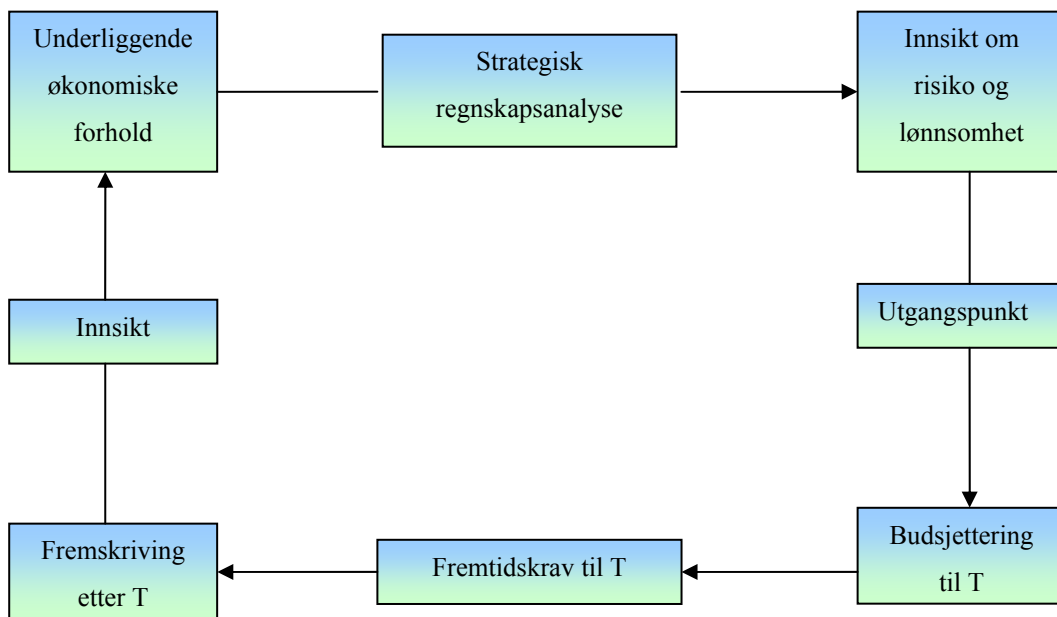
Lønnsomhetsanalysen viste at Adresseavisen oppnår superrentabilitet og at de er mer lønnsomme enn gjennomsnittet i bransjen.

Vekstanalysen viste at det er begrenset vekst i egenkapital for Adresseavisen og bransjen. Avisene opererer i en moden bransje og dette er derfor naturlig og forventet. De må derfor satse på nye områder for å opprettholde eller øke veksten.

Jeg vil nå endre fokus mot å konstruere fremtidsregnskapet i neste kapittel.

8. Fremtidsregnskap

Jeg har nå gjennomført en grundig analyse av årsregnskapene til Adresseavisen fra 2001 til og med 2007T. For å verdsette konsernet må jeg nå budsjettere frem i tid og lage et fremtidsregnskap. Rammeverket som benyttes er som følger:



Figur 8.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Det er flere måter å verdsette et selskap på og selskapet vil ha forskjellig verdi om man vurderer verdien ved avviking, substansverdi eller til verdi på grunnlag av fremtidig budsjettert inntjening.

Tidligere i oppgaven har jeg vurdert risiko og konklusjonen er at konsernet står godt rustet på kort og lang sikt. Det synes derfor naturlig å vurdere konsernet på basis av fremtidig budsjettert inntjening, såkalt "going concern". Kontantstrømmene i fremtidsregnskapet diskonteres og verdien av konsernet kan beregnes. Fremtidsregnskapet bygger på vurderingene og konklusjonene i de foregående kapitlene i oppgaven.

8.1 Valg av budsjetthorisont

Konsernet Adresseavisen fremstår som et modent og stabilt konsern som leverer stabile resultater. Bransjen selskapet opererer i er også moden og det ligger ikke an for betydelig

vekst i årene som kommer. Skjønnsmessig setter jeg derfor budsjettperioden til 7 år, og årene jeg vil bruke i fremtidsregnskapet blir derfor 2008-2014.

8.2 Budsjettering til horisonten

Fremtidsregnskapet skapes ved å budsjettere verdidriverne i den aktuelle budsjettperioden. De verdidriverne som har størst betydning for verdien av konsernet vil få mest oppmerksomhet.

8.2.1 Vekst i driftsinntekter

Driftsinntekter er den viktigste verdidriveren og det er derfor gunstig å starte med denne.

| Vekst i DI | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | Geometrisk gj.sn. |
|---------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------------|
| Adresseavisen | 0,021 | 0,023 | 0,037 | 0,065 | 0,074 | 0,069 | 0,037 | 0,04638565 |
| Bransjen | 0,035 | -0,005 | 0,037 | 0,077 | 0,141 | 0,126 | 0,126 | 0,07538082 |

Tabell 8.1 Vekst i driftsinntekter for Adresseavisen og bransjen

Analysen viser at det har vært en gjennomsnittlig vekst i driftsinntekter på 4,6 %. Jeg tror det er realistisk og nøkternt at konsernet kan opprettholde denne veksten og velger å benytte den gjennomsnittlige veksten i budsjettperioden og steady state.



Figur 8.2 Utvikling i driftsinntekter

Utviklingen i driftsinntekter tenkes som illustrert i figuren over. Historisk frem til og med 2007T, budsjettperioden 2008-2014, og konsernets steady state fra 2015.

Denne vekstutvikling gir oss driftsinntektene nedenfor.

| DI budsjett | 2007T | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| DI året før | 898 150 | 930 437 | 973 596 | 1 018 757 | 1 066 012 | 1 115 460 | 1 167 202 | 1 221 343 | 1 277 996 |
| Vekstfaktor | 0,037 | 0,046 | 0,046 | 0,046 | 0,046 | 0,046 | 0,046 | 0,046 | 0,046 |
| Endring i DI | 32 287 | 43 159 | 45 161 | 47 256 | 49 448 | 51 741 | 54 141 | 56 653 | 59 281 |
| DI året før | 897 187 | 930 437 | 973 596 | 1 018 757 | 1 066 012 | 1 115 460 | 1 167 202 | 1 221 343 | 1 277 996 |
| Budsjetterte DI | 930 437 | 973 596 | 1 018 757 | 1 066 012 | 1 115 460 | 1 167 202 | 1 221 343 | 1 277 996 | 1 337 276 |

Tabell 8.2 Budsjettering av driftsinntekter

2007T er historiske tall, resten av perioden er budsjettert i tråd med forutsetningen tatt ovenfor.

