

Norges Handelshøyskole
Bergen, vår 2011

Verdsettelse av TV 2 Gruppen AS



Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon 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.

**Masterutredning i hovedprofilen
finansiell økonomi**

**Av: Kristian Repstad og
Lars Christian Rogstad**

Veileder: Professor Frode Sættem

Sammendrag

Denne masterutredningen er en verdsettelse av TV 2 Gruppen AS basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Verdsettelsen består av en fundamental verdsettelse ved hjelp av totalkapitalmetoden, supplert med multippelverdsettelse, og målet er å komme frem til et verdiestimat på TV 2 Gruppen AS.

Vi gjennomfører en strategisk analyse av selskapets eksterne og interne forhold, samt en regnskapsanalyse, hvor informasjonen brukes til å lage fremtidsprognoser for selskapets kontantstrømmer. Deretter beregner vi et avkastningskrav og gjennomfører selve verdsettelsen. Avslutningsvis supplerer vi beregningene med multippelverdsettelse.

Vi kommer frem til et verdiestimat på 4 170 millioner NOK, dvs. 1 604 NOK per aksje. Multippelverdsettelsene anslår at selskapet kan være noe mindre verdt enn dette. Ettersom selskapet ikke er børsnotert, gir det ingen mening å gi en anbefaling på aksjen, da vi ikke har tilstrekkelig prisinformasjon. Sensitivitetsanalysen viser for øvrig at små endringer i enkelte av de underliggende estimatene har stor betydning for den beregnede verdien.

Forord

Vi har valgt å skrive en verdsettelsesoppgave fordi vi ønsket å benytte mye av kunnskapen vi har tilegnet oss ved NHH. En verdsettelse er i så måte en god mulighet til å bruke mye av denne kunnskapen. Vi har i forbindelse med utredningen spesielt dratt nytte av kunnskap fra kurs innen verdsettelse og corporate finance, men også av elementer fra kurs innen strategi, samt andre regnskaps- og finanskurs.

Ved valg av selskap, så ønsket vi å verdsette et selskap innen media, da vi begge har stor interesse for mediebransjen. Mediebransjen er i stadig endring som følge av teknologisk utvikling og endrede brukervaner, noe som gjør den spesielt spennende å følge. Vi registrerer at det tidligere ved NHH er skrevet flere verdsettelsesoppgaver innen avisbransjen, men at det så vidt vi kan se ikke tidligere er skrevet verdsettelse av noen TV-selskaper. TV 2 Gruppen var i så måte et spennende valg, ettersom de er den største kommersielle aktøren i norsk TV-bransje, og dessuten er et selskap som veldig mange nordmenn har et forhold til.

Det at selskapet ikke er børsnotert og derfor trolig ikke like gjennomanalysert som en del noterte selskaper synes vi dessuten var en spennende utfordring. At det ikke er børsnotert byr imidlertid på en del utfordringer. I tillegg til å mangle prisinformasjon, så er det noe variabelt hvor mye regnskapsinformasjon som er tilgjengelig og hvor raskt denne publiseres. For eksempel har vi ikke fått tilgang til fulle årsregnskaper med noter for regnskapsåret 2010, noe som medfører at en del av informasjonen som er benyttet er nærmere halvannet år gammel ved innlevering av utredningen. Dette er naturligvis en svakhet ved oppgaven, men det må også påpekes at TV-bransjen ellers er en bransje hvor det utarbeides mye tilgjengelig bransjeinformasjon, og vi har derfor mye informasjon vedrørende markedsutviklingen ellers.

Vi vil dessuten rette en stor takk til veileder Frode Sættem for gode tilbakemeldinger underveis i arbeidsprosessen.

Bergen, 11.5.2011

Kristian Repstad

Lars Christian Rogstad

Innhold

Sammendrag	2
Forord	3
Tabelloversikt.....	7
Figuroversikt.....	7
1 Om den norske TV-bransjen og TV 2 Gruppen AS.....	9
1.1 Den norske TV-bransjen	9
1.2 Om TV 2 Gruppen AS.....	11
1.2.1 Historisk oppsummering.....	12
1.2.2 TV 2 Gruppen AS i dag	13
1.3 Presentasjon av sammenlignbare selskaper	15
2 Strategisk analyse	18
2.1 Porters fem konkurransekrefter	18
2.1.1 Rivalisering.....	19
2.1.2 Kundenes forhandlingsmakt.....	24
2.1.3 Leverandørers forhandlingsmakt	27
2.1.4 Nyetableringer	29
2.1.5 Trussel fra substitutter	31
2.2 SVIMA.....	34
2.2.1 Finansiell Kapital	35
2.2.2 Fysisk kapital.....	36
2.2.3 Organisatorisk kapital	37
2.2.4 Kunnskapskapital	37
2.2.5 Relasjonskapital	39
2.3 Oppsummering strategisk analyse	42
3 Presentasjon av verdsettelsesteknikk.....	44
3.1 Fundamental verdsettelse: Totalkapitalmetoden.....	44
3.2 Komparativ verdsettelse: Multiplverdsettelse	45
4 Justering av regnskapstall	46
4.1 Normalisering	46
4.2 Omgruppering av balanse	47
4.2.1 Eiendeler.....	49
4.2.2 Gjeld.....	51
5 Lønnsomhetsanalyse.....	53
5.1 Inntekter.....	53

5.2	Kostnader	57
5.3	EBITDA-margin	61
6	Likviditets- og soliditetsanalyse	64
6.1	Likviditetsanalyse	64
6.1.1	Likviditetsgrad 1.....	64
6.1.2	Rentedekningsgrad.....	66
6.2	Soliditetsanalyse.....	67
6.2.1	Egenkapitalprosent.....	67
6.3	Konklusjon likviditets- og soliditetsanalyse.....	68
6.4	Syntetisk rating.....	69
7	Fremtidsprognoser.....	72
7.1	Evig konstant vekst.....	72
7.2	Inntekter.....	73
7.3	Kostnader	77
7.4	EBITDA-margin	80
7.5	Investeringer	81
7.6	Endring i arbeidskapital.....	82
7.7	Effektiv skattesats	83
7.8	Kontantstrømprognose	84
8	Avkastningskrav.....	85
8.1	Avkastningskrav på egenkapital	85
8.1.1	Risikofri rente	86
8.1.2	Markedets risikopremie	88
8.1.3	Beta.....	89
8.1.4	Likviditetspremie	93
8.2	Avkastningskrav på gjeld	94
8.3	WACC.....	94
9	Kontantstrømverdsettelse	95
10	Justering for illikviditet	98
11	Sensitivitetsanalyse	101
12	Multipelverdsettelse	104
12.1	Price/Earnings	106
12.2	Enterprise Value/EBITDA.....	107
12.3	Price/Book	109
12.4	Enterprise value/Sales.....	110

13	Konklusjon	113
	Referanseliste.....	114
	Appendiks A – normalisert EBITDA-regnskap.....	121
	Appendiks B – omgruppert balanse.....	122
	Appendiks C – regresjonsanalyse beta.....	123

Tabelloversikt

Tabell 1 Norske riksdekkende TV-kanaler 2010.....	10
Tabell 2 Eierskap og selskaper tilknyttet TV 2 Gruppen AS.	14
Tabell 3 Oversikt sammenlignbare selskaper.....	17
Tabell 4 SVIMA-modellens klassifisering av ressurser.	34
Tabell 5 SVIMA-modellens kriterier for varige konkurransefortrinn.	35
Tabell 6 SVIMA-modellens kriterier for konkurransefortrinn.....	35
Tabell 7 Omgruppering av balanse.....	48
Tabell 8 Omgruppert balanse for TV 2 Gruppen AS 2006-2009.	49
Tabell 9 Ratingmodell.....	69
Tabell 10 Utvikling i rating for TV 2 Gruppen og bransjeutvalget 2006-2010.	71
Tabell 11 Prognoser for årlig vekst i BNP, KPI-JAE og nominell vekst 2011-2014.	74
Tabell 12 Prognoser for inntektsvekst for TV 2 Gruppen 2011-2015.	76
Tabell 13 Prognoser for vekst i årslønn 2011-2014.	78
Tabell 14 Prognoser for kostnadsutvikling for TV 2 Gruppen 2011-2015.....	80
Tabell 15 Kontantstrømpronoser for TV 2 Gruppen 2011-2015.....	84
Tabell 16 Egenkapital- og forretningsbetaer for sammenlignbare børsnoterte selskaper.	91
Tabell 17 Netto finansiell gjeld for TV 2 Gruppen 2009.....	95
Tabell 18 Beregnet egenkapitalverdi for TV 2 Gruppen.	97
Tabell 19 Multiplverdssettelse for TV 2 Gruppen.....	105

Figuroversikt

Figur 1 Seerandeler norsk TV-bransje 2010.	10
Figur 2 Seerandelsutvikling norsk TV-bransje 1992-2010.....	20
Figur 3 Gjennomsnittlig daglig seertid per person i Norge 2000-2010.....	21
Figur 4 Utvikling i reklameinntektsandeler for kommersielle aktører i norsk TV-bransje 1996-2009.....	22
Figur 5 Utvikling netto reklameomsetning i den norske kommersielle TV-bransjen.	22
Figur 6 Utvikling andeler av total mediebrukstid 1991-2010.	31

Figur 7 Utvikling andeler av total reklameomsetning 2004-2010.	33
Figur 8 Inntektsutvikling TV 2 Gruppen 2006-2010.	53
Figur 9 Fordeling reklame- og andre inntekter TV 2 Gruppen 2006-2010.....	55
Figur 10 Inntektsvekst for TV 2 Gruppen og bransjeutvalget 2006-2010.....	56
Figur 11 Kostnader i % av totale inntekter for TV 2 Gruppen 2006-2010.	57
Figur 12 Programkostnadsvekst relativt til inntektsvekst for TV 2 Gruppen 2007-2010.	58
Figur 13 Personalkostnadsvekst relativt til inntektsvekst for TV 2 Gruppen 2007-2010.	60
Figur 14 Vekst i andre driftskostnader relativt til inntektsvekst for TV 2 Gruppen 2007-2010.	61
Figur 15 Utvikling i EBITDA-margin for TV 2 Gruppen og bransjeutvalget 2006-2010.....	62
Figur 16 Utvikling i likviditetsgrad 1 for TV 2 Gruppen og bransjeutvalget 2006-2010.....	65
Figur 17 Utvikling i rentedeckningsgrad for TV 2 Gruppen og bransjeutvalget 2006-2010.....	66
Figur 18 Utvikling i egenkapitalprosent for TV 2 Gruppen og bransjeutvalget 2006-2010.....	68
Figur 19 Utvikling i netto driftsrentabilitet for TV 2 Gruppen og bransjeutvalget 2006-2010.....	70
Figur 20 Historisk utvikling og prognoser for fordeling mellom reklame- og andre inntekter TV 2 Gruppen 2006-2015.	77
Figur 21 Historisk utvikling og prognoser for kostnader i % av inntekter for TV 2 Gruppen 2006-2015.	80
Figur 22 Utvikling netto investeringer i % av inntekter for TV 2 Gruppen 1996-2009.....	81
Figur 23 Utvikling netto operasjonell arbeidskapital i % av inntekter for TV 2 Gruppen 1996- 2009.....	83
Figur 24 Rentekurven for norske statskasseveksler og obligasjoner.....	87
Figur 25 Sensitivitetsanalyse av verdsettelsesmodell.....	101

1 Om den norske TV-bransjen og TV 2 Gruppen AS

1.1 Den norske TV-bransjen

TV-bransjen i Norge har utviklet seg mye siden NRK Fjernsynet offisielt ble åpnet av kong Olav 20. august 1960. NRK sitt monopol på kringkasting varte helt fram til sommeren 1982 da de første lokal-TV-selskapene kom på lufta som en følge av et stortingsvedtak i desember året før. På samme tid kunne mange nordmenn ta inn fjernsynssignaler fra blant annet Sverige, Sovjet, Finland, Danmark og Storbritannia, men det var først i 1988 at NRK fikk konkurranse fra andre norske riksdekkende TV-kanaler. I januar 1988 startet TV3 sine sendinger¹ mens TVNorge kom på lufta i desember samme år. I oktober 1990 vedtok Stortinget opprettelsen av TV 2 som allmennkringkaster og kanalen startet sine sendinger 5. september 1992.²

Utover på 1990-tallet kom det til nye norske riksdekkende TV-kanaler samtidig som distributørene av kabel- og satellitt-TV stadig økte sitt tilbud av utenlandske kanaler. I perioden fram til midt på 2000-tallet var programtilbudet på de riksdekkende TV-kanalene nokså bredt, men dette endret seg som følge av åpningen av det digitale bakkenettet for fjernsyn fra og med høsten 2007. Begrensningene på antall TV-kanaler som kunne sendes var ikke lenger betydelige og dermed var det duket for en framvekst av norske riksdekkende nisjekanaler. Per i dag har vi 19 norske riksdekkende TV-kanaler, i tillegg til et stort antall utenlandske kanaler, og distribusjon av TV-signaler er nå heldigitalisert³ etter slukkingen av det gamle analoge bakkenettet i desember 2009.⁴ Digitaliseringen av bakkenettet førte til at de kommersielle riksdekkende kanalene TV3 og TVNorge fikk økt sin dekningsgrad betydelig og ga dermed TV 2 Gruppen sterkere konkurranse i TV-annonseringsmarkedet.⁵

Som vist i tabell 1, er de norske riksdekkende kanalene i hovedsak eiet av staten, TV 2 Gruppen AS, det tyske mediekonsernet ProSiebenSat.1 og det internasjonale medieselskapet Modern Times Group (MTG).

¹ Kilde: <http://www.tv3.no>

² Kilde: NRK, <http://www.nrk.no/informasjon/fakta/1.6589747>

³ Med unntak av analog kabel-TV-distribusjon

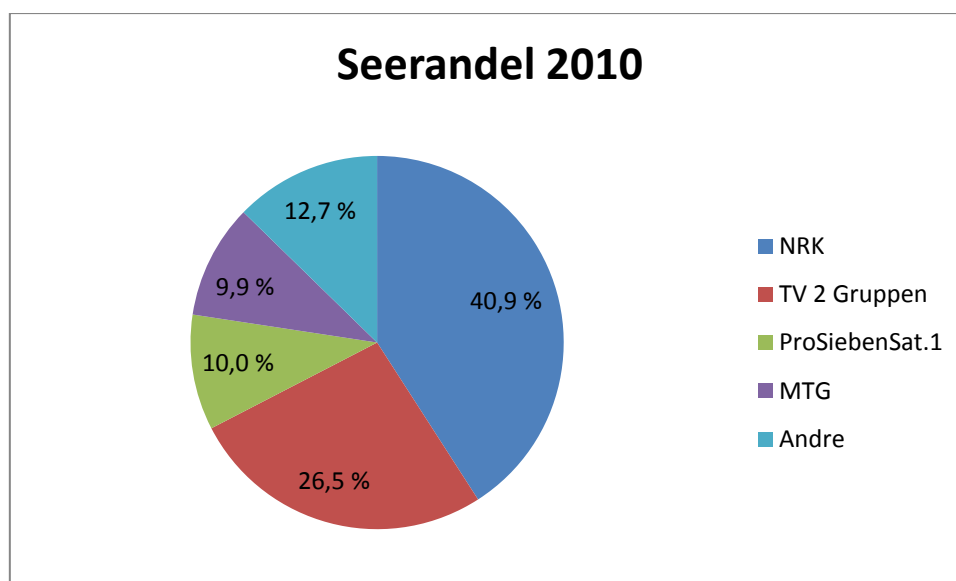
⁴ Kilde: Medienorge, mediebedriftenes landsforening, NRK, TNS Gallup, TV 2, <http://medienorge.uib.no/?cat=statistikk&medium=tv&queryID=290>

⁵ Kilde: Kulturdepartementet (2010a)

Den norske stat	TV 2 Gruppen AS	ProSiebenSat.1	MTG	Telenor Broadcast	Viacom
NRK1	TV 2	TVNorge	TV3	TV 2 Zebra (45%)	MTV Norge
NRK2	TV 2 Zebra (55%)	Fem	Viasat4	TV 2 Sport (45%)	
NRK3/Super	TV 2 Filmkanalen	Max	Viasat Sport		
	TV 2 Nyhetskanalen		Viasat Fotball		
	TV 2 Sport (55%)				
	TV 2 Bliss				
	TV 2 Barclays Premier League				

Tabell 1 Norske riksdekkende TV-kanaler 2010.^{6,7}

Som vi ser av figur 1 har NRK-kanalene fremdeles klart størst seerandel med 40,9 % i 2010, fulgt av TV 2 Gruppen AS⁸ med 26,5 %, ProSiebenSat.1 med 10,0 % og MTG⁹ med 9,9 %.¹⁰



Figur 1 Seerandeler norsk TV-bransje 2010.¹¹

⁶ Frikanalen, som eies av ikke-kommersielle organisasjoner, er ikke med i oversikten

⁷ Kilde: Medienorge, mediebedriftenes landsforening, NRK, TNS Gallup, TV 2, <http://medienorge.uib.no/?cat=statistikk&medium=tv&queryID=290>

⁸ Inkluderer TV 2, Zebra, Filmkanalen, Nyhetskanalen og Bliss

⁹ Inkluderer TV3 og Viasat4

¹⁰ Kilde: Medienorge, TNS Gallup, <http://medienorge.uib.no/?cat=statistikk&medium=tv&queryID=219>

¹¹ Kilde: Medienorge, TNS Gallup, <http://medienorge.uib.no/?cat=statistikk&medium=tv&queryID=219>

Blant de tre kommersielle aktørene er TV 2 Gruppen klart størst når det gjelder reklameinntekter, som i 2009 var på omkring 1,6 milliarder NOK,¹² og i 2010 på omkring 1,75 milliarder NOK.¹³ ProSiebenSat.1-kanalene hadde reklameinntekter i 2009 på omkring 560 millioner NOK,¹⁴ mens MTG-kanalene hadde reklameinntekter i 2008 på omkring 540 millioner NOK.¹⁵ Til sammenligning hadde NRK i 2009 lisensinntekter på omkring 4,3 milliarder NOK,¹⁶ og i 2010 på omkring 4,6 milliarder NOK.¹⁷

1.2 Om TV 2 Gruppen AS

TV 2 Gruppen AS er i dag Norges største kommersielle mediehus og har sitt hovedkontor i Bergen. Totalt har TV 2 Gruppen ca. 715 ansatte, som igjen er omtrent likt fordelt mellom Bergen og Oslo.¹⁸ Hovedkanalen TV 2 har som eneste norske kanal status som formidlingspliktig allmennkringkaster, med rett til riksdekkende formidling. Avtalen medfører at sendingene på hovedkanalen TV 2 skal baseres på prinsippene for allmennkringkasting, og inkluderer en del rammebetingelser for kanalens innhold.¹⁹ Kanalen har historisk hatt seerandeler på rundt 30 %, og over halvparten av det kommersielle markedet hvor NRK er ekskludert, men trenden de siste 2-3 årene er synkende.²⁰ Dette henger sammen med at innføringen av det digitale bakkenettet har gjort det enklere å distribuere TV, og andre kanaler og nisjekanaler har økt sin utbredelse. TV 2 Gruppen har også satset på en rekke nye nisjekanaler de siste årene. Vi vil nå først gi en kort oppsummering av TV 2 Gruppens historie, og deretter presentere TV 2 Gruppen slik den fremstår i dag.

¹² Kilde: TV 2 Gruppen konsernregnskap 2009

¹³ Kilde: TV 2 Gruppen resultatregnskap 2010

¹⁴ Kilde: TVNorge AS årsregnskap 2009

¹⁵ Kilde: Gimnes (2009), s. 9

¹⁶ Kilde: NRK AS årsregnskap 2009

¹⁷ Kilde: NRK AS årsregnskap 2010

¹⁸ Kilde: <http://www.tv2.no/omtv2/mediehuset>

¹⁹ Kilde: Kulturdepartementet (2010b), s. 2

²⁰ Kilde: Medietilsynet (2010), s. 18

1.2.1 Historisk oppsummering

Første konsesjonsperiode, 1992-2002 – etablering, vekst og stiftelse av morselskap

Som nevnt starter TV 2s historie med at Stortinget i 1990 vedtok at det skulle opprettes en riksdekkende reklamefinansiert TV-kanal. Ifølge tv2.no²¹ fikk så TV 2 i 1991 som første og eneste kommersielle aktør tildelt konsesjon til å drive allmennkringkasting over det analoge kringkastingsnettverket. Konsesjonen gjaldt i første omgang for 10 år fra 1992-2002, og Bjørn Atle Holter-Hovind ble TV 2s første sjef. Den 5. september 1992 startet sendingene med åpningsshowet "Første gang" ledet av Dan Børge Akerø. Dette var en offisiell åpning, og programmet ble også vist på NRK. I 1993 overtok Arne A. Jensen som sjef, og satsingen på situasjonskomedien "Mot i brystet" ble en av kanalens første store seersuksesser. TV 2s første positive driftsresultat ble oppnådd i 1994, og samme året så også "God Morgen, Norge" dagens lys for første gang. Utviklingen fortsatte i 1995 hvor TV 2s seerandel for første gang krøp over 30 % av det norske TV-markedet. I 1997 markerte TV 2 seg som sportskanal gjennom Alpin-VM i Sestriere. Samme år overtok TV 2 49,33 % av aksjene i TVNorge, og datterselskapene Storm Weather Centre, TV 2 Invest og forløperen til grafikkelskapet VizRT ble etablert. I 1998 skrev Hotel Cæsar TV-historie som første norske daglige TV-såpe. Kåre Valebrokk ble ny TV 2-sjef i 1999, og i 2000 sendte TV 2 sitt første store internasjonale fotballmesterskap, EM fra Nederland og Belgia. I 2001 fikk TV 2 tildelt ny konsesjon med varighet fra 2003-2010, og i 2002 nådde TV 2 sin hittil høyeste seerandel med 32,2 % på årsbasis. Samme året ble TV 2 Gruppen nytt morselskap i TV 2-konsernet. TV 2 Gruppen og NRK stiftet så Norges televisjon, som senere søkte konsesjon i det digitale bakkenettet.

Andre konsesjonsperiode, 2003-2010 – satsing på nisjekanaler

I 2003 gikk TV 2 Gruppen inn i en ny konsesjonsperiode, og samme år utvidet konsernet sin virksomhet til å inkludere radio da de gikk inn på eiersiden i Kanal 24. I 2004 solgte TV 2 Gruppen aksjene i TVNorge til majoritetseier SBS, og samme år nådde TV 2s status som sportskanal nye høyder da de hadde eksklusive rettigheter til fotball-EM i Portugal. I 2005 sikret kanalen seg dessuten rettighetene til all norsk toppfotball. Samme år ble kanaltilbudet

²¹ Kilde: <http://www.tv2.no/omtv2/mediehuset/>

utvidet ved lansering av TV 2 Zebra. RiksTV ble også etablert dette året, med både TV 2 Gruppen, NRK og Telenor på eiersiden. Kanaltilbudet ble utvidet ytterligere i 2006 ved lansering av TV 2 Filmkanalen. TV 2 Gruppen ble også dette året enige med kulturdepartementet om TV 2 Gruppens betingelser i et digitalt bakkenett. Da nåværende sjef for TV 2 Gruppen Alf Hildrum tok over for Kåre Valebrokk i 2007, fortsatte mediehuset sin satsing på nisjekanaler. Både Norges første nasjonale nyhetskanal, TV 2 Nyhetskanalen, og TV 2 Gruppens egen sportskanal TV 2 Sport ble lansert dette året, da man også startet sendingene i det digitale bakkenettet. I 2008 gjennomførte TV 2 Gruppen betydelige kostnadskutt, og man startet samtidig å slukke de analoge senderne i bakkenettet. TV 2 Gruppen fortsatte å kutte kostnader i 2009, samtidig som man startet sendinger i HD-kvalitet. TV 2 Gruppen var dette året eneste søker til ny avtale med staten som gir status som formidlingspliktig allmennkringkaster. Samme år solgte TV 2 Gruppen seg ut av SBS Radio, og lanserte kanalen TV 2 Science Fiction. I 2010 inngikk TV 2 Gruppen en ny allmennkringkasteravtale med kulturdepartementet med varighet fra 2011-2015. Lanseringen av nye kanaler fortsatte også i 2010 gjennom lansering av underholdningskanalen Bliss, og tre Premier League-kanaler i HD som følge av at TV 2 Gruppen sikret seg rettigheter til Premier League fra og med sesongen 2010/11. TV 2 Gruppen lanserte også flere applikasjoner til mobil og nettbrett dette året.

1.2.2 TV 2 Gruppen AS i dag

Eierskap og selskaper tilknyttet TV 2 Gruppen AS

TV 2 Gruppen AS eies i dag 100 % av holdingselskapet AE-TV Holding AS, som igjen eies 50 % av A-pressen og 50 % av danske Egmont. En rekke selskaper er eid av eller tilknyttet til TV 2-konsernet, og TV 2 Gruppens eierandeler i ulike selskaper er oppsummert i tabell 2.

Selskap	Eierandel TV 2 Gruppen AS
TV 2 Invest AS	100,00 %
TV 2 Torget AS	100,00 %
TV 2 AS	100,00 %
TV 2 Zebra AS	55,00 %
Mosart Medialab AS	100,00 %
RiksTV	33,33 %
Storm Weather Centre	42,40 %
OB Team	100,00 %
NTV	33,33 %

Tabell 2 Eierskap og selskaper tilknyttet TV 2 Gruppen AS.²²

TV 2 Invest AS driver finansiell investeringsvirksomhet og eier konsernets aksjeposter i ikke-TV-relaterte virksomheter. Blant annet ligger TV 2 Gruppens andel på 42,40 % i Storm Weather Centre inn under TV 2 Invest. TV 2 Torget AS er en markeds plass på nett, mens TV 2 AS inkluderer tv-kanalene TV 2, TV 2 Nyhetskanalen, TV 2 Filmkanalen og Bliss, i tillegg til nettplattformene tv2.no og TV 2 Sumo. TV 2 Zebra er en TV-kanal hvor Telenor har en 45 % eierandel, OB Team er et produksjonsselskap²³ og Mosart er et publiseringssystem for nyheter med en markedsandel i Europa på over 70 %.²⁴ RiksTV er en TV-distributør som tilbyr digital-TV i det digitale bakkenettet som 98 % av norske husstander kan få inn med vanlig TV-antenne.²⁵ Norges Televisjon (NTV) er konsesjonsinnehaver og plattformoperatør av det digitale bakkenettet.²⁶

Lønnsomhet og segmenter

TV 2 Gruppen AS hadde i 2010 driftsinntekter på 2 704 millioner NOK, og et driftsresultat på 335 millioner NOK. TV 2 AS hadde et driftsresultat på 272 millioner NOK, mens datterselskapene TV 2 Zebra, OB Team og TV 2 Torget bidro med et samlet driftsresultat på 63 millioner NOK.²⁷ All omsetning i TV 2-konsernet foregår i Norge. TV 2-konsernet kan inndeles i segmentene TV, multimedia og forretningsutvikling/investeringer. Det foreligger

²² Kilde: <http://www.tv2.no>

²³ Kilde: <http://www.obteam.no>

²⁴ Kilde: <http://www.mosartmedialab.no>

²⁵ Kilde: <http://www.rikstv.no>

²⁶ Kilde: <http://www.ntv.no>

²⁷ Kilde: <http://www.tv2.no/omtv2/pressemeldinger/storsatsing-etter-rekordresultat-i-tv-2-3409356.html>

foreløpig ikke segmentinformasjon for 2010, men segmentet TV, som omfatter TV-, produksjons- og rettighetselskaper, hadde i 2009 inntekter på omkring 2 369 millioner NOK.²⁸ Segmentet multimedia omfatter TV 2 Torget og hadde samme år inntekter på omkring 28 millioner NOK. Forretningsutvikling/investeringer omfatter alle investeringer, både operasjonelle og finansielle, gjennom morselskapet TV 2 Gruppen og TV 2 Invest, og hadde i 2009 inntekter på rundt 273 millioner NOK. Totalt er det derfor TV-segmentet som er den klart største og mest betydningsfulle delen av TV 2 Gruppens virksomhet.

Seerandeler, kanaltilbud og distribusjon

Moderkanalen TV 2 hadde i 2010 en seerandel på 20,5 %, ²⁹ TV 2 Zebra hadde en seerandel på 3 %, mens resten av kanalene er nisjekanaler med lavere seerandeler. I tillegg til TV 2, TV 2 Zebra, TV 2 Nyhetskanalen, TV 2 Filmkanalen og Bliss, tilbyr TV 2 Gruppen premiumkanalene TV 2 Sport og TV 2 Barclays Premier League. TV 2 Gruppen tilbyr også kanalen TV 2 Science Fiction, som bare distribueres gjennom nettplattformen TV 2 Sumo. Av nisjekanaler har TV 2 Gruppen de siste årene satset spesielt tungt på sport, og har blant annet rettigheter til å vise norsk og engelsk fotball, samt en del rettigheter til håndball og sykkel. Hovedkanalen TV 2 har en distribusjon på 97,9 % av Norges befolkning, og er tilgjengelig via flere distribusjonskanaler.³⁰ Gjennom det digitale bakkenettet distribueres TV 2 og TV 2 HD via RiksTV, hvor TV 2 Gruppen også har en eierandel på 33,33 %. TV 2 og TV 2 HD er også tilgjengelig via satellitt, både gjennom Viasat og Canal Digital. Dessuten tilbyr alle norske kabel-tv-leverandører TV 2, og kanalen er også tilgjengelig via IP-TV i deler av landet. Når det gjelder web-TV, så distribueres TV 2 HD gjennom TV 2 Sumo.

1.3 Presentasjon av sammenlignbare selskaper

Aktører i det norske TV-markedet

I en verdsettelsesoppgave er det en fordel å ha sammenlignbare selskaper å sammenligne med. En naturlig måte å se etter komparative selskaper er å ta utgangspunkt i det norske TV-markedet. Som lisensfinansiert statskanal har NRK en noe begrenset nytte i

²⁸ Kilde: TV 2 Gruppen konsernregnskap 2009

²⁹ Kilde: TNS Gallup (2011), s. 10

³⁰ Kilde: <http://www.tv2.no/omtv2/aktuelt/hvordan-motta-tv-2-1762831.html>

sammenligninger, da den i motsetning til de kommersielle aktørene ikke henter inntektene sine i annonsemarkedet. TV 2 Gruppens to største kommersielle konkurrenter i det norske markedet er MTG og ProSiebenSat.1. NRK har all sin virksomhet i Norge og har virksomhet innen TV, radio og internett. MTG har virksomhet i hele norden, samt deler av Øst-Europa, innenfor TV, radio og internett. Selskapet utarbeider ikke gode nok regnskapstall til at vi kan skille ut deres norske virksomhet, men de henter mesteparten av TV-inntektene sine i norden, og TV-segmentet står for den største delen av selskapets totale omsetning.³¹ MTG er for øvrig børsnotert i Stockholm. ProSiebenSat.1 er en stor aktør innen 14 europeiske land med virksomhet innen TV, radio og internett.³² Selskapet er børsnotert i Tyskland.

Europeiske mediehus

Ettersom sammenlignbarheten og kvaliteten på regnskapstallene utarbeidet for andre aktører i det norske markedet er noe variabel, har vi i tillegg satt sammen en indeks bestående av 11 europeiske mediehus som vi bruker i flere av våre analyser. Dette fordi vi ser det som en naturlig antagelse at den norske TV-bransjen følger mange av de samme trendene som resten av TV-bransjen ute i Europa, og et bredere sammenligningsgrunnlag vil sette oss i stand til å ta bedre beslutninger. De fleste av disse mediehusene vil også bli brukt i forbindelse med komparativ verdsettelse hvor det er en fordel å ha børsnoterte komparative selskaper. Det er for øvrig per i dag ingen børsnoterte TV-selskaper notert i Norge.

Omtalte MTG og ProSiebenSat.1 inngår i indeksen. Det samme gjør franske Groupe M6 og det spanske mediehuset Grupo Antena 3. Videre har vi inkludert Mediaset Group (Italia), RTL Group (Luxemburg), STV Group (Skottland) og UTV Media (Irland). Vi har også inkludert noen kommersielle allmennkringkastere i andre land, derav svensk TV4, dansk TV 2 og britiske ITV.

Relevant informasjon om de 11 selskapene er oppsummert i tabell 3:

³¹ Kilde: MTG årsrapport 2010

³² Kilde: <http://www.prosiebensat1.com>

Navn	Land	Virksomhet	Børsnotert
Groupe M6	Frankrike	TV, Internett	Nei
Grupo Antena 3	Spania	TV, Radio, Internett	Ja
ITV	UK	TV, Internett	Ja
Mediaset Group	Italia	TV, Internett	Ja
MTG	Sverige	TV, Radio, Internett	Ja
ProSiebenSat.1	Tyskland	TV, Radio, Internett	Ja
RTL Group	Luxemburg	TV, Radio, Internett	Ja
STV Group	Skottland	TV, Internett	Ja
TV 2 Danmark	Danmark	TV, Radio, Internett	Nei
TV4	Sverige	TV, Internett	Nei
UTV Media	Irland	TV, Radio, Internett	Ja

Tabell 3 Oversikt sammenlignbare selskaper.

2 Strategisk analyse

For å få et godt bilde av TV 2 Gruppens underliggende økonomiske forhold vil vi utføre en kvalitativ strategisk analyse av TV 2 Gruppens omgivelser og interne ressurser. Vi analyserer først de eksterne omgivelsene til TV 2 Gruppen ved hjelp av Porters industrianalysemodell, før vi benytter det såkalte SVIMA-rammeverket til å analysere de interne ressursene til TV 2 Gruppen. Resultatene av disse analysene gir oss oversikt over muligheter og trusler selskapet står ovenfor, samt interne styrker og svakheter ved selskapet, som kan oppsummeres ved hjelp av SWOT-modellen³³ (strengths, weaknesses, opportunities og threats).

Konklusjonene fra analysen av de eksterne konkurransekraftene og de interne ressursene vil være avgjørende for prognosene i fremtidsregnskapet og dermed også for selve verdsettelsen av TV 2 Gruppen.

2.1 Porters fem konkurransekrefter

For å analysere de eksterne omgivelsene til TV 2 Gruppen har vi altså valgt å benytte Michael E. Porters modell.³⁴ Porters rammeverk, som ble publisert første gang i 1979 i Harvard Business Review, tar for seg følgende fem konkurransekrefter:

- Rivalisering mellom eksisterende aktører i bransjen
- Kunders forhandlingsmakt
- Leverandørers forhandlingsmakt
- Trussel om nyetablering
- Trussel fra substitutter

Utgangspunktet for modellen er at bransjens struktur og konkurransesituasjon er definert ut fra de fem konkurransekraftene. Dersom konkurransekraftene er sterke er normalt bransjens lønnsomhet lav, mens i bransjer hvor konkurransekraftene er svake vil lønnsomheten normalt være høy(ere). Gjennom å analysere og forstå de ulike konkurransekraftene kan man avdekke grunnlaget for bransjens lønnsomhet, og i tillegg danne grunnlag for å forstå fremtidig konkurransesituasjon og lønnsomhet.

³³ Kilde: Barney (2007), s. 11

³⁴ Kilde: Porter (2008)

Vi har valgt å avgrense bransjen til å gjelde det norske TV-markedet. Dette fordi TV-segmentet er den klart største og mest betydningsfulle delen av TV 2 Gruppens virksomhet. Den norske TV-bransjen omfatter både NRK og de kommersielle aktørene. Det som er litt spesielt for den kommersielle delen av TV-bransjen er at den, i likhet med andre kommersielle medier, opererer i et tosidig kundemarked. Reklamefinansiert TV selger et produkt til to ulike kundegrupper (seere og annonsører) som er gjensidig avhengige av hverandre.³⁵ Derfor vil bransjeanalysen, der det er hensiktsmessig, være todelt slik at vi både diskuterer brukermarkedet, hvor NRK er en stor aktør, og annonsemarkedet hvor NRK ikke deltar.

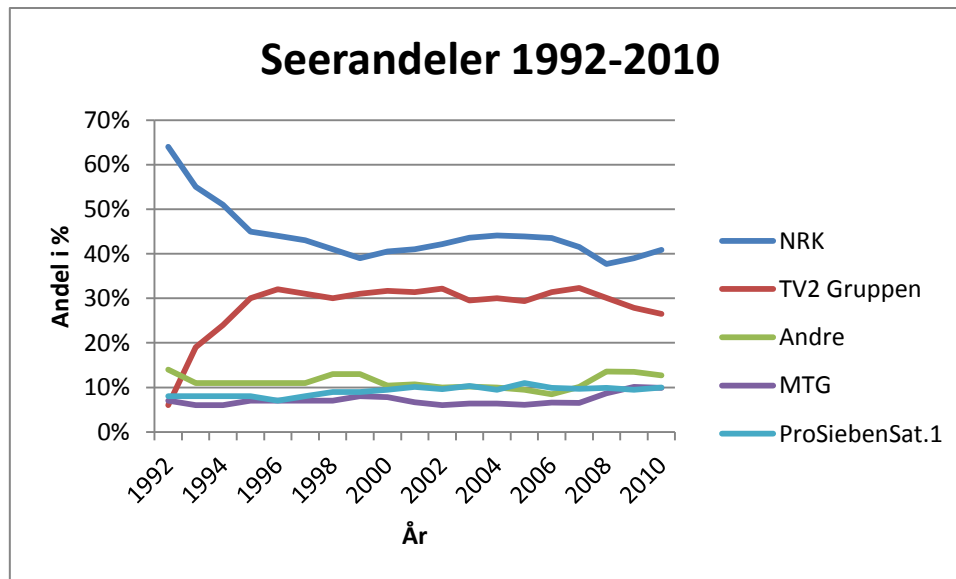
2.1.1 Rivalisering

Sterk rivalisering vil begrense lønnsomheten i bransjen. Lønnsomheten påvirkes i så måte først og fremst av hvor intensiv konkurransen er, men også av hvordan aktørene konkurrerer.