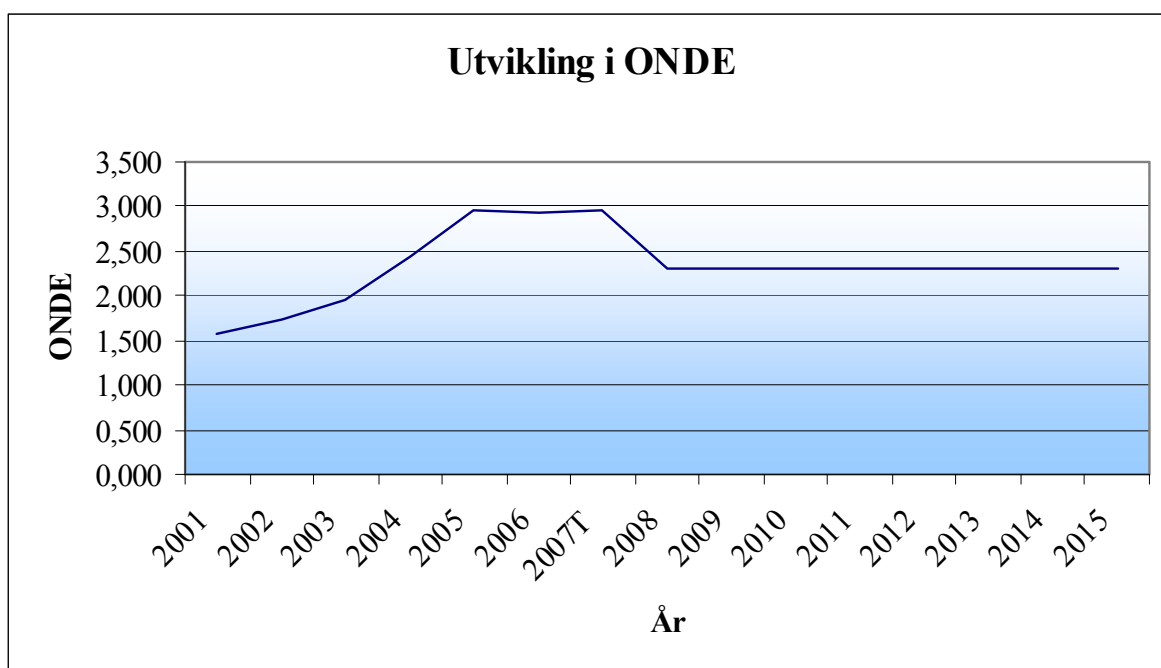
8.2.2 Utvikling i netto driftseiendeler

Forholdet mellom driftsinntektene og omløpet til netto driftseiendeler bestemmer netto driftseiendeler. Jeg må derfor finne omløpet til netto driftseiendeler.

| ONDE | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | Geometrisk gj.sn. |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------------|
| Adresseavisen | 1,560 | 1,746 | 1,955 | 2,436 | 2,965 | 2,925 | 2,963 | 2,31533634 |
| Bransjen | 1,792 | 1,819 | 2,194 | 2,707 | 3,498 | 3,468 | 3,468 | 2,63398299 |

Tabell 8.3 Utvikling i ONDE for Adresseavisen og bransjen

Adresseavisen har hatt en gjennomsnittlig ONDE på 2,3 i observasjonsperioden, dette er noe under bransjesnittet. Jeg har ikke kunnet avdekke forhold som skulle tilsi at ONDE skulle være høyere eller lavere fremover enn det har vært historisk og velger derfor å benytte steady state.



Figur 8.3 Utvikling i ONDE historisk og fremoverskuende

Når vi har funnet DI og ONDE kan vi beregne utvikling i netto driftseiendeler (NDE).

| Budsjettering av NDE | 2007T | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|----------------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| DI | 930437 | 973596 | 1018757 | 1066012 | 1115460 | 1167202 | 1221343 | 1277996 | 1337276 |
| / ONDE | 2,963 | 2,315 | 2,315 | 2,315 | 2,315 | 2,315 | 2,315 | 2,315 | 2,315 |
| = NDE | 314043 | 420499 | 440004 | 460414 | 481770 | 504117 | 527501 | 551970 | 577573 |

Tabell 8.4 Budsjettering av netto driftseiendeler

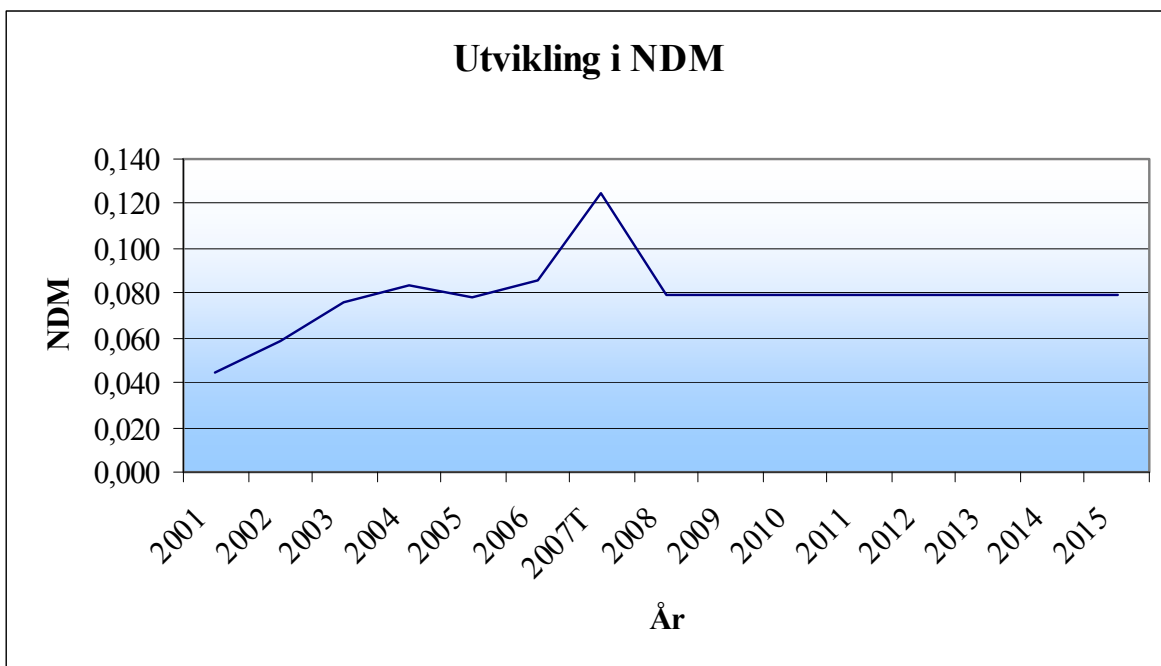
8.2.3 Utvikling i netto driftsresultat

Utviklingen i netto driftsresultat bestemmes av utviklingen i driftsinntektene og driftsmarginen selskapet oppnår. Som vi så i gjennomgangen av de historiske tallene har Adresseavisen hatt bedre driftsmargin enn bransjen.

| NDM | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | Geometrisk gj.sn. |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------------|
| Adresseavisen | 0,044 | 0,059 | 0,076 | 0,084 | 0,078 | 0,086 | 0,125 | 0,07869798 |
| Bransjen | 0,038 | 0,017 | 0,068 | 0,079 | 0,092 | 0,085 | 0,085 | 0,06608820 |

Tabell 8.5 Utvikling i NDM for Adresseavisen og bransjen

Utviklingen i netto driftsmargin har vært positiv for Adresseavisen. Det er derimot eventyr å tro at den vil fortsette inn i himmelen. Som de andre verdidriverne har jeg lagt til grunn at konsernet vil kunne opprettholde gjennomsnittet. Dette ligger over bransjegjennomsnittet og er således optimistisk. Likevel inneholder observasjonsperioden gode og dårlige år, og jeg velger derfor å tro at de klarer å opprettholde snittmarginen.