Brukermarkedet

Figur 2 viser at den norske TV-bransjen målt i seertall domineres av noen få større aktører, NRK, TV 2 Gruppen, MTG og ProSiebenSat.1, og at TV 2 Gruppen kan sies å ha en relativt solid posisjon i den norske TV-bransjen. Vi ser at NRK historisk har hatt, og fortsatt har flest TV-seere, mens TV 2 gruppen har en solid posisjon som nummer 2. TV 2 Gruppen har siden 1995 hatt en relativt jevn seerandel på rundt 30 % av det norske markedet. Denne andelen har falt noe etter at det digitale bakkenettet ble åpnet i 2007, og spesielt MTG-kanalene, i tillegg til en rekke mindre kanaler, har økt sine seerandeler. MTG og ProSiebenSat.1 har seerandeler på omtrent 10 % hver, mens det også finnes en del mindre aktører med til sammen i overkant av 10 % av markedet. Ingen av disse mindre aktørene kan imidlertid sies individuelt sett å ha betydelige seerandeler.

³⁵ Kilde: Kind og Scheldrup (2007), s. 11



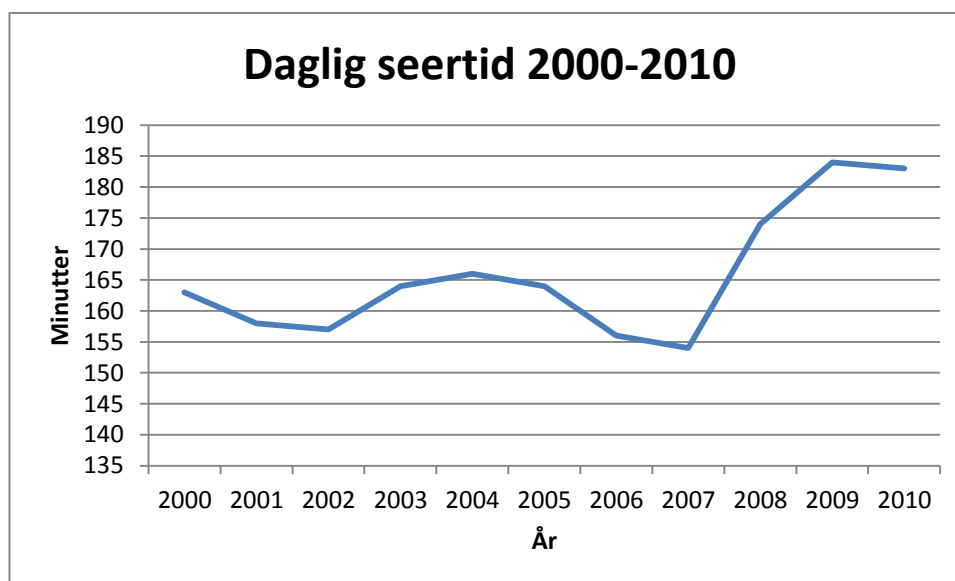
Figur 2 Seerandelsutvikling norsk TV-bransje 1992-2010.³⁶

Intensiteten i rivaliseringen kan blant annet økes både av antall aktører i bransjen, og dersom aktørene er omtrent like store og har samme innflytelse. Relativt få aktører i bransjen tilsier liten rivalisering, men både NRK og TV 2 Gruppen er store aktører med stor innflytelse, og konkurransen mellom dem kan være en trussel i bransjen. For å vinne kampen om TV-seerne er det viktig for NRK og TV 2 Gruppen å satse på kvalitetsprogrammer, som igjen kan være kostbare å utvikle, og derfor kan spise opp deler av lønnsomheten.

Noe annet som kan øke intensiteten i rivaliseringen er eventuell svak vekst i bransjen. Gjennomsnittlig daglig seertid per person i Norge har økt litt de siste årene, noe som indikerer at TV er en bransje i vekst. Figur 3 viser utviklingen de siste 10 årene. I en rapport skrevet av Deloitte³⁷ blir det argumentert for at TV vil styrke sin posisjon som "supermedium" fremover. Det spås her at folk vil fortsette å øke sin tidsbruk til TV-seing, og at TV-selskaperens samlede inntekter vil øke både i form av økt brukerbetaling og økte annonseinntekter. Det at seerne ser mer på TV bidrar til å redusere trusselen fra rivalisering fordi det byr på muligheter til å kapre seere uten at det nødvendigvis betyr at man tar etablerte seerandeler fra andre.

³⁶ Kilde: Medienorge, TNS Gallup, <http://medienorge.uib.no/?cat=statistikk&medium=tv&queryID=219>

³⁷ Kilde: Deloitte (2011), s. 20



Figur 3 Gjennomsnittlig daglig seertid per person i Norge 2000-2010.³⁸

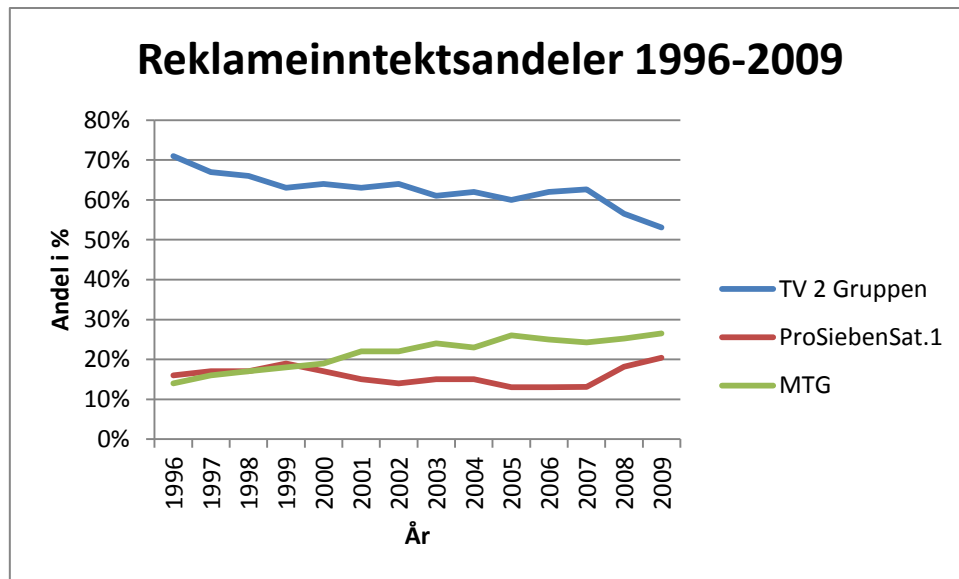
Annonsemarkedet

Vi ser av figur 4 at TV 2 Gruppen i hele perioden 1996-2009 har hatt en andel på over 50 % av reklameinntektene i det kommersielle norske TV-markedet, men at andelen falt noe fra 2007 til 2009. Et sentralt poeng er at digitaliseringen førte til betydelig økt dekningsgrad for MTG og ProSiebenSat.1s hovedkanaler TV3 og TVNorge. Dette har økt konkurransen i det riksdekkende annonsemarkedet.³⁹ Dette er også en sannsynlig forklaring på hvorfor TV 2 Gruppens markedsandeler har falt noe de siste årene. Likevel må TV 2 Gruppen fortsatt kunne betegnes som en klar markedsleder med 53 % av reklameinntektene i den norske TV-bransjen i 2009, mens hovedkonkurrentene MTG og ProSiebenSat.1 tok inn henholdsvis 27 % og 20 %.⁴⁰ Få aktører med relativt varierende størrelse skulle derfor ikke tilsi sterk rivalisering i kampen om annonsekundene, til tross for at konkurransen tilsynelatende har blitt noe tøffere etter åpningen av det digitale bakkenettet.

³⁸ Kilde: TNS Gallup TV-meterpanel. Personer 12 år +

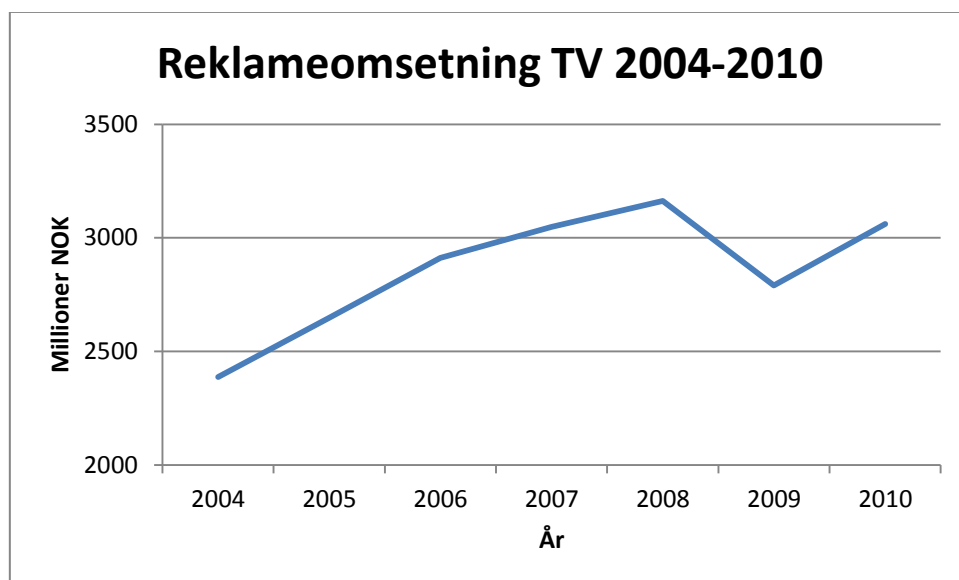
³⁹ Kilde: Kulturdepartementet (2010a)

⁴⁰ Kilde: Medienorge, AC Nielsen Reklame-Statistikk, <http://medienorge.uib.no/?cat=statistikk&medium=tv&queryID=220>



Figur 4 Utvikling i reklameinntektsandeler for kommersielle aktører i norsk TV-bransje 1996-2009.⁴¹

Når det gjelder vekst i annonsemarkedet, så ser vi av figur 5 at reklameomsetningen i den norske kommersielle TV-bransjen har vokst de fleste år fra 2004 og frem til i dag.



Figur 5 Utvikling netto reklameomsetning i den norske kommersielle TV-bransjen.⁴²

⁴¹ Kilde: Medienorge, AC Nielsen Reklame-Statistikk, <http://medienorge.uib.no/?cat=statistikk&medium=tv&queryID=220>

⁴² Kilde: Medienorge, IRM, <http://medienorge.uib.no/?cat=statistikk&medium=tv&queryID=362>

Unntaket er 2009 som kan tolkes som en reaksjon på finanskrisen. Vi ser imidlertid at reklameinntektene i TV igjen har økt i 2010. Deloitte spår at TV-selskapenes samlede inntekter vil øke fremover både i form av økt brukerbetaling og økte annonseinntekter.⁴³ Vi konkluderer derfor med at TV-bransjen som annonsemarked er i vekst, noe som svekker trusselen av rivalisering i bransjen. Dette fordi TV-selskaper har mulighet til å vokse uten at man nødvendigvis må kapre markedsandeler fra andre.

Dessuten er det slik at liten differensiering mellom produktene til de ulike aktørene vil øke sannsynligheten for priskonkurransen. Det vil være en betydelig fare for priskonkurransen dersom kundene har små byttekostnader i forbindelse med å bytte TV-kanal. Et argument er at økt dekningsgrad for blant annet TVNorge og TV3 gjør at den brede markedsdekningen som TV 2 Gruppen tidligere var nærmest alene om å kunne tilby sine annonsekunder, i mindre grad kan sees på som et differensiert produkt. Samtidig vil det være slik at TV 2 Gruppen med en markedsandel på ca. halvparten av det kommersielle markedet vil kunne tilby annonsekundene å nå ut til langt flere seere. Det bør også argumenteres for at det økende tilbudet av nisjekanaler representerer en form for produktdifferensiering mot annonsekundene. Ved hjelp av nisjekanaler kan man tilby smalere kanaler rettet mot enkelte seergrupper, og man kan i større grad tilby annonsørene å treffe bestemte målgrupper. En økt satsing på nisjekanaler vil derfor kunne bidra til å dempe priskonkurransen i annonsemarkedet, fordi det trolig vil medføre store byttekostnader for en annonsør å annonsere på en annen kanal med en helt annen målgruppe. Noe annet som kan øke priskonkurransen om annonsekundene er at TV-annonsering kan betraktes som en form for ferskvare. Med det mener vi at dersom en TV-kanal for eksempel ikke har fylt reklametiden en søndagskveld, så er det for sent å fylle denne tiden på mandagen. Dette kan bidra til at aktørene i større grad konkurrerer på pris, og i perioder hvor annonsemarkedet går dårlig, kan annonseprisene presses ned. For eksempel så man som nevnt betydelige svikt i reklameinntektene som følge av finanskrisen. Vi mener derfor at det er en viss trussel om priskonkurransen i annonsemarkedet, men at denne svekkes noe av differensiering gjennom satsing på nisjekanaler.

⁴³ Kilde: Deloitte (2011), s. 20

De to kundemarkedene oppsummert

Oppsummert kan vi si at det er en viss rivaliseringstrussel i TV-bransjen, spesielt i brukermarkedet hvor NRK og TV 2 Gruppen er store konkurrenter om de samme TV-seerne. Tilsvarende rivaliseringstrussel i annonsemarkedet er ikke like sterk selv om MTG og ProSiebenSat.1 har styrket sine markedsandeler noe etter åpningen av det digitale bakkenettet. Den kommersielle delen av bransjen preges fortsatt av at TV 2 Gruppen er markedsleder. Trusselen om priskonkurranse i annonsemarkedet vil imidlertid ta seg opp i nedgangsperioder, men dempes av satsing på nisjekanaler og ulikt programtilbud. Et sentralt poeng er imidlertid at både brukermarkedet og annonsemarkedet er markeder i vekst, noe som svekker rivaliseringstrusselen og gir muligheter for god lønnsomhet i bransjen.

2.1.2 Kundernes forhandlingsmakt

Kunder med høy forhandlingsmakt kan bidra til å senke lønnsomheten i bransjen ved å presse ned prisene, kreve høyere kvalitet eller service, eller ved å sette aktører i bransjen opp mot hverandre.

Brukermarkedet

Brukernes forhandlingsmakt begrenses av at de opererer individuelt. Seerne har naturligvis ingen mulighet til oppstrøms integrering, noe som også reduserer forhandlingsmakten. Det kan likevel hevdes at dersom majoriteten av seerne opptre rimelig likt og har like preferanser, så vil deres samlede brukervaner påvirke TV-kanalene. Gode, populære programmer vil tiltrekke seg seere, og seerne har i så måte forhandlingsmakt ettersom det er de som avgjør hvorvidt et program er populært eller ikke. Dersom kanalene fremstår som relativt like og udifferensierte, vil dessuten seernes byttekostnader være lave. Dette kan meget mulig være tilfelle for de brede riksdekkende kanalene, men vi tror at dagens satsing på nisjekanaler vil differensiere TV-tilbudet og påføre seerne økte byttekostnader. For eksempel vil TV 2 Gruppen gjennom sine eksklusive rettigheter til Premier League påføre fotballinteresserte seere vesentlige byttekostnader, da ingen andre kanaler kan tilby dette produktet.

Når det gjelder seernes prissensitivitet, så er denne preget av at aktørene tar inn brukerbetaling på forskjellige måter og i forskjellig grad. NRK på sin side finansieres gjennom lisensbetaling hvor seerne trolig er lite prissensitive. Dette fordi lisensen også kan sees på som prisen på å få lov til å ha TV, og at de fleste husstander trolig vil velge å ha TV relativt uavhengig av lisensbeløpet. De kommersielle aktørene tar inn mesteparten av inntektene på reklame, men også disse tar inn en del inntekter fra brukerbetaling. Selv om betal-TV kan påføre en husstand en del kostnader, vil nok ikke dette normalt utgjøre en veldig stor del av husstandens samlede kostnader. Likevel er det grunn til å tro at det er en viss prissensitivitet ettersom kvaliteten på kundegruppens produkt, her opplevd nytte av seeropplevelsen, vil påvirkes i stor grad av TV-kanalenes produkt. Vi vil derfor påstå at seerne er noe prissensitive i forhold til betal-TV-produkter, og at den samlede seermassen har en del forhandlingsmakt overfor reklamefinansiert TV ettersom det er de som bestemmer hvorvidt kanaler er populære og dermed attraktive for annonsører.

Ettersom distributører brukes som mellomledd mellom TV-kanalene og sluttbrukerne, må vi derfor også drøfte forhandlingsmakten til distributørene i forhold til aktørene i den norske TV-bransjen. Distribusjon av TV-signaler skjer i dag hovedsakelig gjennom fire kanaler; det digitale bakkenettet, kabel-TV, satellitt og IPTV. Tall fra Post- og teletilsynet⁴⁴ viser at kabel-TV og satellitt har opplevd en relativt kraftig nedgang i markedsandel som en følge av innfasingen av det digitale bakkenettet og en økende markedsandel for IPTV, men fortsatt er kabel-TV og satellitt de distribusjonskanalene med klart størst markedsandel, med henholdsvis 44,3 % og 32,5 % per utgangen av juni 2010. Det er imidlertid klart at konsentrasjonen i markedet har blitt mindre som følge av digitaliseringen av bakkenettet og den økende utbyggingen av fiber/IPTV.⁴⁵ I tillegg distribuerer TV-kanalene selv programinnhold via nettmidiet i stadig større grad, samtidig som distribusjon via mobile nett så smått er i gang. Likevel er det nok slik at aktører innen kabel-TV og satellitt fremdeles har en noe større forhandlingsmakt enn de andre distribusjonskanalene, spesielt ettersom dekningsgrad er meget viktig for de kommersielle TV-kanalene med tanke på annonseinntekter.

⁴⁴ Kilde: Post- og teletilsynet (2010), s. 41-46

⁴⁵ Kilde: Konkurransetilsynet (2009), s. 74

I de fire største distribusjonskanalene innehar fire aktører 87,2 % av markedet; Telenor, Get, RiksTV og Viasat. Telenor er den klart største av disse og har per utgangen av juni 2010 en markedsandel på 47,9 %, noe som er en nedgang fra 2009 hvor andelen lå på om lag 51 %.⁴⁶ Dette understreker at bransjen for TV-distribusjon er relativt konsentrert, ikke bare om ulike måter å distribuere på, men også for aktørene som står bak. Samtidig er altså TV-bransjen i Norge meget konsentrert den også, slik at potensiell forhandlingsmakt for (spesielt de mindre) aktørene er begrenset. Som nevnt over har lanseringen av nye nisjekanaler ført til mer differensierte produkter, noe som er med på å redusere distributørens forhandlingsmakt. TV-seerne kan også være med på å redusere distributørens prissensitivitet og forhandlingsmakt ettersom kvaliteten på deres produkt avhenger av kvaliteten på TV-bransjens produkt; det er viktig for distributørene å ha populære kanaler i sine programpakker for å kunne beholde og tiltrekke seg kunder.