Figur 8.4 Utvikling i NDM

Når vi nå har funnet utviklingen i driftsinntekter og netto driftsmargin kan vi finne netto driftsresultat.

| Budsjettering NDR | 2007T | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|-------------------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| DI | 930 437 | 973 596 | 1 018 757 | 1 066 012 | 1 115 460 | 1 167 202 | 1 221 343 | 1 277 996 | 1 337 276 |
| * NDM | 0,125 | 0,079 | 0,079 | 0,079 | 0,079 | 0,079 | 0,079 | 0,079 | 0,079 |
| = NDR | 116306 | 76620 | 80174 | 83893 | 87784 | 91856 | 96117 | 100576 | 105241 |

Tabell 8.6 Budsjettering av netto driftsresultat

8.2.4 Utvikling i finansiell gjeld

Utviklingen i finansiell gjeld kan nå identifiseres ved å bruke budsjetterte netto driftseiendeler og estimere bedriftens gjeldsdel.

| FGD | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | Geometrisk gj.sn. |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------------|
| Adresseavisen | 0,450 | 0,546 | 0,555 | 0,620 | 0,543 | 0,479 | 0,447 | 0,51870326 |

Tabell 8.7 Historisk utvikling i finansiell gjeldsdel for Adresseavisen

Jeg har ikke grunnlag for å tro at denne skal endre seg vesentlig og forutsetter at den vil holde seg konstant i årene fremover på 0,519.

| Budsjettering av FG | 2007T | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| NDE | 314043 | 420499 | 440004 | 460414 | 481770 | 504117 | 527501 | 551970 | 577573 |
| * FGD | 0,447 | 0,519 | 0,519 | 0,519 | 0,519 | 0,519 | 0,519 | 0,519 | 0,519 |
| = Finansiell Gjeld | 140243 | 218114 | 228231 | 238818 | 249896 | 261487 | 273617 | 286309 | 299589 |

Tabell 8.8 Budsjettering av finansiell gjeld

8.2.5 Utvikling i finansielle eiendeler

Jeg bruker samme metode som ved budsjettering av gjelden ovenfor.

| FED | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | Geometrisk gj.sn. |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------------|
| Adresseavisen | 0,054 | 0,231 | 0,305 | 0,464 | 0,448 | 0,372 | 0,381 | 0,31503933 |

Tabell 8.9 Historisk utvikling i finansielle eiendeler for Adresseavisen

Jeg har heller ikke her grunnlag for å tro at denne skal endre seg vesentlig og forutsetter at den vil holde seg konstant i årene fremover på 0,315.

| Budsjettering av FE | 2007T | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| NDE | 314043 | 420499 | 440004 | 460414 | 481770 | 504117 | 527501 | 551970 | 577573 |
| * FED | 0,381 | 0,315 | 0,315 | 0,315 | 0,315 | 0,315 | 0,315 | 0,315 | 0,315 |
| = Finansiell Eiendeler | 119736 | 132474 | 138619 | 145048 | 151777 | 158817 | 166184 | 173892 | 181958 |

Tabell 8.10 Budsjettering av finansielle eiendeler

8.2.6 Utvikling i finansielle renter

Jeg har nå budsjettert finansielle eiendeler og gjeld. Denne informasjonen kan jeg bygge videre på med å finne årlige netto finansinntekter og finanskostnader. Jeg bygger videre på at rentene beveger seg i retning av steady state budsjettet ved hjelp av lineær konvergering.

| Budsj. av NFK og NFI | 2007T | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|-----------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Finansiell Gjeld | 140243 | 218114 | 228231 | 238818 | 249896 | 261487 | 273617 | 286309 | 299589 |
| * FGR | 0,037 | 0,047 | 0,051 | 0,056 | 0,060 | 0,064 | 0,069 | 0,073 | 0,073 |
| = NFK | 5232 | 10267 | 11730 | 13306 | 15003 | 16829 | 18792 | 20901 | 21870 |
| Finansielle Eiendeler | 119736 | 132474 | 138619 | 145048 | 151777 | 158817 | 166184 | 173892 | 181958 |
| * FER | 0,033 | 0,047 | 0,052 | 0,056 | 0,060 | 0,065 | 0,069 | 0,073 | 0,073 |
| = NFI | 3983 | 6286 | 7177 | 8136 | 9169 | 10281 | 11476 | 12760 | 13352 |

Tabell 8.11 Budsjettering av netto finansinntekt og netto finanskostnad

8.2.7 Utvikling i netto minoritetsresultat

Minoritetsandelen i Adresseavisen har liten betydning som nevnt tidligere i oppgaven. Den er likevel beregnet for fullstendighetens skyld. Jeg antar at historien her er et fundament for fremtiden, og at rentabiliteten på sikt vil gå mot kravet.

| Budsj. av NDE og MI | 2007T | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|----------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| NDE | 314043 | 420499 | 440004 | 460414 | 481770 | 504117 | 527501 | 551970 | 577573 |
| * MID | 0,001 | 0,001 | 0,001 | 0,001 | 0,001 | 0,001 | 0,001 | 0,001 | 0,001 |
| = Minoritetsinteresser | 328 | 440 | 460 | 481 | 504 | 527 | 551 | 577 | 604 |
| MI | 328 | 440 | 460 | 481 | 504 | 527 | 551 | 577 | 604 |
| * Minoritets rentabilitet | 0,107 | 0,158 | 0,155 | 0,152 | 0,150 | 0,147 | 0,144 | 0,141 | 0,141 |
| = Netto minoritetsresultat | 35 | 69 | 71 | 73 | 75 | 77 | 79 | 81 | 85 |

Tabell 8.12 Budsjettering av minoritetsinteresser og netto minoritets resultat

8.3 Endelig fremtidsregnskap

Jeg har nå budsjettert utviklingen i verdidriverne og kan presentere det endelige fremtidsregnskapet.

| Fremtidsregnskap | 2007T | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|-------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Driftsinntekter | 930437 | 973596 | 1018757 | 1066012 | 1115460 | 1167202 | 1221343 | 1277996 | 1337276 |
| Netto driftsresultat | 116306 | 76620 | 80174 | 83893 | 87784 | 91856 | 96117 | 100576 | 105241 |
| Netto finansinntekt | 3983 | 6286 | 7177 | 8136 | 9169 | 10281 | 11476 | 12760 | 13352 |
| Netto resultat til SSK | 120290 | 82906 | 87351 | 92029 | 96954 | 102137 | 107593 | 113335 | 118593 |
| Netto finanskostnad | 5232 | 10267 | 11730 | 13306 | 15003 | 16829 | 18792 | 20901 | 21870 |
| Netto minoritetsresultat | 35 | 69 | 71 | 73 | 75 | 77 | 79 | 81 | 85 |
| Netto resultat til EK | 115023 | 72569 | 75549 | 78650 | 81876 | 85231 | 88722 | 92353 | 96637 |
| Unormalt Netto driftsres. | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Unormalt Netto finansres. | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Fullstendig Nettores. | 115023 | 72569 | 75549 | 78650 | 81876 | 85231 | 88722 | 92353 | 96637 |
| Fri kontantstrøm til EK | 147091 | 31358 | 60037 | 62418 | 64891 | 67459 | 70125 | 72894 | 76275 |
| Endring i EK | -32068 | 41211 | 15512 | 16232 | 16985 | 17773 | 18597 | 19460 | 20362 |

Tabell 8.13 Fremtidsregnskapet – Resultatregnskapet

Fri kontantstrøm til EK finnes residualt ved å se på endring i EK i balansen. Jeg antar at det ikke vil skje noe unormalt, og fullstendig og normalisert resultat er derfor identisk. 2007T er historiske tall, 2008-2014 er budsjettperioden, og 2015 er steady state.

| Fremtidsbalanse | 2007T | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Netto driftseiendeler | 314043 | 420499 | 440004 | 460414 | 481770 | 504117 | 527501 | 551970 | 577573 |
| Finansielle eiendeler | 119736 | 132474 | 138619 | 145048 | 151777 | 158817 | 166184 | 173892 | 181958 |
| Sysselsatte eiendeler | 433779 | 552972 | 578622 | 605462 | 633547 | 662934 | 693685 | 725862 | 759532 |
| Egenkapital | 293208 | 334419 | 349931 | 366163 | 383147 | 400920 | 419517 | 438977 | 459339 |
| Minoritetsinteresser | 328 | 440 | 460 | 481 | 504 | 527 | 551 | 577 | 604 |
| Finansiell gjeld | 140243 | 218114 | 228231 | 238818 | 249896 | 261487 | 273617 | 286309 | 299589 |
| Sysselsatt kapital | 433779 | 552972 | 578622 | 605462 | 633547 | 662934 | 693685 | 725862 | 759532 |

Tabell 8.14 Fremtidsregnskapet – Balansen


Når jeg nå har resultatregnskapet og balansen kan jeg enkelt finne de budsjetterte rentabilitetstallene:

| Egenkapitalrentabilitet | 2007T | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| EKR | 0,452 | 0,107 | 0,180 | 0,178 | 0,177 | 0,176 | 0,175 | 0,174 | 0,174 |

Tabell 8.15 Budsjettert egenkapitalrentabilitet for Adresseavisen


8.4 Budsjettering av avkastningskrav

For å kunne vurdere rentabiliteten og verdien av konsernet trenger jeg et budsjettert avkastningskrav. Det er vanskelig å beregne seg frem til dette, da jeg må forutse utviklingen i årene som kommer. Avkastningskravet vil derfor måtte settes skjønnsmessig.

| Egenkapitalkravet | 01-07 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------------------|--------------|------------------------------------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| Risikofri rente | 0,030 | | | | | | | 0,06 |
| Risikopremie | 0,05 | | | | | | | 0,05 |
| Beta | 0,02 |  | | | | | | 0,02 |
| | | | | | | | 0,34666 | |
| Justert beta | 0,346667 | | | | | | | 7 |
| Likviditetspremie | 0,03 | | | | | | | 0,03 |
| Egenkapitalkrav | 0,077 | | | | | | | 0,107 |


Tabell 8.16 Budsjettering av avkastningskrav

Det eneste jeg endrer på med hensyn til fremtidig avkastningskrav er forventet risikofri rente fremover. Renten har vært historisk lav, og Norges Bank har antydnet at rentenivået vil stige opp mot et mer normalt nivå på rundt 6 %. Dette fører til at avkastningskravet går fra 7,7 % til 10,7 %.

| Finansielt gjeldskrav | 2007T | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|----------------------------------------|--------------|-------------|------------------------------------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Risikofrirente etter skatt | 0,030 | |  | | | | | 0,060 |
| + Premie for kredittrisiko (Rating: A) | 0,013 | | | | | | | 0,013 |
| = Finansielt gjeldskrav | 0,043 | 0,047 | 0,051 | 0,056 | 0,060 | 0,064 | 0,069 | 0,073 |
| Lineær konvergens gir årlig endring | | 0,004321 | | | | | | |

Tabell 8.17 Finansielt gjeldskrav

Endringen av forventet risikofri rente påvirker også det finansielle gjeldskravet. Jeg forutsetter at Adresseavisen vil greie å opprettholde forholdstall som tilsvarer en A rating og at kredittrisiko premien derfor forblir uendret. Jeg benytter lineær konvergering for å tilpasse kravene i budsjettperioden.

| Finansielt eiendelskrav | 2007T | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-------------------------------------|--------------|--------------------------------------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Kontantkrav (rf) | 0,030 | | | | | | | 0,060 |
| * Kontantvekt | 0,63 | | | | | | | 0,63 |
| + Finansielt fordringskrav | 0,043 |  | | | | | | 0,073 |
| * Finansiell fordringsvekt | 0,14 | | | | | | | 0,14 |
| + Investeringskrav | 0,080 | | | | | | | 0,110 |
| * Investeringsvekt | 0,23 | | | | | | | 0,23 |
| = Finansielt eiendelskrav | 0,043 | 0,047 | 0,052 | 0,056 | 0,060 | 0,065 | 0,069 | 0,073 |
| Lineær konvergens gir årlig endring | | 0,004321 | | | | | | |

Tabell 8.18 Finansielt eiendelskrav

I forhold til det finansielle eiendelskravet forutsetter jeg at vektingen av kontanter, fordringer og investeringer forblir de samme som gjennomsnittet for observasjonsperioden. Altså 63 % kontanter, 14 % fordringer og 23 % investeringer. På samme måte som ovenfor fremkommer kravstallene for hvert år via lineær konvergens. Samlet gir dette denne virkningen på det netto finansielle gjeldskravet.

| Krav til Netto finansiell gjeld | 2007T | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|----------------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Krav til finansiell gjeld | 0,043 | 0,047 | 0,051 | 0,056 | 0,060 | 0,064 | 0,069 | 0,073 |
| Fin.gjeld/Netto fin.gjeld | 6,84 | 2,55 | 2,55 | 2,55 | 2,55 | 2,55 | 2,55 | 2,55 |
| Krav til fin. Eiendeler | 0,043 | 0,047 | 0,052 | 0,056 | 0,060 | 0,065 | 0,069 | 0,073 |
| Fin.eiendeler/Netto fin.gjeld | 5,84 | 1,55 | 1,55 | 1,55 | 1,55 | 1,55 | 1,55 | 1,55 |
| Finansielt eiendelskrav | 0,041 | 0,046 | 0,051 | 0,055 | 0,059 | 0,064 | 0,068 | 0,072 |

Tabell 8.19 Krav til netto finansiell gjeld

Netto driftskrav skal være konstant gjennom perioden, jfr. Miller og Modigliani. Dette gir disse årlige egenkapitalskravene.

| Kravet til Netto driftskapital | 2007T | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---------------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Krav til EK | 0,087 | 0,138 | 0,135 | 0,132 | 0,130 | 0,127 | 0,124 | 0,121 |
| EK/Netto driftskapital | 0,676 | 0,605 | 0,605 | 0,605 | 0,605 | 0,605 | 0,605 | 0,605 |
| Krav til minoriteten | 0,139 | 0,199 | 0,196 | 0,193 | 0,190 | 0,187 | 0,184 | 0,181 |
| Minoritet/Netto driftskapital | 0,001 | 0,001 | 0,001 | 0,001 | 0,001 | 0,001 | 0,001 | 0,001 |
| Krav til Netto finansiell gjeld | 0,041 | 0,046 | 0,051 | 0,055 | 0,059 | 0,064 | 0,068 | 0,072 |
| Netto finansiell gjeld/NDK | 0,323 | 0,394 | 0,394 | 0,394 | 0,394 | 0,394 | 0,394 | 0,394 |
| Netto driftskrav | 0,072 | 0,102 | 0,102 | 0,102 | 0,102 | 0,102 | 0,102 | 0,102 |

Tabell 8.20 Utledning av krav til EK via NDK

Budsjetteringsperioden viser at Adresseavisen vil ha superprofitt i budsjettperioden.

| Superprofitt i budsjettperioden | 2007T | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|----------------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Egenkapitalrentabilitet | 0,452 | 0,107 | 0,180 | 0,178 | 0,177 | 0,176 | 0,175 | 0,174 |
| Egenkapitalkrav | 0,087 | 0,138 | 0,135 | 0,132 | 0,130 | 0,127 | 0,124 | 0,121 |
| Mer rentabilitet i.f.t. kravet | 0,366 | -0,031 | 0,044 | 0,046 | 0,048 | 0,049 | 0,051 | 0,053 |

Tabell 8.21 Superprofitt i budsjetteringsperioden

8.5 Fremskrivning etter budsjettthorisonten

Perioden etter 2014, altså fra og med 2015 er steady state perioden. Jeg vil nå se litt på forutsetningene for verdidriverne i denne perioden.

8.5.1 Estimering av vekst i driftsinntektene

Jeg har budsjettet at veksten i inntektene etter 2014 vil være 4,6 %. Norges Bank (2006) har anslått at den norske økonomien vil vokse med rundt 4-5 % årlig og på sikt må Adresseavisen falle ned på normal vekst, ingen selskap kan vokse med mer enn resten av økonomien uendelig.