Annonsemarkedet

Når det gjelder annonsørene, så er de noe mer konsentrert enn seerne i den forstand at det finnes en del større annonsører. En betydelig annonsør er for eksempel Orkla som bruker flere hundre millioner kroner årlig på reklame i Norge. Konsernet pleier å stille med et eget forhandlingsteam, og Orkla Lilleborg regnes som TV 2 Gruppens viktigste kunde.⁴⁷ På den annen side er den norske kommersielle TV-bransjen enda mer konsentrert med kun tre større aktører. Dessuten medfører lansering av nye nisjekanaler mer differensierte produkter, som i likhet med seerne også kan øke byttekostnadene for annonsørene. Annonsørene har naturligvis heller ingen mulighet for oppstrøms integrering. Vi må imidlertid regne med at annonsørene, spesielt de største, har noe forhandlingsmakt, også fordi TV bare er et av flere medier de kan bruke i sin annonsering.

Ettersom annonsørene tilhører mange forskjellige bransjer, vil det være utviklingen i økonomien som helhet som påvirker hvor mye midler som brukes på annonsering. Vi så, som nevnt, i forbindelse med finanskrisen at i perioder hvor økonomien går tungt, så annonseres det mindre. I bedre økonomiske tider vil det imidlertid annonseres mer, og det er sannsynlig at bedre lønnsomhet i markedene fører til mindre prissensitivitet i forhold til annonsering.

⁴⁶ Kilde: Post- og teletilsynet (2010), s. 41-46

⁴⁷ Kilde: Kampanje 27.8.2010, <http://www.kampanje.com/medier/article5251895.ece>

Dagens annonsemarked er som nevnt i vekst og vi mener derfor det er liten grunn til stor prissensitivitet i dagens annonsemarked, og at annonsørenes forhandlingsmakt ikke er større enn at god lønnsomhet i bransjen er mulig.

De to kundemarkedene oppsummert

Oppsummert så har seerne en del forhandlingsmakt, spesielt overfor kommersielle aktører, og er noe prissensitive med tanke på betal-TV. Dette til tross for at økt satsing på nisjekanaler gir økte byttekostnader for seerne. Distributørene har fortsatt en viss forhandlingsmakt grunnet høy konsentrasjon og viktigheten av dekningsgrad, men den er redusert spesielt som følge av utbyggingen av det digitale bakkenettet. Annonsørene har også noe forhandlingsmakt, men det er lite som tyder på at det er betydelig prissensitivitet i dagens marked. Aktørene i TV-bransjen møter derfor en viss trussel både fra seere, distributører og annonsører, men ikke større enn at god lønnsomhet i bransjen er mulig.

2.1.3 Leverandørers forhandlingsmakt

Leverandører med høy forhandlingsmakt kan være med på å senke lønnsomheten i bransjen, dersom bransjen ikke kan øke prisene når kostnadene øker.⁴⁸ Det vil i diskusjonen av leverandørers forhandlingsmakt ikke være hensiktsmessig med en todeling slik som for rivalisering og kunder, ettersom leverandørene ikke står direkte overfor det samme todelte markedet som de kommersielle TV-kanalene gjør.

TV-bransjen står i hovedsak overfor én leverandørgruppe; leverandører av programinnhold. De norske TV-kanalene har til en viss grad integrert oppstrøms og driver med noe egenproduksjon av programinnhold. Spesielt gjelder dette NRK som har en egenproduksjonsandel på over 50 %. TV 2 har en egenproduksjonsandel på omkring 2 %, ⁴⁹ mens TVNorge og MTG-kanalene kjøper inn alt programinnhold eksternt.⁵⁰

De uavhengige produksjonsselskapene i Norge er til en viss grad beskyttet gjennom kringkastingsloven og kringkastingsforskriften.⁵¹ De såkalte kvotekravene krever at minst 10

⁴⁸ Kilde: Porter (2008), s. 4

⁴⁹ Fratrukket sport, nyheter og aktualitetsprogrammer

⁵⁰ Kilde: DLA Piper (2008), s. 27- 33

⁵¹ Innført via EUs TV-direktiv anno 1989

% av sendetiden⁵² skal avsettes til program produsert av uavhengige norske produksjonsselskap,⁵³ og dette kan være med på å øke forhandlingsmakten til produksjonsselskapene. Det norske uavhengige produksjonsmiljøet består av 5-6 store produksjonsselskaper samt et hundretalls mindre selskaper, og dette innebærer at produksjonskapasiteten er vesentlig større enn etterspørselen.⁵⁴ I forbindelse med digitaliseringen av produksjonsvirksomhet er også produksjonskostnader og kapitalbehov lavere enn før, noe som bidrar til ytterligere økning av produksjonskapasitet. Det er altså klart at leverandørgruppen er vesentlig mindre konsentrert enn TV-bransjen som den selger produksjoner til, noe som tilsier svekket forhandlingsmakt.

TV-bransjen er også den eneste inntektskilden til produksjonsselskapene, noe som også tilsier en svekket forhandlingsmakt. Et moment som kan tenkes å øke produksjonsselskapenes forhandlingsmakt er at det foreligger visse byttekostnader for TV-selskapene. Det er vanlig at TV-selskapene satser på noen få utvalgte produksjonsselskaper og inngår et tett samarbeid med disse i hele prosessen fra utvikling av ideer til gjennomføring.⁵⁵ Dette kan gjøre det kostbart å bytte over til andre produksjonsselskaper og kan dermed bidra til å øke produksjonsselskapenes forhandlingsmakt. Det kan tenkes at produksjonsselskapene vurderer nedstrøms integrasjon ved å distribuere sine produksjoner selv, eksempelvis via internett, men mulighetene for å konkurrere med de veletablerte aktørene i TV-bransjen er nok begrensede, spesielt siden disse også benytter nettmediet i stadig større grad for å distribuere sitt produkt.

Undersøkelser viser at produksjonsselskapene anser sin forhandlingsmakt som relativt lav, og at de i stor grad er nødt til å akseptere de vilkår som fremlegges av TV-selskapene.^{56,57} I lys av dette og diskusjonen over konkluderer vi derfor med at de uavhengige produksjonsselskapene i Norge har liten forhandlingsmakt.

I tillegg til de norske innholdsleverandørene kjøper TV-kanalene programinnhold fra et stort antall utenlandske aktører. Det er rimelig å anta at ubalansen mellom produksjonsselskaper

⁵² Ekskludert sport, nyheter, underholdningsprogram med konkurransepregede innslag, reklame eller tekstfjernsyn

⁵³ Kilde: Kulturdepartementet (2010c), § 2-2

⁵⁴ Kilde: DLA Piper (2008), s. 33

⁵⁵ Kilde: Tobiassen og Nesheim (2001)

⁵⁶ Kilde: DLA Piper (2008), s. 65

⁵⁷ Kilde: ECON Analyse (2006), s. 14

og TV-selskaper i forhold til markedskonsentrasjon også i stor grad eksisterer for det internasjonale markedet for programinnhold. I tillegg er det ofte slik at de utenlandske produksjonene har dekket mesteparten av produksjonskostnadene ved salg til andre kanaler⁵⁸ og at de dermed ikke er like sensitive med tanke på pris ved salg av innhold til den norske TV-bransjen. Det er klart at dette også påvirker forhandlingsposisjonen til de norske produksjonsselskapene når de må konkurrere med de utenlandske produksjonene om salg av programinnhold utover kvotekravet.

Et viktig punkt å se på i forhold til leverandører av programinnhold er differensiering. Dette vil være spesielt aktuelt i forbindelse med salg av rettigheter til for eksempel idrettsarrangementer. Betalingsvilligheten blant TV-seerne er ofte høy for denne type programinnhold, noe man har sett har vært tilfelle med for eksempel fotballrettigheter. Dette innebærer at rettighetshaverne vil kunne ha en relativt sterk forhandlingsposisjon ved salg av slike differensierte produkter.

Totalt sett ser det altså ut til at leverandører av programinnhold har relativt liten forhandlingsmakt, sett bort i fra spesielt unike rettigheter, og vil derfor ikke legge noen stor demper på mulighetene for lønnsomhet i bransjen.

2.1.4 Nyetableringer

Trussel om nyetablering virker negativt på lønnsomheten i bransjen. Dersom trusselen er høy må eksisterende aktører i bransjen holde prisene lave eller øke investeringene for å unngå å få nye konkurrenter. Trussel om nyetablering avhenger av hvor høye inngangsbarrierene er og hvilken reaksjon nyetablerere kan forvente fra eksisterende aktører. En todeling av diskusjonen mellom brukermarkedet og annonsemarkedet vil heller ikke være hensiktsmessig med tanke på trussel for nyetableringer. Ettersom det naturligvis bare er plass til én lisensfinansiert statlig aktør, så vil eventuelle nyetableringer skje i den kommersielle delen av bransjen. Vi diskuterer derfor først og fremst barrierer mot etableringer av nye kommersielle aktører i den norske TV-bransjen.

Når det gjelder barrierer mot nyetableringer, så er det visse skalafordeler, spesielt på etterspørselssiden, i det riksdekkende annonsemarkedet. Dette fordi det tosidige

⁵⁸ Kilde: ECON Analyse (2006), s. 95

kundemarkedet medfører enkelte nettverkseffekter. Etersom TV-kanalene blir mer attraktive for den ene kundegruppen, annonsørene, dess flere i den andre kundegruppen, seerne, som slutter seg til produktet, vil de store aktørene ha betydelige fordeler både på grunn av dekningsgrad og seeropplutning. De siste årene har imidlertid mye av satsingen i TV-bransjen vært på nisjekanaler. For nye aktører vil det imidlertid være visse kapitalbehov tilknyttet enkelte nisjer hvor brukernes betalingsvilje er stor. Et eksempel er rettighetene til å vise engelsk Premier League-fotball, som TV 2 Gruppen kjøpte i 2010. I følge Kampanje kostet rettighetene for de neste 3 årene 500 millioner NOK.⁵⁹ Etablerte aktører vil også ha visse fordeler uavhengig av størrelse. NRK og TV 2 er for eksempel velkjente merkenavn som de fleste nordmenn har et forhold til, og nye aktører vil trolig ha problemer med å kopiere seernes vaner tilknyttet disse kanalene. TV 2 Gruppens merkenavn kommer vi for øvrig tilbake til i den interne strategiske analysen.

En av de største historiske etableringsbarrierene har imidlertid vært ulik tilgang til distribusjonskanaler. TV 2 Gruppens første konsesjonsavtale med staten innebar i realiteten at man i flere år hadde monopol på riksdekkende kommersielt TV. Med overgangen til digital distribusjon fikk flere aktører slippe til. Det er likevel fortsatt ulik tilgang til distribusjonskanaler i bransjen da TV 2 Gruppen i den nyeste avtalen med staten har sikret seg rett til distribusjon, noe som gjør at alle distributører er pålagt å formidle hovedkanalen TV 2.⁶⁰ På den annen side hevder Kulturdepartementet at digitaliseringen har redusert etableringsbarrierene for kringkasting og at det aldri har vært så mange aktører som kjemper om de samme TV-annonsørene som i dag.⁶¹ De viser til at antallet norske TV-kanaler økte fra 6 til 16 fra 2000 til 2009. Et viktig poeng er imidlertid at de fleste av disse kanalene ble lansert av allerede etablerte aktører. Som nevnt har TV 2 Gruppen blant annet lansert egne kanaler for nyheter, sport og underholdning. MTG har også lansert nye sportskanaler (Viasat Sport og Viasat Fotball), mens TVNorges eier ProSiebenSat.1 har nylig lansert kanalene FEM og MAX, som henvender seg til henholdsvis kvinnelige og mannlige seere. Vi kan derfor ikke se at noen nye betydelige aktører har kommet inn på markedet, noe som indikerer at det fortsatt er vesentlige barrierer mot nyetableringer. Nyetableringer utgjør derfor ikke noen stor trussel og vil trolig ikke påvirke lønnsomheten i TV-bransjen.

⁵⁹ Kilde: Kampanje 26.11.2010, <http://www.kampanje.com/jobb/article5394134.ece>

⁶⁰ Kilde: Kulturdepartementet (2010b), s. 1

⁶¹ Kilde: Kulturdepartementet (2010a)

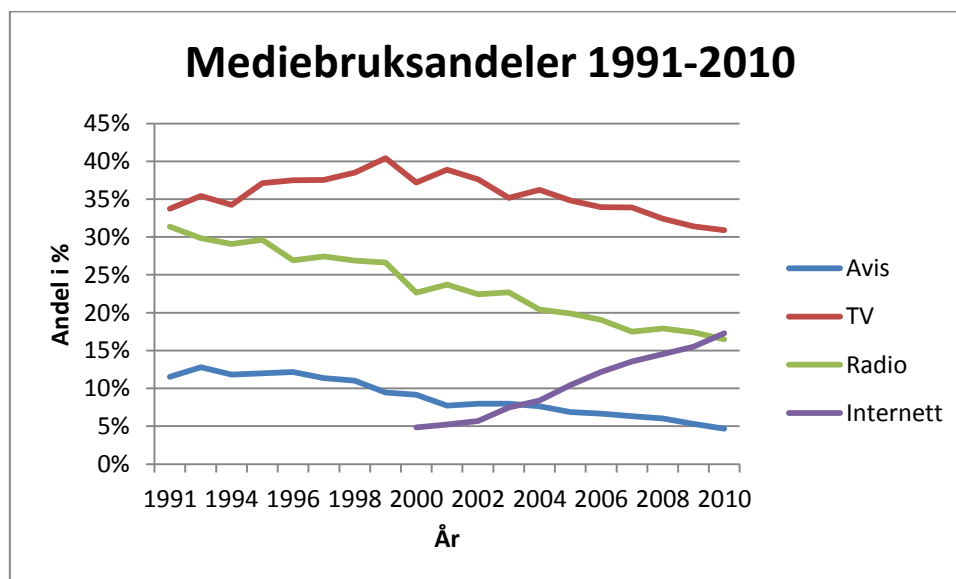
2.1.5 Trussel fra substitutter

Substitutter er produkter som utfører samme funksjon eller dekker samme behov som bransjens produkt. Dersom trusselen fra substitutter er høy, svekkes potensiell lønnsomhet i bransjen ettersom substituttene setter et pristak for bransjens produkt.⁶²

Aktuelle kandidater til substitutter for TV-bransjen er blant annet aviser, nettaviser og radio; dvs. andre medietyper. Disse er alle relativt direkte substitutter for annonsører og seere. For TV-seere finnes det flere substitutter, som innebærer andre fritidsaktiviteter som for eksempel teater og fysisk aktivitet. Imidlertid mener vi at disse substituttene ikke er like direkte som de tidligere nevnte, og med tanke på at de ikke er like aktuelle substitutter i forhold til annonsørenes allokering av markedsføringsmidler vil vi derfor konsentrere oss om de førstnevnte substituttene.

Brukermarkedet

Når det gjelder seernes konsum av medier finnes det god statistikk, blant annet Norsk mediebarometer som gis ut årlig av Statistisk sentralbyrå.⁶³



Figur 6 Utvikling andeler av total mediebrukstid 1991-2010.⁶⁴

⁶² Kilde: Porter (2008), s. 6

⁶³ Kilde: Statistisk sentralbyrå (2011a), s. 13

Statistikken viser at den totale mediebruken har økt merkbart det siste tiåret slik at fjernsynets totale andel av mediebrukskaken har sunket fra toppnoteringen i 1999 på 40 % til kun 31 % i 2010, som vist i figur 6. Grunnen til den merkbart reduserte andelen ligger i den relativt store økningen i bruk av internett.

Vi ser av figur 6 at mediekanalene radio og avis mister andeler i tilnærmet samme takt som fjernsyn. Bruk av internett er altså i ferd med å bli det sterkeste substituttet for fjernsyn når det gjelder konkurranse om mediebrukerne. Imidlertid er det viktig å påpeke at bruk av nett-TV kommer inn under kategorien internett, slik at trusselen fra internett som substitutt til en viss grad kontres gjennom utvikling av nett-TV-løsninger slik som TV 2 Sumo. Selv om en utstrakt satsing på nett-TV kan føre til kannibalisering av kanalenes vanlige TV-sendinger, ville nok resultatet ha vært verre om man ikke hadde ekspandert inn i nettmediet og tatt opp konkurransen med avisenes nettilbud. Mange av nettavisene tilbyr nå videoklipp av diverse art, for eksempel har Norges mest leste nettavis vg.no⁶⁵ sin egen nett-TV-portal som inkluderer egenproduserte program i tillegg til kortere klipp hentet fra kilder som nyhetsbyråer og YouTube. TV-bransjen opplever altså sterk konkurranse om mediebrukerne, hvor spesielt internett seiler opp som den største trusselen. En vellykket integrering inn i nettmediet kan imidlertid representere muligheter for bransjen og bidra til å nøytralisere trusselen fra substitutter i brukemarkedet.

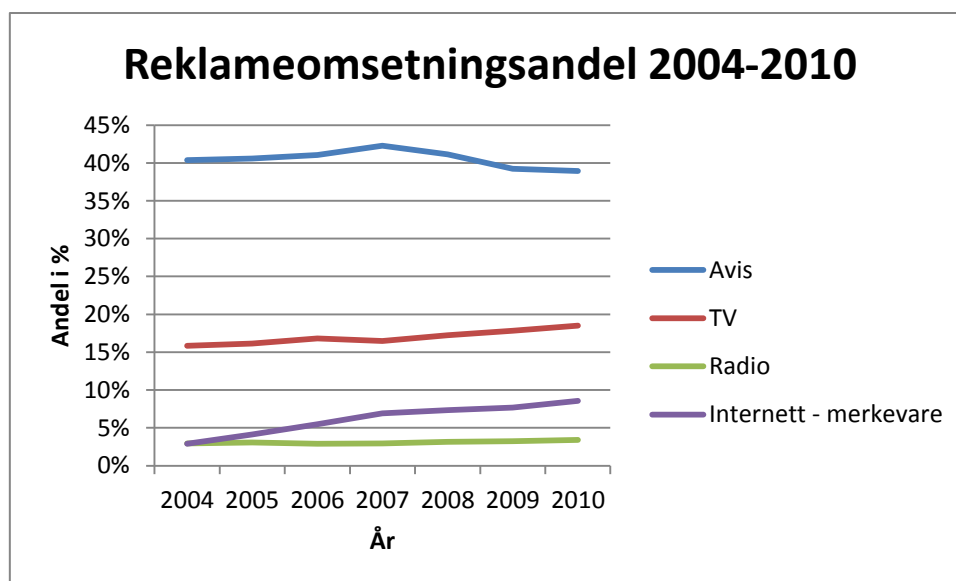
Annonsemarkedet

Vi så tidligere at annonsemarkedet er nokså konjunkturfølsomt. Statistikk viser at TV-bransjen klarer seg relativt bra i forhold til substituttene. Som vist i figur 7 har TV-bransjen tatt en økende andel av den totale reklameomsetningen, til tross for den sterke absolutte nedgangen i 2009, og lå i 2010 på rundt 18 %, dvs. en økning i andel på rundt 14 % fra 2004.⁶⁶

⁶⁴ Kilde: Statistisk sentralbyrå (2011a), s. 13

⁶⁵ Kilde: Medienorge, TNS Gallup, <http://medienorge.uib.no/?cat=statistikk&medium=avis&queryID=253>

⁶⁶ Kilde: Medienorge, IRM, <http://medienorge.uib.no/?cat=statistikk&medium=tv&queryID=362>



Figur 7 Utvikling andeler av total reklameomsetning 2004-2010.⁶⁷

Vi ser av figur 7 at papiraviser er den største aktøren i annonsemarkedet, men dette mediets andel har sunket betraktelig de siste årene.⁶⁸ Internettets posisjon som annonseringsmedium har på sin side styrket seg kraftig de siste årene, hvor merkevareannonseringen på internett har økt fra en andel på 2,9 % i 2004 til en andel på 8,8 % i 2010.⁶⁹ Imidlertid har andelsveksten avtatt relativt mye de siste årene, noe som kan være et signal om at innhenting av kommersielt fjernsyn (og papiravisene) ikke vil skje med det første, men den er likevel større enn for den kommersielle TV-bransjen. Papiraviser er altså fortsatt en trussel i annonsemarkedet, men ser ut til å ha en nedadgående trend. Internett er på sin side i sterk vekst, og er altså en økende trussel i annonsemarkedet.

Deloitte argumenterer for at TVs andel av medias totale annonseinntekter vil øke og at den teknologiske utviklingen hvor stadig større HDTV-er og 3D-skjermer blir vanlig vil øke den visuelle effekten av annonsering på TV.⁷⁰ Det hevdes dessuten at ny teknologi som PVR som gjør det mulig å se tidsforsinket TV og dermed spole over reklame ikke vil ha noen betydelig effekt på annonseinntektene. Utbredelsen av PVR-dekodere er fortsatt nokså liten med 4,9 % og 5,9 % av husstandene i henholdsvis 2009 og 2010. Andelen av tidsforsinket TV-titting i

⁶⁷ Kilde: Medienorge, IRM, <http://medienorge.uib.no/?cat=statistikk&medium=tv&queryID=362>

⁶⁸ Andelen inkluderer rubrikkannonsering

⁶⁹ Den kommersielle TV-bransjen konkurrerer ikke om rubrikkannonseringskronene, slik at det er mest aktuelt å se på merkevareannonseringen isolert.

⁷⁰ Kilde: Deloitte (2011), s. 21

forhold til total TV-titting er også nokså lav, og lå på 1,9 % i 2009 og 2,7 % i 2010.⁷¹ Selv om trenden er stigende ser vi klare begrensninger på PVRs innvirkning på annonseinntektene. Dette fordi vi ser det som sannsynlig at mesteparten av TV-seingen vil være i forbindelse med direktesendinger. Det er for eksempel lite sannsynlig at brukerne vil velge å se sportsarrangementer eller programmer med seerdeltakelse (f. eks. avstemninger eller integrasjon av sosiale medier) med tidsforsinkelse for å slippe reklame. Vi tror at den teknologiske utviklingen gjør at TV vil beholde sin sterke posisjon som annonseringsmedium, og at PVR-teknologien ikke vil påvirke denne i betydelig grad.

De to kundemarkedene oppsummert

Vi ser at trussel fra substitutter er tilstede i brukermarkedet, spesielt fra internett. I annonsemarkedet derimot ser det ut til at trusselen er svakere grunnet utviklingen av bedre TV-teknologi. Dersom aktørene klarer å utnytte mulighetene for integrasjon med nettmediet ser det altså ut til at det er muligheter for god lønnsomhet i bransjen.

2.2 SVIMA

For å analysere de interne styrkene og svakhetene til TV 2 Gruppen har vi valgt å benytte det såkalte SVIMA-verktøyet.⁷² SVIMA er et verktøy som benyttes for å analysere en organisasjons interne ressurser for å avdekke kilder til konkurransefortrinn. Jakobsen og Lien (2001) definerer ressurser som beholdninger av innsatsfaktorer som påvirker bedriftens relative evne til å iverksette produktmarkedsstrategier. Ressurser kan klassifiseres som vist i tabell 4:

Type kapital	Eksempler
Finansiell kapital	Penger, tilgang på penger
Fysisk kapital	Fabrikker, bygninger, lokalisering, naturressurser
Organisatorisk kapital	Rutiner, organisasjonskultur, verdier
Kunnskapskapital	Patenter, teknologi, ansattes erfaring og kompetanse
Relasjonskapital	Merkevarenavn, relasjoner med kunder, leverandører, myndigheter

Tabell 4 SVIMA-modellens klassifisering av ressurser.⁷³

⁷¹ Kilde: TNS Gallup (2011), s. 3

⁷² Kilde: Jakobsen og Lien (2001)

⁷³ Kilde: Jakobsen og Lien (2001)

For at en ressurs skal lede til varige konkurransefortrinn må den oppfylle kriteriene i tabell 5:

Kriterium	Forklaring
Sjelden	Særegen for bedriften
Viktig	Stor effekt på kostnader og/eller kundens betalingsvilje
Ikke-imiterbar	Kopiering og/eller substitusjon er vanskelig
Mobilisert	Strategi som utnytter ressursen og nødvendige komplementære ressurser
Approprierbar	Verdien som skapes av ressursen tilfaller bedriften

Tabell 5 SVIMA-modellens kriterier for varige konkurransefortrinn.⁷⁴

For å avdekke kilder til varige konkurransefortrinn må man først finne fram til relevante interne ressurser i bedriften. Deretter vurderes hver enkelt ressurs opp mot de fem kriteriene i tabell 5 slik at man kommer frem til et av de mulige utfall som vist i tabell 6:

Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Utfall
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt varig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Varig, ikke beholdt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig, beholdt fortrinn

Tabell 6 SVIMA-modellens kriterier for konkurransefortrinn.⁷⁵

2.2.1 Finansiell Kapital

Ressurser som faller inn under gruppen finansiell kapital er først og fremst penger eller tilgang på penger (f. eks. lån fra finansinstitusjoner). Ved utgangen av 2009 hadde TV 2 Gruppen en kontantbeholdning på rundt 253 millioner NOK, dvs. om lag 15 % av sum eiendeler, og de hadde en kredittlinje på 200 millioner NOK. I tillegg hadde de en ubenyttet

⁷⁴ Kilde: Jacobsen og Lien (2010)

⁷⁵ Kilde: Jacobsen og Lien (2010)

låne- og garantifasilitet for konsernet på 375 millioner NOK.⁷⁶ De har altså tilsynelatende god tilgang på finansiell kapital, noe som ble stadfestet da de gikk til anskaffelse av de kostbare rettighetene til norsk og engelsk fotball. De kommersielle konkurrentene i den norske TV-bransjen er på sin side eid av store mediekonsern med sterke finansielle muskler. Hvor stor del av disse ressursene som kan tenkes å være tilgjengelig for de norske kanalene til MTG og ProSiebenSat.1 er vanskelig å si noe om. Vi velger derfor ikke å drøfte denne ressursgruppen videre, men påpeker samtidig at eventuelle forskjeller i tilgang på finansiell kapital kan innebære konkurransefortrinn.

2.2.2 Fysisk kapital

Fysisk kapital kan for eksempel være fabrikker, bygninger, maskiner, rørledninger, lokalisering, naturressurser og kjøretøy. Vi har valgt å studere nærmere TV 2 Gruppens lokalisering i Bergen.

Lokalisering

Etter avtalen med staten som formidlingspliktig allmennkringkaster er TV 2 Gruppen forpliktet til å ha sitt hovedkontor i Bergen.⁷⁷ Tidligere sjef for TV 2 Gruppen, Kåre Valebrokk, hevdet at lokalisering i Bergen gir et annerledes syn på Norge enn man ellers ville ha fått.⁷⁸ Det kan i så måte tenkes at nyhetsmiljøet i Bergen formidler en vinkling på nyhetsbildet som TV-seerne setter pris på. Dersom seerne velger å se på TV 2 Gruppens kanaler fordi de har en annerledes vinkling enn konkurrentene, så vil lokaliseringen være en verdifull ressurs for TV 2 Gruppen. Det må imidlertid påpekes at lokaliseringen i Bergen også medfører en del ekstra kostnader. Blant annet påføres TV 2 Gruppen en god del reisekostnader som følge av at de har kontorer i både Bergen og Oslo. Et annet poeng er at lokalisering og sendinger fra Norge gjør at TV 2 Gruppen er pålagt strengere reklameregler enn eksempelvis MTG som sender alle sine kanaler fra Storbritannia.⁷⁹ Dette kan medføre et potensielt tap av reklameinntekter. Vi har derfor vanskelig for å konkludere med at lokaliseringen i Bergen i

⁷⁶ Kilde: TV 2 Gruppen konsernregnskap 2009

⁷⁷ Kilde: Kulturdepartementet (2010b), s. 3

⁷⁸ Kilde: Bergens Tidende 3.11.2005, <http://www.bt.no/nyheter/lokalt/Giske-vil-kjempe-for-Bergen-218449.html>

⁷⁹ Kilde: DLA Piper (2008), s.33

seg selv er en verdifull ressurs for TV 2 Gruppen, og mener i stedet at den kan medføre en kostnadsulempe. Denne kostnadsulempen er også varig ettersom TV 2 Gruppen trolig vil bli værende i Bergen i lang tid, også etter at nåværende avtale med staten går ut i 2015. Som vi kommer tilbake til senere mener vi det er sannsynlig at lignende avtaler vil bli gjort i fremtiden, og det vil dessuten være svært kostbart å flytte både det tekniske apparatet og nøkkelpersoner i TV 2 Gruppen som er bosatt i og tilknyttet Bergen. De ulempene som lokaliseringen medfører må naturligvis veies opp mot eventuelle konkurransefordeler av avtalen med staten.

2.2.3 Organisatorisk kapital

Organisatorisk kapital kan være ressurser som ledelsessystemer, rutiner og etablerte prosedyrer, organisasjonskultur og verdier. Eksempelvis vil en sjeldent god organisasjonskultur være svært verdifull for TV 2 Gruppen, og dessuten nærmest umulig for konkurrentene å imitere. En mobilisert god organisasjonskultur hvor TV 2 Gruppen også klarer å appropriere verdien av kulturen, vil derfor kunne være grunnlag for varige konkurransefortrinn. Det er imidlertid store utfordringer knyttet til å beskrive slike forhold sett utenfra, og vi har ikke nok grunnlag for å si hvorvidt TV 2 Gruppen har organisatoriske konkurransefortrinn. Vi har derfor valgt ikke å drøfte noen av disse ressursene videre, men nøyer oss med å påpeke at slike forhold potensielt kan ha en betydelig effekt.

2.2.4 Kunnskapskapital

Ressurser innenfor gruppen kunnskapskapital kan være for eksempel patenter, teknologi og ansattes erfaring og kompetanse. I TV 2 Gruppen har vi identifisert nettløsningen TV 2 Sumo og de ansattes erfaring og kompetanse som aktuelle ressurser.

TV 2 Sumo/nettløsning

Når det gjelder TV 2 Gruppens nett-TV-plattform TV 2 Sumo, så er nett-TV-løsninger i seg selv ikke noen sjelden vare innenfor den norske TV-bransjen. NRK, MTG og ProSiebenSat.1 har alle sine egne nett-TV-plattformer, hvor de to førstnevnte har de mest gjennomførte løsningene. Altså virker det ikke som nett-TV-plattformen er spesielt sjelden i seg selv, men

det er faktorer som tyder på at teknologien bak TV 2 Sumo er overlegen konkurrentenes. TV 2 Gruppen har allerede solgt nettløsningen til svenske TV4 og finske MTV3,⁸⁰ og i mars 2011 ble teknologimiljøet i TV 2 Sumo skilt ut i et eget selskap, heleid av TV 2 Gruppen, som skal videreutvikle og videreselge TV 2 Sumo. Det nystartede selskapet, Vimond Media Solutions, har allerede inngått kontrakt om levering av nettløsningen til svenske C More Entertainment som driver CANAL+ i hele Norden.⁸¹ Det kan altså se ut til at ressursen er av høyere kvalitet enn konkurrentenes. Ressursen er viktig ettersom den i hovedsak er en betalingstjeneste og dermed er inntektsbringende for TV 2 Gruppen. Som sagt har alle aktørene i den norske TV-bransjen sine egne løsninger for nettdistribusjon, noe som betyr at imitasjon ikke er spesielt vanskelig. Likevel kan det være vanskelig å lage en nettløsning som er av like høy kvalitet som TV 2 Sumo, spesielt på kort sikt. På lang sikt er det derimot sannsynlig at det er mulig for konkurrentene å utvikle løsninger som er av samme kvalitet som TV 2 Sumo. TV 2 Gruppen utnytter aktivt den teknologiske løsningen til å distribuere sitt TV-produkt, og må derfor sies å ha mobilisert ressursen tilstrekkelig. Det synes også klart at TV 2 Gruppen har klart å kapre verdien av ressursen, både gjennom brukerbetaling og salg av teknologien som ligger bak. Hovedsakelig innfris altså alle kriterier i SVIMA-verktøyet, men kravet om at ressursen skal være sjelden og ikke-imiterbar er ikke 100 % innfridd, og ressursen er derfor, i beste fall, en kilde til midlertidig konkurransefortrinn.

Ansattes erfaring og kompetanse

TV 2 Gruppen har lang fartstid innenfor den norske TV-bransjen og det er rimelig å anta at kompetansenivået er meget høyt. En undersøkelse utført av rekrutteringsselskapet Mediabemannings viser at TV 2 Gruppen er den tredje mest attraktive arbeidsgiveren i den norske medie- og kommunikasjonsbransjen.⁸² TV 2 Gruppen har også betydelig flere ansatte enn sine kommersielle konkurrenter i den norske TV-bransjen,⁸³ og har således potensielt en større kollektiv kompetanse og erfaring i sin organisasjon enn MTG- og ProSiebenSat.1-kanalene. NRK derimot er nok mer på linje med TV 2 Gruppen enn de kommersielle aktørene, og havnet faktisk på plassen over TV 2 Gruppen i den ovennevnte undersøkelsen.

⁸⁰ Kilde: Kampanje 27.8.2010, <http://www.kampanje.com/medier/article5246048.ece>

⁸¹ Kilde: tv2.no 4.4.2011, <http://www.tv2.no/omtv2/pressemeldinger/tv-2-satser-internasjonalt-paa-webvt Teknologi-3456319.html>

⁸² Kilde: Kampanje 14.2.2010, <http://www.kampanje.com/jobb/article5410255.ece>

⁸³ Kilde: Medienorge, TV 2, TV3, TVNorge, <http://medienorge.uib.no/?cat=statistikk&medium=tv&queryID=124>

Det er klart at ansattes erfaring og kompetanse er viktig ettersom dette bidrar til effektiv drift og utvikling av produkter med høy kvalitet, noe som igjen kan bety økte seertall og dermed økte abonnements- og annonseinntekter. Det er rimelig å tro at det er vanskelig for de andre kommersielle aktørene å kopiere TV 2 Gruppens ressurs, ettersom det tar tid å bygge opp erfaring og kompetanse blant de ansatte i en organisasjon, spesielt siden MTG- og ProSiebenSat.1-kanalene har så få ansatte i forhold til TV 2 Gruppen. De ansatte spiller en meget viktig rolle for TV 2 Gruppen, ved for eksempel utvikling av programtilbud og forhold til annonsører, og det er derfor rimelig å si at ressursen er mobilisert. Det er også sannsynlig at TV 2 Gruppen har appropriert verdien av ressursen, selv om det er vanskelig å slå dette fast bastant. Til en viss grad oppfylles kriteriene i SVIMA-verktøyet, og dermed kan de ansattes erfaring og kompetanse være en kilde til varige konkurransefortrinn.

2.2.5 Relasjonskapital

Relasjonskapital kan være ressurser som merkenavn, renommé, allianser og relasjoner med kunder, leverandører og myndigheter. I forbindelse med TV 2 Gruppen har vi har identifisert merkenavn, avtale med staten og samarbeid med produksjonsselskaper som ressurser det er verdt å studere nærmere.

Merkenavnet TV 2

TV 2 er et sterkt merkenavn som de fleste nordmenn har et forhold til, og for sitt gode omdømme vant TV 2 Gruppen i 2008 MMI Synovates årlige omdømmepris etter å ha toppet listen for årets bedrift fire år på rad.⁸⁴ Det er derfor liten tvil om at dette er en sjelden ressurs, da kun NRK trolig er i nærheten hva merkenavn angår. De kommersielle konkurrentene MTG og ProSiebenSat.1 gjennom sine hovedkanaler i Norge, TV3 og TVNorge, er ikke i nærheten av å stå like sterkt blant det norske folk. At dette er en viktig ressurs er det også liten tvil om. Det gode omdømmet betyr at merkenavnet TV 2 tiltrekker seere, noe som igjen øker betalingsviljen hos annonsører som igjen medfører høyere inntekter for TV 2 Gruppen. Merkenavnet TV 2 vil dessuten være omtrent umulig for konkurrentene å imitere. I beste fall vil de bruke svært lang tid på å ta igjen TV 2 Gruppens forsprang. TV 2 Gruppens merkenavn er også godt mobilisert gjennom tilstedeværelse på flere plattformer som TV,

⁸⁴ Kilde: NA24 28.8.2008, <http://www.na24.no/propaganda/media/article2170764.ece>

internett og mobil. Dessuten frontes merkenavnet TV 2 i navnet på alle TV 2 Gruppens produkter. Eksempler er nisjekanaler som TV 2 Nyhetskanalen og TV 2 Sport, nettdistribusjonsløsningen TV 2 Sumo og markedsplassen TV 2 Torget. Det er også grunn til å anta at TV 2 Gruppen blir sittende igjen med verdiene som merkenavnet TV 2 skaper, og at ressursen i så måte også er approprierbar. Foruten å være begrenset til det norske markedet, så er ikke ressursen spesielt relasjonsspesifikk. Det er ikke slik at verdien av merkenavnet TV 2 er knyttet opp mot en spesiell leverandør, kunde eller samarbeidspartner. Konklusjonen blir derfor at merkenavnet TV 2 medfører et varig beholdt konkurransefortrinn for TV 2 Gruppen.