8.5.2 Estimering av egenkapitalavkastningskravet

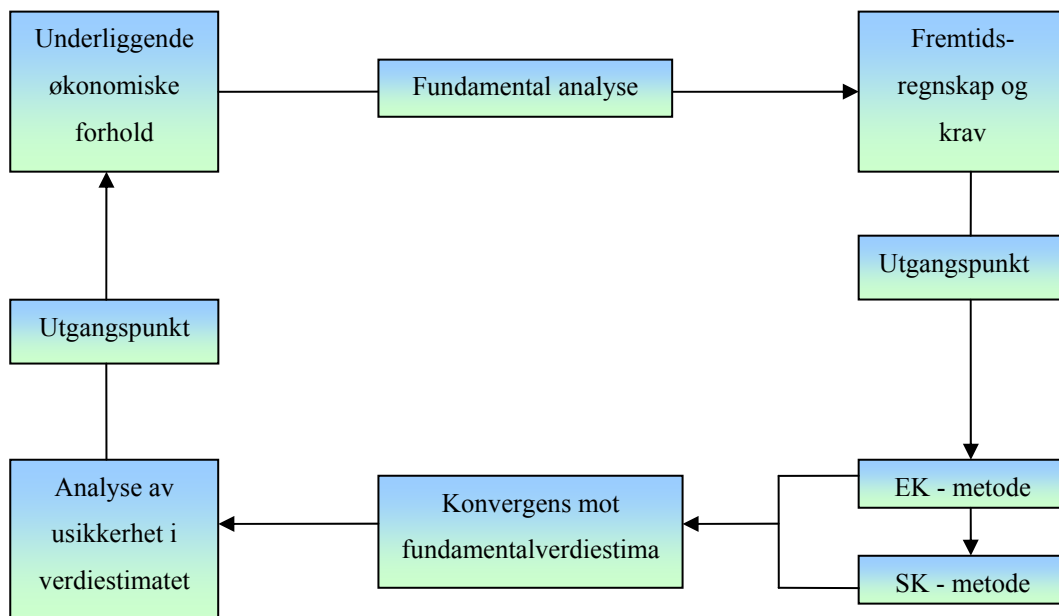
Jeg har videre forutsatt at selskapet vil fortsette å eksistere i samme form. Kapitalstrukturen og organisasjonsstrukturen vil forbli den samme etter 2014. Avkastningskravet holdes derfor på 13,7 % og jeg forutsetter videre at Adresseavisen vil forsetette å levere gode resultater og superprofitt. Kravet til netto driftskapital holdes også konstant på 12,6 %.

8.5.3 Estimering av vekst i egenkapital

Jeg forutsetter at veksten i egenkapitalen holder tritt med veksten i driftsinntekter. Holdes finansiering og drift konstant vil veksten i egenkapitalen være $(459339/438977)/1 = 4,6 \%$.

9. Fundamental verdsettelse

Jeg vil nå bruke informasjonen jeg har innhentet, diskutert og analysert tidligere i oppgaven.



Figur 9.1 Rammeverk for fundamental verdsettelse

I dette kapitlet skal jeg forsøke å beregne verdien av Adresseavisen. For å kunne gjennomføre dette må jeg velge en verdsettelsesmetode. Jeg vil diskutere ulike modeller først i kapitlet, deretter vil jeg bruke noen av dem for å komme frem til et estimat på verdien av selskapet. Til slutt vil jeg gjennomføre en sensitivitetsanalyse.

9.1 Kort oversikt av fundamentale verdsettelsesmetoder og modeller

Det finnes fire hovedgrupper av verdsettelsesmodeller. Den første gruppen er substansverdimodeller. Her studeres verdien selskapet har der og da. Den andre metoden er fundamental verdsettelse der man diskonterer fremtidige kontantstrømmer og kommer fram til en verdi. Den tredje typen modeller er komparativ verdsettelse. Her brukes multiplikatorer fra andre sammenlignbare selskaper for å anslå verdien på selskapet. Den fjerde og siste typen verdsettelsesmetode er opsjonsbasert verdsettelse. Det vil uansett selskap være nyttig å

verdsette det aktuelle selskapet med ulike metoder for å kunne være sikrere på at man ikke har gjort feil og/eller tatt urealistiske forutsetninger.

Tittelen på oppgaven avslører at det er fundamental verdsettelse som er fokus her og jeg vil verdsette Adresseavisen med bakgrunn i denne metoden. Begrunnelsen for dette er todelt. For det første er selskapet modent, jamfør ”mature” stadiet i ”product life cycle” og opererer i en moden bransje. For det andre tar verdsettelsen utgangspunkt i at selskapet skal fortsette og eksisterer, med andre ord tar verdsettelsen utgangspunkt i fortsatt drift.

Det er to metoder å finne frem til verdien av egenkapitalen i Adresseavisen på. Enten kan man beregne verdien av egenkapitalen direkte, eller man kan beregne verdien på totalkapitalen, for så å trekke fra gjeld og minoritetsinteresser.

9.1.1 Egenkapitalmetoden

Det er fire modeller for verdsettelse ved hjelp av denne metoden og alle skal gi likt resultat ved konsistent bruk.

1. Utbyttmodellen

Her diskonterer man fremtidige utbytter til eierne som budsjettert i fremtidsregnskapet, og finner verdien på egenkapitalen.

2. Kontantstrømmmodellen

Her diskonteres de frie kontantstrømmene til egenkapitalen og finner verdien på egenkapitalen. Dette er i praksis det samme som utbyttmodellen da $\text{Netto Betalt Utbytte} = \text{Fri Kontantstrøm til Egenkapital}$.

3. Superprofittmodellen

Her tar man den balanseførte egenkapitalen og legger til nåverdien av fremtidig superprofitt til egenkapital. Rentabiliteten over egenkapitalkravet bestemmer størrelsen på superprofitten og dermed merverdien.

4. Superprofittvekstmodellen

Her kapitaliserer man nettoresultatet til EK i første budsjettperiode og legger til nåverdien av fremtidige endringer i superprofitt.

9.1.2 Totalkapitalmetoden

Ved å benytte totalkapitalmetoden kan vi komme frem til verdien av egenkapitalen indirekte gjennom å beregne verdien av selskapet for så å trekke fra selskapets gjeld. Enten kan man beregne verdien på sysselsatt kapital og trekke ifra finansielle gjeld. Eller så kan man beregne verdien av netto driftskapital og trekke ifra netto finansiell gjeld. Det siste alternativet er å verdsette egenkapitalen med utgangspunkt i fri kontantstrøm fra drift.

9.2 Verdsettelse på basis av egenkapitalmetoden

Adresseavisen er et modent selskap som årlig utbetaler utbytte til sine aksjonærer. Selskapet egner seg således godt til å benytte utbyttmodellen. Jeg vil derfor diskontere de budsjetterte utbyttene og finne verdien for budsjettperioden og ”steady state” perioden. Det siste krever en forutsetning om at veksten forblir konstant, og jeg vil benytte Gordon’s growth modell (Boye 2006) for å komme frem til verdien her.

| Utbyttmodellen | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | Horisontverdien |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-----------------|
| NBU | 31358 | 60037 | 62418 | 64891 | 67459 | 70125 | 72894 | 76275 | 1890561 |
| Diskonteringskrav | 0,138 | 0,135 | 0,132 | 0,130 | 0,127 | 0,124 | 0,121 | | |
| 1+diskonteringskrav | 1,138 | 1,135 | 1,132 | 1,130 | 1,127 | 1,124 | 1,121 | | |
| Nåverdi NBU | 27553 | 46582 | 42977 | 39849 | 37132 | 34773 | 820306 | | |

Sum nåverdi av EK 1049171

Antall utstedte aksjer 1901646

Verdi per aksje 552

Tabell 9.1 Verdsettelse med egenkapitalmetoden

Nåverdien i 2014 inkluderer nåverdien av horisontverdien. Nåverdien av egenkapitalen er deretter delt på antall aksjer og verdien per aksje er estimert til 552 kr den 31.3.2007. For å

relatere denne prisen til tidspunktet analysen avsluttes (midten av desember 2007) kan man renteberegne dette estimatet til $552 \cdot (1 + 0,138/12)^{8,5} = 608$ kr. Adresseavisen blir i skrivende stund handlet til 690 kr. Etter å ha gjennomført de andre verdsettelsene vil jeg til slutt kommentere resultatene.