Status som formidlingspliktig allmennkringkaster

TV 2 Gruppen har etter avtale med staten status som formidlingspliktig allmennkringkaster.⁸⁵ Det er ingen andre aktører i bransjen som har en lignende avtale, og derfor er ressursen sjelden. Avtalen er også viktig fordi den sikrer økte distribusjonsinntekter.⁸⁶ Avtalen vil også være umulig å imitere for konkurrentene, da ingenting tyder på at staten vil inngå lignende avtaler med andre aktører. Nå er det imidlertid et poeng at nåværende avtale kun varer til 2015. Vi tror likevel det er sannsynlig at TV 2 Gruppen vil signere nye liknende avtaler i fremtiden. TV 2 Gruppen var eneste søker til nåværende avtale,⁸⁷ og ingen av TV 2 Gruppens konkurrenter er i nærheten av å oppfylle avtalens krav til sendinger. Et annet moment er at avtalen krever lokalisering i Bergen hvor TV 2 Gruppen allerede er etablert, mens det vil være en større utfordring for eventuelt andre aktører å oppfylle dette kravet. Ressursen er videre mobilisert ettersom hovedkanalen TV 2 distribueres gjennom samtlige distributører i markedet, og det virker ganske opplagt at TV 2 Gruppen vil vise til avtalen med staten i fremtidige forhandlinger med distributører. Når det gjelder approprierbarhet må det presiseres at ressursen er relasjonsspesifikk i og med at den først og fremst har verdi i forhold til distributørene. Likevel er det ganske opplagt at TV 2 Gruppen vil sitte igjen med verdiene avtalen skaper fordi avtalen setter klare retningslinjer for TV 2 Gruppens rettigheter til brukerbetaling fra distributørene. Vi kan derfor konkludere

⁸⁵ Kilde: Kulturdepartementet (2010b)

⁸⁶ Kilde: Kampanje 6.12.2010, <http://www.kampanje.com/medier/article5404049.ece>

⁸⁷ Kilde: Aftenposten 3.12.2010, http://www.aftenposten.no/kul_und/article3932650.ece

med at avtalen med staten om status som formidlingspliktig allmennkringkaster medfører et varig beholdt konkurransefortrinn for TV 2 Gruppen.

Samarbeid med produksjonsselskaper

Ettersom TV 2 Gruppen er pålagt å kjøpe inn en del programinnhold fra uavhengige produksjonsselskaper, så har TV 2 Gruppen valgt å samarbeide tett med noen utvalgte selskaper. Samarbeidet foregår ofte helt fra idéfasen, og det hevdes at samarbeidet bidrar til kompetanseutvikling og -overføring som både TV 2 Gruppen og produksjonsselskapene drar nytte av.⁸⁸ Det er en utfordring sett utenfra å vurdere hvorvidt TV 2 Gruppens samarbeid med produsenter er sjeldent i bransjen, men også blant annet TVNorge legger opp til nær personlig kontakt med produsenten fra tidlige faser av prosjektet.⁸⁹ Vi mener derfor ikke vi har nok grunnlag til å påstå at samarbeidet med produksjonsselskaper er en sjelden ressurs for TV 2 Gruppen. At det er en viktig ressurs er vi imidlertid overbevist om da et godt samarbeid med produsenter trolig medfører bedre programmer, som igjen vil øke inntektene. Et godt samarbeid med produsenter vil dessuten være vanskelig å imitere, da samarbeid kan avhenge av enkeltpersoner og spesielle relasjoner. Vi mener også at TV 2 Gruppen har mobilisert ressursen, og har gjennom tett samarbeid med produsenter levert en rekke seersuksesser. TV 2 Gruppen approprierer også store deler av verdiene av ressursen ettersom de uavhengige produksjonsselskapene har relativt liten forhandlingsmakt overfor TV 2 Gruppen, og TV 2 Gruppen stort sett sikrer seg alle rettighetene til produksjonene.⁹⁰ Ettersom vi ikke vurderer denne ressursen som sjelden, gir den kun grunnlag til paritet overfor konkurrentene. Vi utelukker imidlertid ikke at et sjeldent godt samarbeid med produsenter er mulig, og ettersom alle de andre SVIMA-kriteriene er oppfylt vil dette da kunne være grunnlag for varig beholdte konkurransefortrinn.

⁸⁸ Kilde: Tobiassen og Nesheim (2001)

⁸⁹ Kilde: DLA Piper (2008), s. 58

⁹⁰ Kilde: DLA Piper (2008), s. 38

2.3 Oppsummering strategisk analyse

Muligheter og trusler

I den eksterne analysen har vi identifisert en del muligheter og trusler. Det ligger muligheter til god lønnsomhet i bransjen som følge av liten trussel av nyetableringer, samt at vekst i både brukermarkedet og annonsemarkedet demper rivaliseringstrusselen. Produksjonsselskapene har dessuten svært lite forhandlingsmakt, som også bidrar til å gi TV-aktørene gode muligheter for å tjene penger. Det er en viss trussel knyttet til at kundene har en del forhandlingsmakt. For det første har seerne en del forhandlingsmakt overfor kommersielle aktører ettersom det er de som bestemmer hvor det er attraktivt for annonsørene å annonsere. Dessuten vil annonsørene i vanskelige økonomiske tider bruke mindre penger på annonser, og dermed legge mer økonomisk press på TV-aktørene. Distributørene har også en del forhandlingsmakt, men denne er trolig redusert noe de siste årene som følge av digitaliseringen av bakkenettet og utviklingen av internettdistribusjon. Mye av det fremtidige inntjeningspotensialet i bransjen avhenger imidlertid av hvordan man klarer å håndtere trusselen av substitutter. Selv om internett er en økende trussel, spesielt i brukermarkedet, er det også muligheter i forbindelse med integrasjon med nettmediet. Trusselen fra substitutter kan også til en viss grad nøytraliseres gjennom utnyttelse av bedre TV-teknologi, som vil øke den visuelle effekten av TV-programmer og reklamefilmer. Utsiktene til god inntjening i TV-bransjen fremover ser derfor lyse ut.

Styrker og svakheter

I den interne analysen har vi identifisert noen styrker og svakheter ved TV 2 Gruppen som kan påvirke deres evne til å håndtere trusler og utnytte muligheter i bransjen. TV 2 Gruppen har sine største styrker i de ansattes erfaring og kompetanse, merkenavnet TV 2 og avtalen med staten om status som formidlingspliktig allmennkringkaster. Disse ressursene er kilder til varige konkurransefortrinn. Vi tror at TV 2 Gruppen med dyktige ansatte og et solid merkenavn har gode muligheter til å styrke sin allerede solide posisjon gjennom tilstedeværelse på flere plattformer, og at TV 2 Gruppen i så måte vil lykkes i en multimedial strategi. Avtalen med staten bidrar dessuten til å redusere trusselen fra distributører. TV 2 Gruppen kan også gjennom TV 2 Sumo se ut til å ha utviklet et produkt som kan medføre

midlertidige konkurransefortrinn. Av interne svakheter kan det være en ulempe at TV 2 Gruppen gjennom avtalen med staten har forpliktet seg til å lokalisere hovedkontoret i Bergen. Dette påfører selskapet en del ekstra reisekostnader, i tillegg til at sendinger fra Norge, som følge av norsk lovgivning, ekskluderer enkelte annonsekunder. Totalt sett mener vi imidlertid at TV 2 Gruppen besitter ressurser som i stor grad setter dem i posisjon til å utnytte mulighetene og begrense truslene i bransjen, og vi tror derfor på god lønnsomhet for TV 2 Gruppen fremover.

3 Presentasjon av verdsettelsesteknikk

Det finnes ulike måter å verdsette selskaper på. Vi har i hovedsak valgt å benytte oss av total kapitalmetoden, som er en fundamental verdsettelsesteknikk. Som supplement, og for å få en bredere forståelse av TV 2 Gruppens verdi, har vi også gjort en multiplverdssettelse, som er en komparativ verdsettelsesteknikk.

3.1 Fundamental verdsettelse: Total kapitalmetoden

I en fundamental verdsettelse tar man utgangspunkt i en analyse av fundamentale og underliggende forhold ved selskapet for å komme frem til et verdianslag. Verdsettelse av fremtidige kontantstrømmer er en form for fundamental verdsettelse, og vi tar da utgangspunkt i en strategisk og regnskapsmessig analyse av selskapet og bransjen for å lage en prognose på selskapets fremtidige kontantstrømmer. Disse fremtidige kontantstrømmene neddiskonteres så til nåverdi for å anslå verdien av selskapet.

Ved verdsettelse av kontantstrømmer benytter man enten egen kapitalmetoden eller total kapitalmetoden. Egen kapitalmetoden beregner verdien av egen kapitalen direkte, mens total kapitalmetoden beregner denne mer indirekte ved å beregne verdien av alle operasjonelle kontantstrømmer, og deretter legge til markedsverdien av ikke-operasjonelle eiendeler og trekke fra finansiell gjeld.⁹¹ Vi har valgt å bruke total kapitalmetoden på samme måte som den undervises av Finn Kinserdal i kurset BUS425 ved NHH.

I våre beregninger av fri kontantstrøm har vi tatt utgangspunkt i EBITDA,⁹² og har deretter trukket fra normalinvesteringer og planlagte enkeltinvesteringer, samt justert for endringer i driftsavhengig arbeidskapital. Vi har så trukket fra skatt for å få fri kontantstrøm etter skatt. Disse kontantstrømmene er så neddiskontert med WACC,⁹³ for å finne nåverdi av operasjonelle kontantstrømmer.

I det følgende har vi først gjennomført en regnskapsanalyse i kapittel 4 og 5, som sammen med den strategiske analysen ovenfor gir grunnlag for fremtidsprognosene. Deretter gjennomfører vi en likviditets- og soliditetsanalyse i kapittel 6 som blant annet er viktig input

⁹¹ Kilde: Koller et al. (2005), s. 105

⁹² EBITDA: earnings before interest, taxes, depreciation and amortization

⁹³ WACC: weighted average cost of capital

i beregningen av avkastningskravet. Vi utarbeider så i kapittel 7 fremtidsprognoser for kontantstrømmene til TV 2 Gruppen fremover, før vi i kapittel 8 beregner avkastningskravet og deretter gjennomfører selve verdsettelsen i kapittel 9.

3.2 Komparativ verdsettelse: Multippelverdsettelse

I en komparativ verdsettelse tar man utgangspunkt i tilsynelatende like selskaper i verdsettelsen. Vi har valgt i tillegg til den fundamentale verdsettelsen å gjøre en multippelverdsettelse. Denne er ment som et supplement til kontantstrømverdsettelsen, og er ikke gjort like omfattende. Vi mener likevel at multippelverdsettelsen er nyttig. Multippelanalyser kan hjelpe til med å teste plausibiliteten til kontantstrømprognosene, forklare forskjeller mellom selskapet og konkurrenter, samt å støtte opp under om hvorvidt selskapet er strategisk posisjonert til å skape større verdier enn andre aktører i bransjen.⁹⁴ En nærmere beskrivelse av multippelverdsettelsene kommer i kapittel 12, hvor vi også gjennomfører selve multippelanalysene.

⁹⁴ Kilde: Koller et al. (2005), s. 371

4 Justering av regnskapstall

4.1 Normalisering

Verdsettelsen av TV 2 Gruppen tar utgangspunkt i fremtidige kontantstrømmer, som delvis er basert på historiske regnskapstall. Derfor er det viktig i den historiske regnskapsanalysen å skille mellom historisk inntjening som følge av normal virksomhet, og inntjening som følge av uvanlige og ekstraordinære forhold som ikke forventes å gjenta seg jevnlig. Dette fordi det er inntjening før ekstraordinære poster som bør brukes i fremskrivningen.⁹⁵ For å vise underliggende inntjening i TV 2 Gruppen, så har vi derfor normalisert de historiske resultatene. I verdsettelsen bruker vi en kontantstrømmodell med utgangspunkt i EBITDA, og har derfor justert poster før av- og nedskrivninger. Normalisert EBITDA-regnskap med forklaring av justeringer er vedlagt i appendiks A. Damodaran (2002) mener at man bør justere for engangshendelser som for eksempel restruktureringskostnader, ekstraordinære hendelser som for eksempel tap eller gevinster på finansielle poster, tap assosiert med avhendet virksomhet, og tap eller gevinster som følge av endrede regnskapsprinsipper.

Vi har brukt regnskapstall fra 2006 til 2010. Både 2006 og 2007-tallene er imidlertid proformatall hentet fra TV 2 Gruppens årsrapport 2007, som følge av at TV 2 Gruppen solgte Kanal 24 i 2007. Kanal 24 er ekskludert fra disse proformatallene, og vi mener derfor disse tallene er mest relevante med tanke på trendfremskrivning ettersom radiosegmentet ikke lenger inngår i mediehuset TV 2. En annen grunn til å bruke disse tallene er at TV 2 Gruppen begynte å rapportere etter IFRS først i 2007, og ved å bruke IFRS proformatall fra 2007 for regnskapsåret 2006, så slipper vi unna problemer som følge av endrede regnskapsprinsipper. Det er også verdt å merke seg at vi ikke har fått tilgang til endelig årsrapport med noter for 2010, noe som gjør at vi for 2010 har brukt tall publisert i en pressemelding fra TV 2 Gruppen.⁹⁶ Disse tallene er dermed ikke normalisert på grunn av manglende informasjon.

Av engangshendelser har vi holdt utenfor restruktureringskostnadene i årene 2008 og 2009, da det ble gjennomført et omfattende kostnadsprogram i disse to årene. Dette utgjorde 37 millioner NOK i 2008 og 75 millioner NOK i 2009. Det kan diskuteres om dette egentlig er

⁹⁵ Kilde: Damodaran (2002), s. 42

⁹⁶ Kilde: <http://www.tv2.no/omtv2/pressemeldinger/storsatsing-etter-rekordresultat-i-tv-2-3409356.html>

engangskostnader, eller om slike kostnadsprogrammer er noe man må regne med ved jevne mellomrom, men vi har valgt å behandle disse som engangsposter. Dette fordi vi ikke tror et nytt tilsvarende program vil bli satt i gang i overskuelig fremtid. Av andre engangshendelser har vi trukket ut gevinster av nedsalg i Storm i 2008 og salg av Nettavisen i 2009, henholdsvis 24 og 65,4 millioner NOK. Det kan argumenteres for at også disse selskapene burde vært trukket ut av alle regnskapene i likhet med Kanal 24. Hovedproblemet er at det i disse tilfellene ikke er utarbeidet proformatall i forbindelse med salg. Et annet poeng i Nettavisens tilfelle er at internettavis fortsatt er en del av TV 2 Gruppens virksomhetsområde, men at dette nå gjøres gjennom tv2.no, og ikke gjennom Nettavisen. I så måte er det viktigere å skille ut Kanal 24, da radio ikke lenger er en del av TV 2 Gruppens virksomhet.

Vi har også gjort noen justeringer i pensjonskostnadene. Vi har her trukket ut finansielle elementer som rentekost og avkastning på pensjonsmidler, samt aktuarmessige gevinster og tap, da disse postene ikke har noe med den operasjonelle driften å gjøre. Vi har også justert for en planendringseffekt på 58,7 millioner NOK i 2008 og en oppgitt redusert pensjon som følge av nedbemanning i 2009 på 7,9 millioner NOK, da vi anser dette som engangseffekter.

Noe annet man bør være på utkikk etter ved analyse av historiske regnskapstall er at avsetningsposter kan brukes til å manipulere oppgitte inntjeningstall.⁹⁷ Vi har ikke valgt å justere noen avsetningsposter da vi ikke har funnet tegn til slik manipulering. Vi registrerer riktignok at avsetninger for mulige tap har variert en god del de siste årene, men tror ikke at dette er et forsøk på regnskapsmanipulasjon da dette uansett er en forholdsvis liten og ubetydelig post. En justering av denne ville derfor uansett fått liten betydning for verdsettelsen, og vi har derfor valgt å ikke gjøre noen justeringer.

4.2 Omgruppering av balanse

Balansen som oppgis i finansregnskapet er kreditororientert og fokuserer på likviditeten til eiendeler og forfallstid på gjeld. Denne oppstillingsformen er relevant ved analyse av risiko, men den er ikke spesielt godt egnet for investororientert analyse. Av den grunn er det nødvendig å omgruppere de oppgitte balansetallene for bedre å kunne analysere verdiskapningen fra driften.

⁹⁷ Kilde: Koller et al. (2005), s. 209

I vår analyse har vi altså behov for å skille mellom driftsrelaterte og finansielle poster, både for å beregne avkastningen av driften og for å komme fram til netto finansiell gjeld. Førstnevnte vil være en komponent i modellen for fastsettelse av syntetisk rating i kapittel 6.4, mens sistnevnte vil trekkes fra verdien av de neddiskonterte kontantstrømmene for å finne verdien av TV 2 Gruppens egenkapital i kapittel 9. Fokus ved omgrupperingen vil altså ligge på å skille ut netto driftseiendeler/driftskapital og netto finansiell gjeld som vist i tabell 7.

Rapportert balanse		Omgruppert balanse	
Anleggsmidler	Egenkapital	Netto driftseiendeler	Egenkapital
	Minoritetsinteresser		Minoritetsinteresser
Omløpsmidler	Langsiktig gjeld		Netto finansiell gjeld
	Kortsiktig gjeld	Netto driftskapital	Netto driftskapital

Tabell 7 Omgruppering av balanse.⁹⁸

Driftsrelaterte eiendeler er eiendeler som er direkte knyttet til driften av selskapet, mens finansielle eiendeler da er de eiendeler som ikke er direkte knyttet til driften. Driftsrelatert gjeld er gjeld som ikke er rentebærende, eller hvor renten er implisitt beregnet i prisen på varer og tjenester. Finansiell gjeld kan da sies å være rentebærende gjeld. Skillet mellom driftsrelaterte og finansielle poster er ikke alltid åpenbart og vi vil derfor i det følgende gå gjennom postene i TV 2 Gruppens rapporterte balanse.

Vi vil for 2007 benytte proformatallene fra TV 2 Gruppens årsrapport 2007 hvor Kanal 24 er utskilt som en egen post for eiendeler som kan selges, inkludert egen post for tilhørende forpliktelser, og som vi dermed klassifiserer som en finansiell eiendel/gjeld. Det er viktig å påpeke at vi ikke har proforma balansetall for 2006, slik at i balansen for 2006 er eiendelene i Kanal 24 fordelt utover drifts- og finansrelaterte poster. Ettersom TV 2 Gruppens årsrapport for 2010 ikke forelå ved utarbeidelsen av oppgaven har vi kun balansetall fram til og med 2009. På grunn av disse to momentene vil vi derfor vektlegge tall fra de tre årene 2007-2009

⁹⁸ Netto driftseiendeler = driftsrelaterte eiendeler – driftsrelatert gjeld.
Netto finansiell gjeld = finansiell gjeld – finansielle eiendeler.

i analyser som involverer balansetall. I tabell 8 under følger omgruppert balanse for TV 2 Gruppen for årene 2006-2009. En mer detaljert fremstilling er vedlagt i appendiks B.

(Tall i 1 000 NOK)	2006	2007	2008	2009
EIENDELER				
Driftsrelaterte eiendeler	1 364 445	1 272 997	1 188 824	1 269 169
Finansielle eiendeler	380 236	601 977	432 790	274 890
Utsatt skattefordel	0	35 157	18 663	118 459
Sum eiendeler	1 744 681	1 910 131	1 640 277	1 662 518
EGENKAPITAL OG GJELD				
Egenkapital	654 607	651 268	627 252	713 512
Driftsrelatert gjeld	546 406	762 086	703 058	643 062
Finansiell gjeld	514 457	496 776	309 969	305 944
Utsatt skatt	29 211	0	0	0
Sum egenkapital og gjeld	1 744 681	1 910 130	1 640 279	1 662 518
Netto driftskapital	818 039	510 911	485 766	626 107
Netto finansiell gjeld	134 221	-105 201	-122 821	31 054

Tabell 8 Omgruppert balanse for TV 2 Gruppen AS 2006-2009.^{99,100}

4.2.1 Eiendeler

Kontanter

En av postene i finansregnskapet som er vanskelig å klassifisere som enten driftsrelatert- eller finansiell eiendel er kontanter og bankinnskudd. Det er kun kontanter som er nødvendig for å støtte driften som skal klassifiseres som en del av de driftsrelaterte eiendelene. Vi har valgt å ta utgangspunkt i Finn Kinserdals anbefaling, som sier at 10 % av summen av kundefordringer og varelager ansees som tilstrekkelig beholdning av kontanter. En eventuell overflødig kontantbeholdning blir klassifisert som en finansiell eiendel.¹⁰¹

⁹⁹ Forskjeller i sum eiendeler og sum egenkapital og gjeld skyldes avrundinger

¹⁰⁰ Kilde: TV 2 Gruppen årsrapporter 2007-2009

¹⁰¹ Kilde: Kinserdal (2010), forelesning 2

Immaterielle eiendeler

Immaterielle eiendeler som for eksempel forskning og utvikling, konsesjoner, patenter og goodwill benyttes i driftsaktiviteter og klassifiseres dermed som driftsrelaterte eiendeler.

Varige driftsmidler

Varige driftsmidler som for eksempel bygninger og kontorinventar benyttes i driftsaktiviteter og klassifiseres dermed som driftsrelaterte eiendeler.

Varer

Varer benyttes i driftsaktiviteter og klassifiseres dermed som driftsrelaterte eiendeler.

Fordringer

Fordringer benyttes som oftest i driftsaktiviteter, men det kan være slik at noen fordringer i realiteten er utlån. For TV 2 Gruppen gjelder dette for lån til ansatte.¹⁰² Imidlertid utgjør denne posten en veldig liten andel av totale fordringer, og vi ser det derfor som lite hensiktsmessig å skille ut disse som finansielle eiendeler. Dermed klassifiseres fordringer som driftsrelaterte eiendeler.

Investeringer i aksjer, obligasjoner og andre finansielle instrumenter

Investeringer i aksjer, obligasjoner og andre finansielle instrumenter benyttes ikke i driftsaktiviteter, og klassifiseres dermed som finansielle eiendeler.

Investeringer i tilknyttet selskap

Investeringer i tilknyttede selskaper inngår i TV 2 Gruppens driftsaktiviteter i større eller mindre grad. Eksempler er Norges Televisjon AS som er konsesjonsinnehaver og plattformoperatør av det digitale bakkenettet, og Storm Weather Centre AS som produserer værtjenester. I utgangspunktet burde derfor investeringer i tilknyttede selskaper klassifiseres som driftsrelaterte eiendeler. Dette innebærer imidlertid at vi må utarbeide prognoser for kontantstrømmene fra de tilknyttede selskapene. Vi anser det som lite hensiktsmessig å

¹⁰² Posten andre fordringer kan også inneholde flere finansielle fordringer, men her er noteinformasjonen ikke tilstrekkelig detaljert til å gi svar på dette.

utarbeide slike prognoser, da de mest sannsynlig vil være upresise. Vi velger derfor å klassifisere investeringer i tilknyttede selskaper som finansielle eiendeler.

Utsatt skattefordel

Vi har valgt å følge Kinserdals metode for behandling av utsatt skatt/skattefordel, hvor utsatt skatt/skattefordel behandles separat, og trekkes fra/legges til verdien av disse direkte i verdien av totalkapitalen.¹⁰³ Verdien av disse to postene vil vi derfor beregne separat i kapittel 9 og blir derfor ikke gruppert som verken driftsrelatert eller finansiell eiendel.

4.2.2 Gjeld

Ved bestemmelse av om en gjeldspost er driftsrelatert eller ikke tar man ofte utgangspunkt i at ikke-rentebærende gjeld klassifiseres som driftsrelatert gjeld, mens rentebærende gjeld klassifiseres som finansiell gjeld.

Annen langsiktig gjeld

Annen langsiktig gjeld er vanligvis rentebærende og dermed finansrelatert. Ut fra opplysningene i notene ser vi ingen grunn til å avvike fra dette. Annen langsiktig gjeld klassifiseres dermed som finansiell gjeld.

Leverandørgjeld

Leverandørgjeld er et resultat av driftsaktiviteter og er ikke-rentebærende. Leverandørgjeld klassifiseres dermed som driftsrelatert gjeld.

Skyldig skatt, merverdiavgift og lignende

Skyldig skatt, merverdiavgift, skattetrekk og lignende er ikke-rentebærende, og er i hovedsak pådratt som resultat av driftsaktiviteter. Disse postene klassifiseres dermed som driftsrelatert gjeld.

¹⁰³ Kilde: Kinserdal (2009), forelesning 8b

Annen kortsiktig gjeld

Annen kortsiktig gjeld består av tre poster; 1. års avdrag på langsiktig gjeld, avsetninger for påløpte kostnader og annen kortsiktig gjeld. 1. års avdrag på langsiktig gjeld er rentebærende og en del av den langsiktige finansielle gjelden, og klassifiseres dermed som finansiell gjeld. Avsetninger for påløpte kostnader er som oftest driftsrelaterte, for eksempel avsatt lønn, feriepenge og offentlige avgifter, og vi velger derfor å klassifisere disse som driftsrelatert gjeld. Annen kortsiktig gjeld er ikke videre spesifisert, men er vanligvis et resultat av driftsaktiviteter og ikke-rentebærende slik at vi velger å klassifisere denne posten som driftsrelatert gjeld.

Minoritetsinteresser

Den teoretisk riktige behandlingen av minoritetsinteressene ville vært å beregne disse til virkelig verdi. Minoritetsinteressene er relativt små og vi velger derfor å benytte bokført verdi og definere disse som finansiell gjeld.

Pensjonsforpliktelser

Pensjonsforpliktelsene er et resultat av tidligere års opptjent pensjon, og vi velger derfor å klassifisere disse som finansiell gjeld.

Utsatt skatt

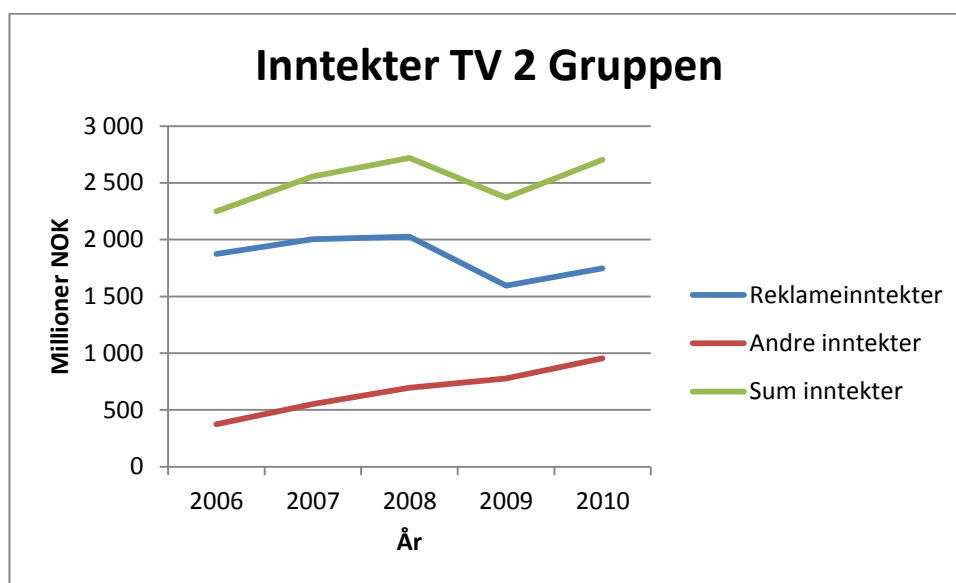
Her viser vi til behandlingen ovenfor av utsatt skattefordel og fremstillingen i kapittel 9.

5 Lønnsomhetsanalyse

For å underbygge gode prognoser analyserer vi først trender i TV 2 Gruppens lønnsomhet. Vi tar for oss utvikling både i inntekter, kostnader og EBITDA-marginer for å avdekke trender for TV 2 Gruppen, både isolert og sammenlignet med andre.

5.1 Inntekter

TV 2 Gruppens inntekter kan med fordel deles inn i to komponenter; reklameinntekter og andre inntekter, hvor sistnevnte i hovedsak består av brukerbetalingar og distribusjonsinntekter. Figur 8 viser inntektsutviklingen i TV 2-konsernet for perioden 2006-2010.



Figur 8 Inntektsutvikling TV 2 Gruppen 2006-2010.¹⁰⁴

Med unntak av en inntektssvikt i 2009, så har totalinntektene vist en økende trend, og TV 2 Gruppen er i 2010 omtrent tilbake på samme inntektsnivå som i 2008. Vi ser dessuten at TV 2 Gruppens viktigste inntektskilde er reklameinntekter og at disse har vært noe ustabile de siste årene. Vi ser at reklameinntektene i absolutte tall fortsatt var lavere i 2010 enn i 2006.

¹⁰⁴ Kilde: TV 2 Gruppen årsrapporter 2007-2009, resultatregnskap 2010

Det er imidlertid vanskelig å lese noen klar trend for reklameinntektene ut ifra dette tallmaterialet. Andre inntekter har imidlertid vært økende i hele perioden, og dette ser ut som en klar trend. Det er derfor ganske tydelig at TV 2 Gruppens totale inntektsvekst de siste årene i stor grad skyldes vekst i andre inntekter, til tross for at reklameinntekter fortsatt er den klart største inntektskilden for TV 2 Gruppen.

For å forstå inntektsutviklingen og derfor få et bedre utgangspunkt for å spå fremtiden, må vi forstå hva som driver hver av inntektskomponentene. Som påpekt i den strategiske analysen, så er annonseinntektene svært konjunkturavhengige, og driveren her vil først og fremst være svingninger i den aggregerte økonomien. I gode tider med god lønnsomhet i mange bransjer vil det brukes mer penger på markedsføring, som igjen gir inntekter for TV-selskapene. Det er for eksempel sannsynlig at det dramatiske fallet i reklameinntektene i 2009 i stor grad kan tilskrives finanskrisen. For å anslå reklameinntektene fremover må vi derfor ta utgangspunkt i hvordan vi tror resten av økonomien vil utvikle seg i årene fremover.

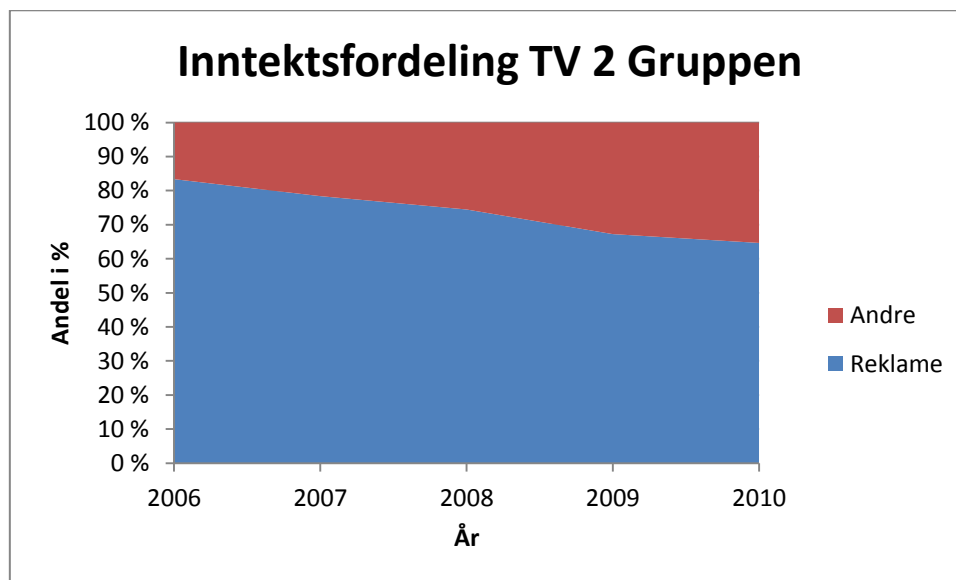
Utviklingen i brukerbetalinger og distribusjonsinntekter drives av litt andre faktorer. En viktig felles driver for disse er antageligvis digitaliseringen av distribusjon. Som diskutert i den strategiske analysen, så ble en rekke nye TV-kanaler lansert etter åpningen av det digitale bakkenettet i 2007. Flere kanaler gir et bredere grunnlag for direkteinntekter fra brukere og distributører. Utvikling i brukerbetaling drives naturligvis ikke bare av antall kanaler, men også av betalingsviljen for ulike produkter. Når TV 2 Gruppen begrunner sin satsing på sport så er dette nettopp fordi de mener at sport er et område hvor betalingsviljen hos kundene er stor.¹⁰⁵ Når vi registrerer at 150 000 nordmenn i løpet av andre halvår i 2010 betalte for å få tilgang til engelsk Premier League,¹⁰⁶ til tross for at prisen ligger på omkring 200 NOK per måned for disse kanalene, så må vi si oss enige i at betalingsviljen virker stor. Det er derfor naturlig å peke på at eksklusive rettigheter til norsk fotball fra 2006 og engelsk fotball fra 2010 har bidratt til den sterke veksten i brukerbetalinger for TV 2 Gruppen. Deler av disse inntektene har man dessuten tatt inn gjennom at kanalene også distribueres på nett gjennom TV 2 Sumo, og ved direkte distribusjon til sluttbruker sitter TV 2 Gruppen

¹⁰⁵ Kilde: TV 2 3.2.2011, <http://www.tv2nyhetene.no/okonomi/-en-karamell-tv-2sjefen-kan-suge-paa-i-noen-dager-3407092.html>

¹⁰⁶ Kilde: TV 2 23.2.2011, <http://www.tv2.no/omtv2/pressemeldinger/storsatsing-etter-rekordresultat-i-tv-2-3409356.html>

naturligvis igjen med en større andel av brukerbetalingerne. I forbindelse med distribusjonsinntekter så vil i TV 2 Gruppens tilfelle også avtalefestede forhold til distributørene ha stor betydning. Det ble i den strategiske analysen henviset til en ny avtale med staten som skal sikre TV 2 Gruppen en større del av distributørenes inntekter fra distribusjon av hovedkanalen TV 2. Da hovedkanalen TV 2 utvilsomt er konsernets største kanal og viktigste inntektskilde, vil en slik avtale ha betydning for distribusjonsinntektene fremover. For å si noe om hvordan andre inntekter vil utvikle seg fremover, må vi derfor ha en formening om hvilke satsinger TV 2 Gruppen vil gjøre fremover med tanke på kanallanseringer og hva slags type innhold de vil prøve å selge, i tillegg til vurderinger av hvor mye de vil få betalt av distributørene fremover.

Den forholdsmessige fordelingen mellom reklameinntekter og andre inntekter kan i seg selv ha betydning for den samlede inntektsutviklingen fremover. Figur 8 ga for så vidt et bilde av at reklameinntektene som andel av totale inntekter er synkende, men figur 9 gir et enda bedre bilde av dette.

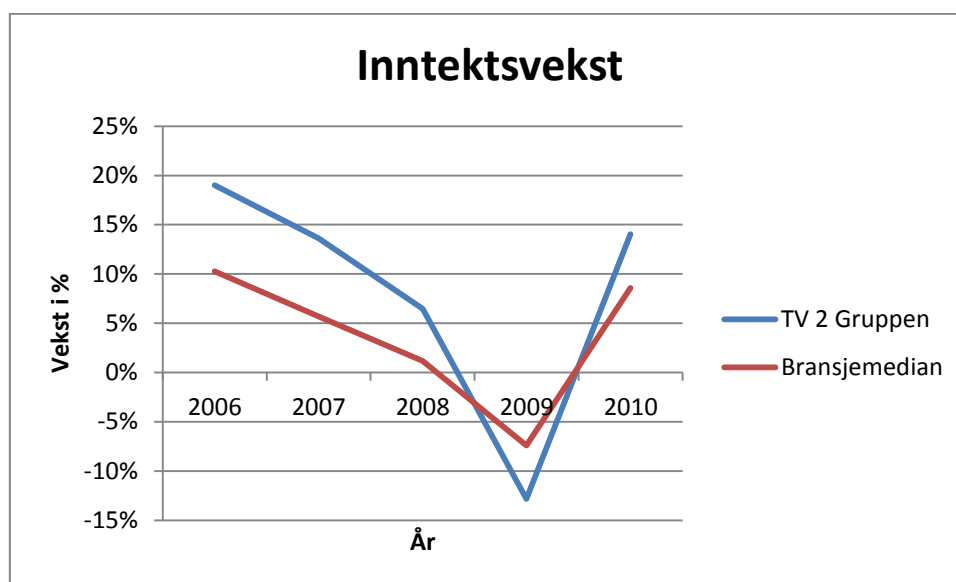


Figur 9 Fordeling reklame- og andre inntekter TV 2 Gruppen 2006-2010.¹⁰⁷

¹⁰⁷ Kilde: TV 2 Gruppen årsrapporter 2007-2009, resultatregnskap 2010

Det ser her ut til å være en klar trend at reklameinntektene utgjør en stadig mindre andel av totale inntekter, og at andre inntekter får stadig større betydning for TV 2 Gruppen. Det er grunn til å tro at andre inntekter ikke er like konjunkturfølsomme som reklameinntektene, noe finanskrisen er et eksempel på. Som vi så i figur 8, så hadde finanskrisen ingen synlig effekt på andre inntekter tilsvarende det vi observerte for reklameinntektene. Den relative utviklingen mellom inntektskildene er derfor av stor betydning fordi den påvirker i hvor stor grad TV 2 Gruppen fremover vil påvirkes av svingninger i den aggregerte økonomien.

Sentralt i vurderingen av fremtidig inntektsutvikling vil dessuten være TV 2 Gruppens evne til å øke inntektene. Vi har allerede sett at TV 2 Gruppen har økt inntektene de siste årene, men det kan også være nyttig å sammenligne denne veksten med andre TV-selskapers vekst.