9.3 Verdsettelse på basis av total kapitalmetoden

For å verdsette etter total kapitalmetoden vil jeg se på kontantstrømmen til drift og lar det være et mål på kontantstrømmene til netto driftskapital. Kontantstrømmene i budsjettperioden og horisontperioden blir diskontert og summert. Deretter blir gjelden og minoritetsinteresser trukket fra, og vi ender opp med verdien av egenkapitalen.

| Fremtidig kontantstrøm | 2007T | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------------------------------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Netto driftsresultat | 116306 | 76620 | 80174 | 83893 | 87784 | 91856 | 96117 | 100576 |
| + Unormalt netto driftsresultat | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| - Endring i netto driftseiendeler | -50441 | 106456 | 19505 | 20410 | 21357 | 22347 | 23384 | 24468 |
| = Fri kontantstrøm til SSK fra drift | 166748 | -29836 | 60669 | 63483 | 66428 | 69509 | 72733 | 76107 |

Tabell 9.2 Utledning av fri kontantstrøm til SSK fra drift

Igjen har jeg benyttet Gordon's growth for å finne horisontverdien, den er tillagt verdien i år 2014. Kontantstrømmen i horisontperioden er dividert med avkastningskravet minus den konstante veksten.

| Total kapitalmetoden | 2007T | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|----------------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| FKD | 0 | -29836 | 60669 | 63483 | 66428 | 69509 | 72733 | 76107 | 79637 |
| 1+NDK ^t | 0 | 1,072 | 1,149 | 1,231 | 1,319 | 1,414 | 1,515 | 1,624 | |
| NV (FKD) | 0 | -27839 | 52820 | 51571 | 50352 | 49161 | 47998 | 576774 | |

| | |
|------|--------|
| VNDK | 800837 |
| NFG | 117631 |
| MI | 604 |
| VEK | 682603 |

| | |
|------------------------|---------|
| Antall utstedte aksjer | 1901646 |
|------------------------|---------|

| | |
|-----------------|-----|
| Verdi per aksje | 359 |
|-----------------|-----|

Tabell 9.3 Verdsettelse etter total kapitalmetoden

Bruker vi denne metoden får vi et estimat på kr 359 per aksje per 31.3.2007 og per 15.12.07 vokser verdiesimatet til $359 \cdot (1 + 0,072/12)^{8,5} = 378$ kr Sammenligner vi denne prisen med markedsprisen er markedsprisen nesten dobbelt så høy.

9.4 Endelig verdieestimat

Ved å benytte egenkapitalmetoden får jeg et verdianslag på 1049 millioner kroner, tilsvarende med totalkapitalmetoden gir 683 millioner kroner. Anslaget blir altså 54 % høyere ved egenkapitalmetoden. Dette er på grunn av forskjellen i avkastningskravene EKK og NDK. Kravene er et resultat av bokførte verdier, ikke markedsverdier, og er dermed i strid med Miller og Modigliani teorien om at NDK oppsettet skal være basert på markedsverdier. Likevel er dette det beste alternativet fordi det er svært vanskelig å anslå markedsverdi på egenkapital og totalkapital. Alternativet vil være å gå ut fra at det første estimatet av EK er et passende avkastningskrav, for så å få et nytt estimat av EK og så verdsette EK ved at totalkapitalmetoden og egenkapitalen konvergerer.

I utgangspunktet er begge verdieestimatene like "riktige" og jeg vil derfor vektlegge begge estimatene lik verdi når jeg finner det endelige verdieestimatet. Det endelige estimatet på aksjeprisen blir dermed $608 * 0,5 + 378 * 0,5 = 493$ kr.

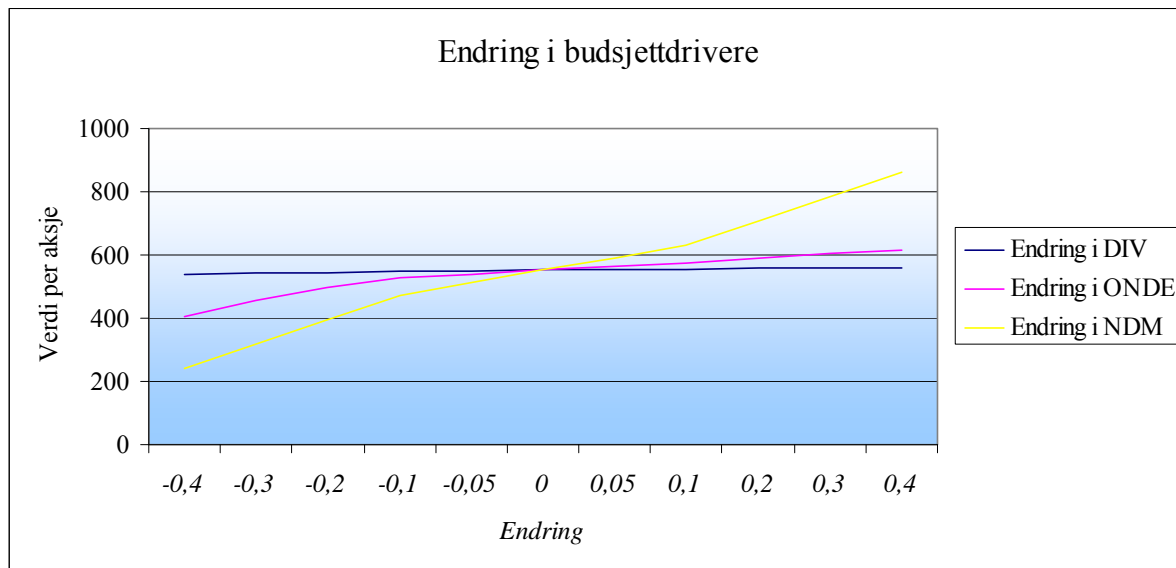
9.5 Sensitivitetsanalyse

Verdsettelsen av aksjen omfatter en god del vurderinger og bruk av skjønn. Analysen kan både være for pessimistisk og for optimistisk i forhold til hva som faktisk er verdien på aksjen avhengig av selskapets fremtidige prestasjoner. Siden verdsettelsen er usikker er det nyttig å lage en sensitivitetsanalyse som viser endringen i prisen ved endring i de mest sentrale budsjettdriverne og verdidriverne.

9.5.1 Sensitivitetsanalyse ved endring av budsjettdriverne

I første omgang vil jeg se hva som skjer med prisen ved endring i driftsinntektsvekst (DIV), netto driftsmargin (NDM) og omløp til netto driftseiendeler (ONDE) i forhold til analysen. Dette er gjort ved å endre budsjettdriveren med en prosentandel. Endringen i verdieestimatet er i forhold til prisen som ble beregnet ved hjelp av egenkapitalverdimodellen.

| Endring i budsjettdriverne | -0,4 | -0,3 | -0,2 | -0,1 | -0,05 | 0 | 0,05 | 0,1 | 0,2 | 0,3 | 0,4 |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|----------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| Endring i DIV | 539 | 542 | 546 | 549 | 550 | 552 | 553 | 554 | 557 | 559 | 561 |
| Endring i ONDE | 404 | 457 | 496 | 527 | 540 | 552 | 562 | 572 | 589 | 603 | 615 |
| Endring i NDM | 242 | 320 | 397 | 474 | 513 | 552 | 590 | 629 | 706 | 784 | 861 |

Tabell 9.4 Sensitivitetsanalyse ved endring av budsjettdriver**Figur 9.2 Sensitivitetsanalyse ved endring av budsjettdriver**

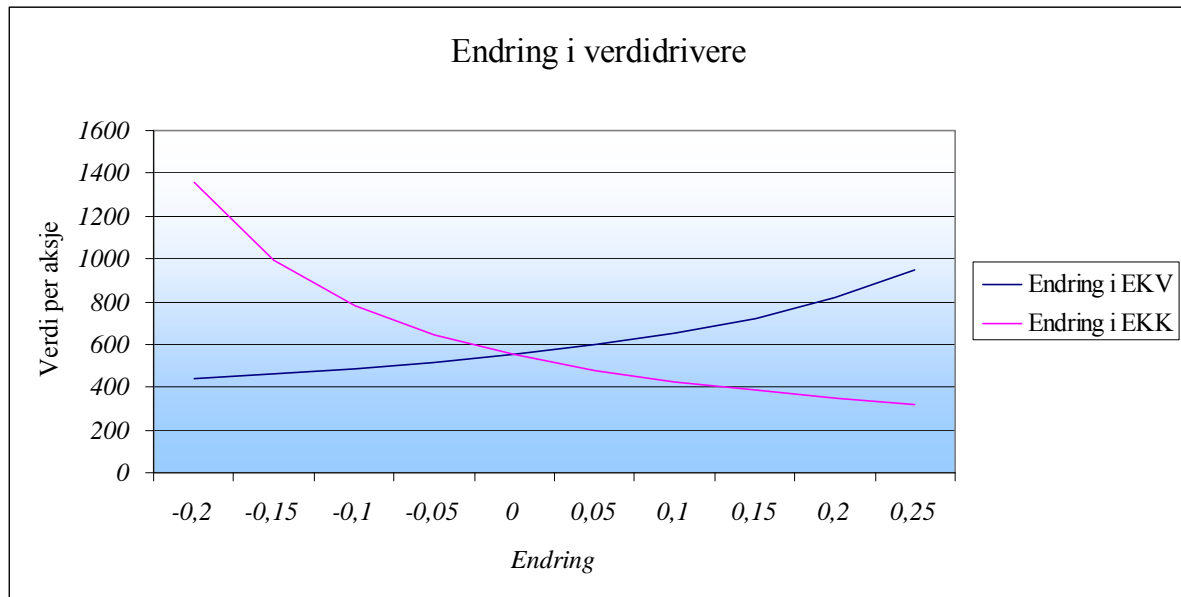
Endringene i prisen på aksjen vises tydelig både i tabell 9.4 og figur 9.2. Endringer i budsjettet driftsinntektsvekst ser ut til å ha liten virkning i verdien på aksjen, derimot ser endringer i ONDE og spesielt NDM ut til å gi dramatiske utslag. Dette er naturlig siden disse budsjettdriverne bestemmer netto driftsrentabilitet. En endring på +/- 10 % i netto driftsmargin gir store utslag i prisen på henholdsvis 474 (-14,1 %) og 629 (+13,9 %).

9.5.2 Sensitivitetsanalyse ved endring av verdidriverne

Jeg har i oppgaven valgt å fremskrive budsjettet på basis av de to verdidriverne EKK og EKV. Disse to har stor innvirkning på prisen, selv ved små endringer, og jeg har derfor valgt å se på et tettere intervall enn jeg gjorde ved budsjettdriverne.

| Endring i verdidriverne | -0,25 | -0,2 | -0,15 | -0,1 | -0,05 | 0 | 0,05 | 0,1 | 0,15 | 0,2 | 0,25 |
|-------------------------|-------|------|-------|------|-------|-----|------|-----|------|-----|------|
| Endring i EKV | 419 | 438 | 460 | 485 | 515 | 552 | 596 | 651 | 723 | 818 | 951 |
| Endring i EKK | 2165 | 1358 | 991 | 782 | 647 | 552 | 481 | 427 | 384 | 349 | 320 |

Tabell 9.5 Sensitivitetsanalyse ved endring av verdidriver



Figur 9.3 Sensitivitetsanalyse ved endring av verdidriver

Vi ser tydelig av figur 9.3 at prisen blir høyere ved lavere avkastningskrav, og synker ved lavere egenkapitalvekst.

10. Alternativ verdsettelse

For å gi prisen på Adresseavisen aksjen en ny dimensjon vil jeg også gjøre en kort verdsettelse ved å bruke en komparativ metode. Komparativ verdsettelse er mye brukt i analyse i praksis. Dette er først og fremst fordi det er svært enkelt å finne både estimer og nødvendige input data som kreves for fundamental verdsettelse eller opsjonsbasert verdsettelse. Denne verdsettelsesprosessen foregår i tre trinn:

1. Finne et selskap som er sammenlignbart

Selskapet bør ha tilnærmet lik finansiell og operasjonell oppbygning og befinne seg i samme bransje som Adresseavisen. Jeg vil benytte Stavanger Aftenblad, selv om de er veldig forskjellig bygd opp finansielt, er begge multimediebedrifter i sine regioner og har mange likhetstrekk.

2. Bestemme forholdstallet som skal brukes som grunnlag for sammenligningen

Forholdstallene som er brukt er mange, for eksempel aksjekurs i forhold til salg, kontantstrømmer, inntjening, bokførte verdier osv. I min komparative verdsettelse har jeg valgt å benytte P/E, Pris/Fortjeneste per aksje. Dette er et av de vanligste forholdstallene og er et godt utgangspunkt for sammenligning.

3. Sammenligne og vurdere forholdet mellom forholdstallene

| Selskap | Fortjeneste per aksje | Pris | P/E |
|---------------------|-----------------------|------|------|
| Adresseavisen | 34,4 | 580 | 16,9 |
| Stavanger Aftenblad | 9,6 | 152 | 15,8 |

Tabell 10.1 Sammenligning av P/E med Stavanger Aftenblad

Fortjeneste per aksje i 2006 og pris på aksjene er hentet fra Oslo Børs, aksjeprisen er den siste kursen som er omsatt i 2006. Det at Stavanger Aftenblad har en lavere P/E enn Adresseavisen betyr at man betaler mer for den samme inntekten ved å kjøpe Adresseavisen enn Stavanger Aftenblad. Skulle man kjøpt Adresseavisen til samme pris som man betaler for Stavanger Aftenblad ville prisen vært $34,4 * 15,8 = 543$. Sett i forhold til dagens pris så er Adresseavisen overpriset sammenlignet med Stavanger Aftenblad.

En annen mulighet er å sammenligne Adresseavisen med Schibsted:

| Selskap | Fortjeneste per aksje | Pris | P/E |
|---------------|-----------------------|------|------|
| Adresseavisen | 34,4 | 580 | 16,9 |
| Schibsted | 32,5 | 223 | 6,9 |

Tabell 10.2 Sammenligning av P/E med Schibsted

Også her kommer det frem at Adresseavisen aksjen synes å være kratig overvurdert i forhold til fortjenesten per aksje. Til sammenligning skulle Adresseavisen aksjen ha vært $34,4 \cdot 6,9 = 247$ med samme prising som Schibsted.

Vi ser av den komparative analysen at vi kommer frem til svært forskjellige verdiestimer og dette illustrerer svakheten til komparativ verdsettelse. Ved å velge ut selskap og multiplikatorer med omhu kan analytikeren få frem det estimat man selv ønsker. Estimaten kan dermed bli svært avvikende, som illustrert ovenfor, ut i fra hvilke analytikeren velger å bruke. Metoden er likevel et greit supplement til den fundamentale verdsettelsen, samtidig som den viser nødvendigheten og behovet for en grundig fundamental analyse.

11. Oppsummering og konklusjon

Aksjekursen i Adresseavisen skal reflektere hva slags forventninger markedet har til fundamentalverdier i et selskap. Dette skapes i en balanse mellom tilbud og etterspørsel. Jeg har på de foregående sidene foretatt en grundig fundamentalanalyse og kommet med et anslag på den underliggende fundamentalverdien i aksjen i Adresseavisen per 15.12.07. Jeg kom frem til en verdi på kr 493. På samme tidspunkt var aksjekursen kr 690. På grunnlag av dette vil jeg komme med en anbefaling angående handel i aksjen.

På et generelt grunnlag kan man si at dersom verdiestimatet er høyere enn børskursen bør man kjøpe aksjen, er den lavere, bør man selge aksjen. Dette er imidlertid en unyansert påstand. Selv om min fundamentale analyse tar utgangspunkt i et godt utarbeidet og utprøvd teoretisk rammeverk og de justeringer jeg har gjort underveis er gjort med støtte i teori og empiri er verdsettelse i stor grad basert på usikre hypoteser om fremtiden. Jeg har også synliggjort dette gjennom å foreta en sensitivitetsanalyse. Derfor er det nyttig, med utgangspunkt i estimatet, å sette en nedre og øvre grense for børskursen for å foreta en handel eller ikke. Innenfor disse grensene vil det være lurt å holde på aksjen. Setter vi denne skjønnsmessig til +/- 10 %, får vi grensene.

$$493 * 0,90 = 444 \text{ kr}$$

Hvis børskursen på tidspunktet for utarbeidelsen av verdiestimatet er lavere enn kr 444 bør man kjøpe aksjen.

$$493 * 1,10 = 542 \text{ kr}$$

Hvis børskursen på tidspunktet for utarbeidelsen av verdiestimatet er høyere enn 542 bør man selge aksjen.

Mitt personlige synspunkt er at Schibsted sin ivring etter å etablerere Media Norge har ført til fokus på, og etterspørsel etter avisaksjer nasjonalt. I tillegg har lokale investorer i Trondheim med ønske om lokalt eierskap kjøpt aksjer i Adresseavisen. Samlet har dette ført til sterk etterspørsel etter aksjene i Adresseavisen. Dette har igjen ført til at prisen på aksjen har steget langt over sin fundamentale verdi.

Mitt verdierestimert var kr 493 og børskursen på Adresseavisen på samme tidspunkt var kr 690.
Jeg anbefaler på bakgrunn av min analyse å selge aksjen.

12. Kilder

Adresseavisens årsrapporter 1999 t.o.m. 2006.

Adresseavisens kvartalsrapport 1.kvartal 2007.

Amdahl, Kjell E. og Oscar Eilert Uv (1992): Adresseavisen 225 år, 1767-1992. Adresseavisen, Trondheim.

Boye, Knut (1998): Verdsettelse. Cappelen Akademisk Forlag, Oslo.

Boye, Knut (2006): Forelesningsnotater i FIE424 Verdsettelse og fusjoner/oppkjøp

Brealey, Richard A. and Stewart C. Myers (2003): Principles of Corporate Finance. 7th ed. McGraw-Hill/Irwin, Boston, Mass.

Fotball 247, <<http://www.fotball247.no>> (januar - desember 2007)

Hill, Charles W.L. and Gareth R. Jones (2004): Strategic Management Theory: An integrated approach. 6th ed. Houghton Mifflin, Boston, Mass.

Knivsflå, Kjell Henry Forelesningsnotater i BUS424 Strategisk regnskapsanalyse og BUS425 Regnskapsanalyse og verdsettelse.

Lovdata, <<http://www.lovdata.no>> (januar - desember 2007)

Mediebedriftenes Landsforening, <<http://www.mediebedriftene.no/index.asp?id=71672>

> (januar - desember 2007)

Norges Bank, <<http://www.norges-bank.no>> (januar - desember 2007)

Foredrag for næringslivet i Midt-Norge av Svein Gjedrem, Norges Bank, <<http://www.norges-bank.no/upload/import/front/pakke/no/foredrag/2006/2006-10-02/figurer/figurer-2006-10-06.pdf>> (september 2006)

Penman, Stephen H. (2006): Financial Statement Analysis and Security Valuation. 3rd ed. McGraw-Hill, Boston, Mass.

Statistisk Sentralbyrå, <<http://www.ssb.no>> (januar - desember 2007)

TNS Gallup, <<http://www.tns-gallup.no>> (januar - desember 2007)

13. Appendiks 1: Forklaring av notasjon

| | |
|------|---------------------------------------------------|
| DAM | Driftsanleggsmidler |
| DOM | Driftsømløpsmidler |
| EK | Egenkapital |
| EKK | Egenkapitalkrav |
| EKR | Egenkapitalrentabilitet |
| EKV | Egenkapitalvekst |
| FAM | Finansielle anleggsmidler |
| FE | Finansielle eiendeler |
| FEKV | Fullstendig egenkapitalvekst |
| FG | Finansiell gjeld |
| FKD | Fri kontantstrøm fra drift |
| FKE | Fri kontantstrøm til egenkapitalen |
| FKSD | Fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital til drift |
| FOM | Finansielle omløpsmidler |
| KDG | Kortsiktig driftsrelatert gjeld |
| KDG | Kortsiktig driftsrelatert gjeld |
| KFG | Kortsiktig finansiell gjeld |
| KG | Kortsiktig gjeld |
| LDG | Langsiktig driftsrelatert gjeld |
| LFG | Langsiktig finansiell gjeld |
| MI | Minoritetsinteresser |
| NBU | Netto betalt utbytte |
| NDK | Netto driftskapital |
| NDR | Netto driftsresultat |
| NDRT | Netto resultat fra driftstilknnyta selskaper |

| | |
|---------------|--------------------------------------|
| NFG | Netto finansiell gjeld |
| NRE | Nettoresultat til egenkapitalen |
| NRS | Nettoresultat til sysselsatt kapital |
| r_f | Risikofri rente |
| r_m | Markedsavkastning |
| $(r_m - r_f)$ | Markedets risikopremie |
| SSK | Sysselsatt kapital |
| TK | Totalkapital |

14. Appendiks 2: Syntetisk rating

Rating

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

Konkurssannsynlighet og kredittrisikofaktor

| Ratingklasse | Rating | Årlig konkurssannsynlighet | Kredittrisikofaktor |
|------------------------|--------|----------------------------|---------------------|
| Investment grade | AAA | 0,0001 | 0,1000 |
| | AA | 0,0012 | 0,1500 |
| | A | 0,0024 | 0,2500 |
| Junk bonds/Speculative | BBB | 0,0037 | 0,4000 |
| | BB | 0,0136 | 0,6000 |
| | B | 0,0608 | 1,0000 |
| | CCC | 0,3085 | 3,0000 |
| | CC | 0,5418 | 9,0000 |
| | C | 0,7752 | 27,0000 |
| In default | D | 0,9999 | 1000,0000 |