Figur 10 Inntektsvekst for TV 2 Gruppen og bransjeutvalget 2006-2010.¹⁰⁸

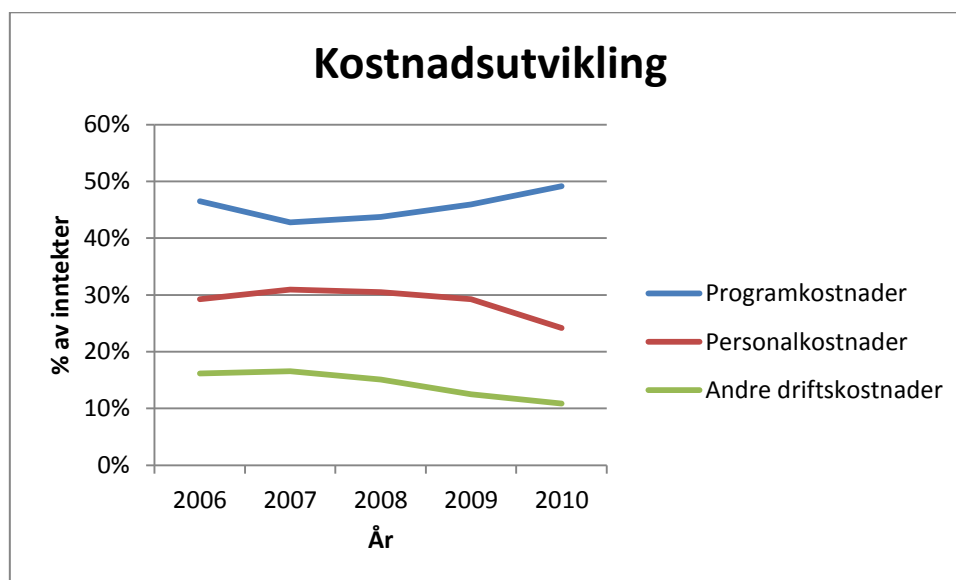
For å vurdere TV 2 Gruppens evne til å ta inn totale inntekter har vi i figur 10 sammenlignet salgsveksten de siste fem årene med medianen av våre 11 sammenlignbare europeiske mediehus. Grunnen til at vi bruker medianverdien og ikke gjennomsnittet, er at vi da unngår at enkelte ekstremverdier gir et feilaktig bilde av utviklingen. Slike ekstremverdier kan for

¹⁰⁸ Kilde: TV 2 Gruppen årsrapport 2007-2009, resultatregnskap 2010. Årsrapporter 2007-2010 og Damodaran Online for bransjeutvalget.

eksempel her oppstå ved oppkjøp og fusjoner da tallene ikke er normalisert og justert for slike forhold. Vi ser at veksten i TV 2 Gruppen sammenfaller relativt godt med trendene ute i Europa. Det at TV 2 Gruppen stort sett synes å ha noe mer dramatisk vekst enn bransjen både i gode og dårlige år, skyldes nok i stor grad at de fleste av de 11 europeiske mediehusene er større enn TV 2 Gruppen, og vi bør derfor ikke legge for mye i de absolutte prosenttallene. Det vi likevel kan lese ut ifra grafen er at TV 2 Gruppen ser ut til å følge med i salgsveksten i markedet. Det betyr at TV 2 Gruppen er i stand til å øke inntektene i gode tider, samtidig som de ikke klarer å unngå inntektstap i dårligere tider for TV-bransjen. Dette har betydning for fremtidig inntektsutvikling fordi det impliserer at TV 2 Gruppens utvikling trolig ikke vil avvike stort fra andre TV-selskapers utvikling, som igjen betyr at generelle antakelser om TVs utvikling fremover vil ha stor betydning for TV 2 Gruppen.

5.2 Kostnader

TV 2 Gruppens kostnader kan deles inn i programkostnader, personalkostnader og andre driftskostnader. Konsernet gjennomførte i 2008 og 2009 et kostnadseffektiviseringsprogram, og vi ser av figur 11 at både personalkostnadene og andre driftskostnader i prosent av omsetning er redusert de siste årene, og at dette ser ut til å være en trend.



Figur 11 Kostnader i % av totale inntekter for TV 2 Gruppen 2006-2010.¹⁰⁹

¹⁰⁹ Kilde: TV 2 Gruppen årsrapporter 2007-2009, resultatregnskap 2010

Lavere personalkostnader og andre driftskostnader er naturligvis positivt for lønnsomheten til TV 2 Gruppen, men vi ser at trenden er annerledes for programkostnadene, som er den største kostnadsposten for TV 2 Gruppen. Programkostnader som andel av totale inntekter er stigende, og i 2010 gikk nesten halvparten av inntektene til programmer (49 %).

I likhet med inntektskomponentene er det også viktig å forstå hva som driver de ulike kostnadskomponentene. Ofte vil de fleste poster i regnskapet være direkte tilknyttet omsetningen,¹¹⁰ og en naturlig driver for kostnadene vil derfor ofte være sum inntekter. Det kan imidlertid også være andre drivere som driver kostnadsutviklingen, og vi vil derfor i det følgende studere hver enkelt av de tre kostnadsgruppene mer i detalj.

Programkostnader

Hvis vi ser på utviklingen av programkostnader i figur 12, så ser det ut til å være en klar sammenheng mellom programkostnader og sum inntekter.



Figur 12 Programkostnadsvekst relativt til inntektsvekst for TV 2 Gruppen 2007-2010.¹¹¹

¹¹⁰ Kilde: Koller et al. (2005), s. 240

¹¹¹ Kilde: TV 2 Gruppen årsrapporter 2007-2009, resultatregnskap 2010

Programkostnadene vokser i år hvor det er inntektsvekst, og reduseres i år hvor inntekstveksten er negativ. Dette er naturlig fordi inntektene setter grenser for hvor mye penger TV 2 Gruppen kan bruke på programinnhold. At programkostnadene de siste årene har vokst noe raskere enn inntektene og derfor har ført til at programkostnader som prosentvis andel av sum inntekter har økt, er ingen unik trend for TV 2 Gruppen, og kan trolig knyttes til stadige lanseringer av nye nisjekanaler samt dyre rettigheter til deler av programinnholdet. Man kan se det samme bildet ved å studere andre mediehus. For eksempel har både svensk TV4 og dansk TV 2 hatt vekst i programkostnader som andel av sum inntekter de siste årene, og har i 2010 programkostnader på over 50 % av omsetningen. Logikken er forholdsvis enkel. I tillegg til at aktørene konkurrerer gjennom programtilbud, må de naturligvis fylle nylanserte nisjekanaler med innhold, noe som fører til økte programkostnader. Dessuten har TV 2 Gruppens satsing på dyre sportsrettigheter som norsk og engelsk fotball også bidratt til utviklingen. Hvordan programkostnadene utvikler seg videre drives derfor både av inntektene, samt hva slags kanal- og programtilbud TV 2 Gruppen satser på fremover. Med tanke på fremtidsregnskapet må vi derfor gjøre en vurdering av hvordan vi tror TV 2 Gruppens programprofil kommer til å se ut i årene fremover, og samtidig ta hensyn til at utviklingen må samsvare med forventet inntektsvekst.

Personalkostnader

Når det gjelder personalkostnader, så ser vi av figur 13 at det også her synes å være en viss sammenheng mellom kostnader og inntekter. Mye av årsaken til dette er imidlertid at TV 2 Gruppen har gjennomført et kostnadseffektiviseringsprogram i årene 2008 og 2009 hvor selskapet har vært noe preget av et svakt annonsemarked. Med inntekter som preges av et konjunkturavhengig annonsemarked, så kan man ikke forvente at personalkostnadene vil følge de samme konjunktorene i samme grad. Dette fordi personalkostnadene vil styres av mer langsiktige arbeidskontrakter, og normalt ha en mer stabil utvikling over tid. Samtidig er det også naturlig at det ansettes folk i høykonjunkturer, og at det kuttes i svake perioder, så en viss sammenheng mellom inntekter og kostnader vil det nok være. Den mest naturlige driveren for personalkostnadene er antall årsverk, som er redusert fra 971¹¹² i 2007 til ca.

¹¹² I tallet for 2007 har vi naturligvis her holdt utenfor ansatte i Kanal 24, da disse ikke er medberegnet i personalkostnadstallene.

715 i 2010.¹¹³ Det er derfor ganske opplagt at mye av kostnadsreduksjonen kan forklares med færre ansatte. Forventet lønnsvekst fremover vil også være en viktig driver for personalkostnadene. Når vi skal anslå personalkostnadene fremover må vi derfor ha en formening om hvordan lønnsvekst og antall ansatte i TV 2 Gruppen vil utvikle seg videre, noe som må sees i sammenheng med konjunktorene som igjen vil gjenspeile seg i inntektsveksten.



Figur 13 Personalkostnadsvekst relativt til inntektsvekst for TV 2 Gruppen 2007-2010.¹¹⁴

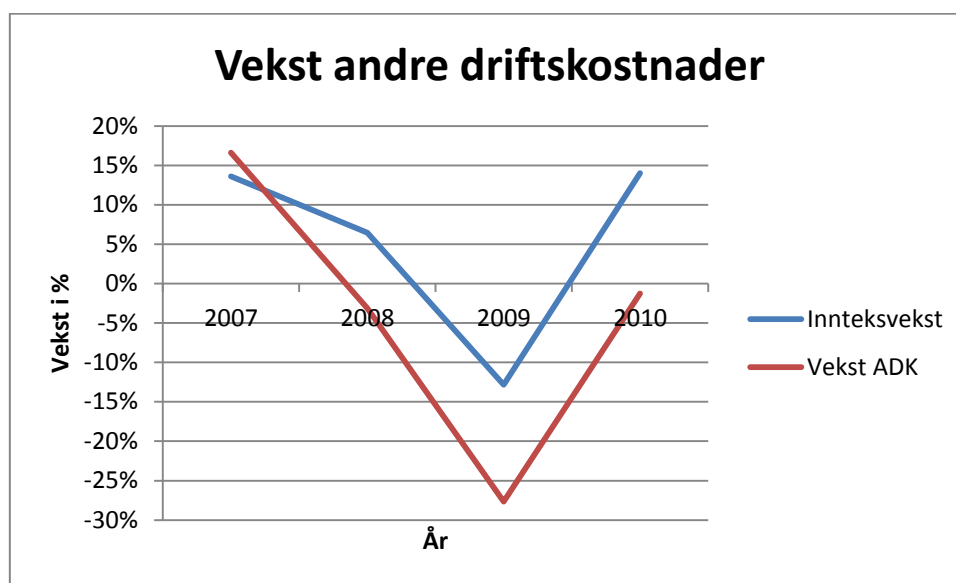
Andre driftskostnader

Andre driftskostnader omfatter en rekke forskjellige kostnadskomponenter, noe som gjør det vanskelig å analysere disse som en samlet post. Samtidig er det begrenset tilgjengelig informasjon om de underliggende postene, og det er derfor nødvendig å behandle andre driftskostnader samlet. Figur 11 viste at andre driftskostnader har hatt en konstant synkende trend som prosentandel av sum inntekter fra 2007 til 2010. Dette synes å skyldes først og fremst at distribusjonskostnadene har falt i forhold til inntektene i denne perioden. En naturlig årsak til denne utviklingen er digitaliseringen av distribusjon, og både det digitale bakkenettet og økt nettdistribusjon kan nok forklare at distribusjonskostnadene er redusert. Det er også naturlig at kostnadseffektiviseringsprogrammet har bidratt til å redusere andre

¹¹³ Kilde: <http://www.tv2.no/omtv2/mediehuset/>

¹¹⁴ Kilde: TV 2 Gruppen årsrapporter 2007-2009, resultatregnskap 2010

driftskostnader, eksempelvis gjennom at poster som reising, rekvisita, telefon og IT reduseres som følge av færre ansatte. Vi ser av figur 14 at også andre driftskostnader tilsynelatende har en sammenheng med sum inntekter. Ettersom det er umulig å identifisere andre drivere for samlede andre driftskostnader, vil den mest naturlige driveren for andre driftskostnader derfor være sum inntekter. I fremskrivingen vil derfor inntektsutviklingen være av størst betydning for utviklingen av andre driftskostnader fremover.



Figur 14 Vekst i andre driftskostnader relativt til inntektsvekst for TV 2 Gruppen 2007-2010.¹¹⁵

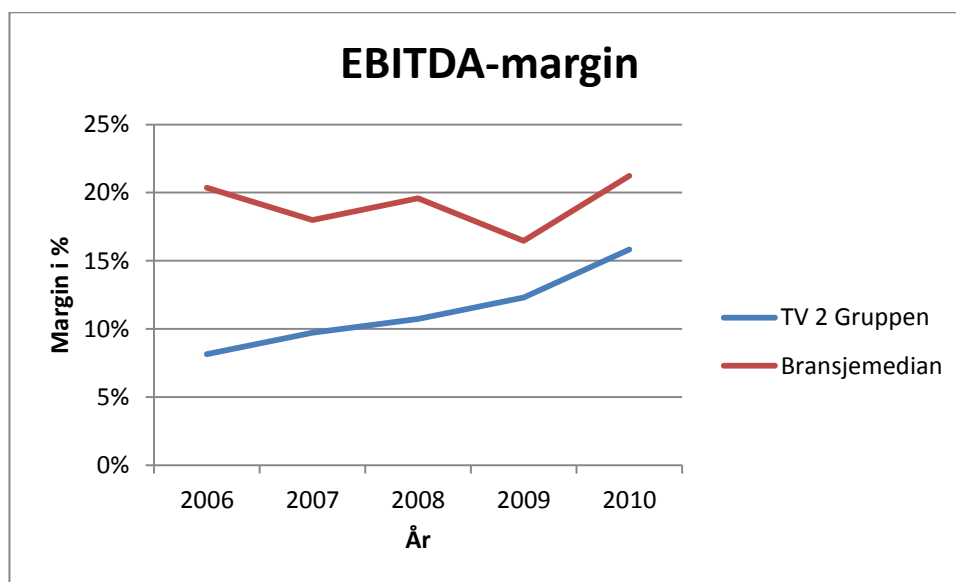
5.3 EBITDA-margin

Som mål på den totale operasjonelle lønnsomheten har vi valgt å bruke EBITDA-margin, dvs. EBITDA som andel av driftsinntekter. Driveren i EBITDA-marginen vil naturligvis være hvordan inntektene utvikler seg i forhold til kostnadene, og i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet vil derfor EBITDA-marginen være et resultat av hva vi tror om fremtidig inntekts- og kostnadsutvikling. Det kan likevel være nyttig å studere lønnsomhetsutviklingen i TV 2 Gruppen, og sammenligne med andre aktører i bransjen for å se hvor godt TV 2 Gruppen har gjort det de siste årene. For å knytte lønnsomhetsanalysen til konklusjonene i

¹¹⁵ Kilde: TV 2 Gruppen årsrapporter 2007-2009, resultatregnskap 2010

den strategiske analysen, burde vi ideelt sett se på TV 2 Gruppens lønnsomhet i forhold til de andre aktørene i den norske TV-bransjen. Dette byr imidlertid på en del utfordringer. NRK er ikke direkte sammenlignbare ettersom deres inntekter baserer seg på lovpålagt lisensbetaling, mens MTG og ProSiebenSat.1 utarbeider begrenset regnskapsinformasjon for deres norske virksomhet isolert.

Vi sammenligner derfor utviklingen i EBITDA-margin for TV 2 Gruppen med medianverdien av vårt utvalg på 11 europeiske mediehus, da vi mener at også en slik sammenligning gir en del nyttige perspektiver på TV 2 Gruppens lønnsomhetsutvikling. Igjen er forklaringen på bruk av medianverdi i stedet for gjennomsnitt at vi vil unngå at enkelte ekstremverdier får for stor betydning. Det er også her verdt å merke seg at EBITDA for TV 2 Gruppen er normalisert, mens dette ikke er tilfellet for de komparative selskapene. Ettersom vi bruker medianen av et relativt stort utvalg sammenlignbare selskaper bør dette imidlertid ikke bety så mye. Da ekstraordinære regnskapseffekter per definisjon ikke skyldes felles trender i markedet, så antar vi at bruk av flere selskaper vil jevne ut disse engangseffektene.



Figur 15 Utvikling i EBITDA-margin for TV 2 Gruppen og bransjeutvalget 2006-2010.¹¹⁶

¹¹⁶ Kilde: TV 2 Gruppen årsrapporter 2007-2009, resultatregnskap 2010. Årsrapporter 2007-2010 og Damodaran Online for bransjeutvalget.

Vi ser av figur 15 at TV 2 Gruppen viser en annen trend enn den europeiske TV-bransjen i analyseperioden når det gjelder EBITDA-margin. Mens de komparative selskapene samlet har vist ustabil marginutvikling i årene 2006-2010, så har TV 2 Gruppens EBITDA-margin vokst jevnt. En mulig årsak til trendforskjellen kan være at mange andre europeiske nasjoner har slitt mer enn Norge i forbindelse med finanskrisen, noe som har svekket marginene i enkelte år. Samtidig er det viktig å poengtere at EBITDA-marginen i europeisk TV-bransje synes å være tilbake på samme nivå i 2010 som den var i 2006, dvs. på omtrent 20 %.

Det må naturligvis også påpekes at TV 2 Gruppen ser ut til å historisk ha hatt lavere marginer enn andre europeiske mediehus. En forklaring på dette kan være at det norske markedet er relativt lite, og at aktører i større land trolig vil ha bedre forutsetninger for gode marginer. Dette fordi marginalinntekten ved å vise et program til en ekstra seer trolig alltid er større enn marginalkostnaden da sistnevnte vil være så godt som null. Forklaringen på at marginalkostnaden er så liten er at programkostnadene naturligvis vil være de samme uavhengig av hvor mange som ser på programmene. Derfor er det ikke uventet at TV 2 Gruppen har lavere marginer enn de fleste av selskapene vi her sammenligner de med.

Konklusjonen på lønnsomhetsanalysen er derfor at TV 2 Gruppens lønnsomhet sammenlignet med andre ikke er fullt så god som man kanskje kan få inntrykk av i den strategiske analysen. EBITDA-marginen de siste fem årene har vært noe lav sammenlignet med andre mediehus ute i Europa. Dette betyr imidlertid ikke nødvendigvis at TV 2 Gruppen har dårlig lønnsomhet i forhold til andre aktører i norsk TV-bransje, men dette er som sagt vanskelig å måle ettersom det ikke eksisterer tilstrekkelig med informasjon. Det vi imidlertid kan trekke ut av EBITDA-analysen er at TV 2 Gruppen viser en jevn positiv utvikling i EBITDA-margin i en periode hvor marginene hos andre mediehus har vært ustabile og påvirket av finanskrisen. Dette viser at TV 2 Gruppen i en periode med et turbulent makrobilde og store endringer i bransjen som følge av digitalisering har vært i stand til å øke lønnsomheten. Trenden for TV 2 Gruppen er derfor positiv, og TV 2 Gruppen har de siste årene nærmet seg EBITDA-marginene i det europeiske TV-markedet.

6 Likviditets- og soliditetsanalyse

Vi vil i dette kapitlet foreta en likviditets- og soliditetsanalyse av TV 2 Gruppen, for å kaste lys over selskapets kredittrisiko på kort og lang sikt. Resultatet av denne analysen vil være en syntetisk rating som vil være viktig input ved beregning av kredittrisikopremien på selskapets gjeld.

Modellen vi har valgt å benytte for utarbeidelse av den syntetiske ratingen er hentet fra kurset BUS425, og er bestemmende for hvilke nøkkeltall vi har valgt å beregne.

I analysen vil vi også sammenligne TV 2 Gruppens nøkkeltall med det europeiske bransjeutvalget.

Likviditets- og soliditetssituasjonen i 2010 er uviss, ettersom vi mangler balansetall for 2010. Analysen vil dermed kunne være noe utdatert, men vi anser det imidlertid som sannsynlig at situasjonen i alle fall ikke har forverret seg nevneverdig, grunnet solide resultater i 2010.

6.1 Likviditetsanalyse

Likviditetsanalysen tar for seg selskapets kortsiktige kredittrisiko, det vil si i hvilken grad selskapet er i stand til å dekke sine forpliktelser når de forfaller til betaling, og dermed hvor sannsynlig det er at bedriften kan unngå konkurs på kort sikt.

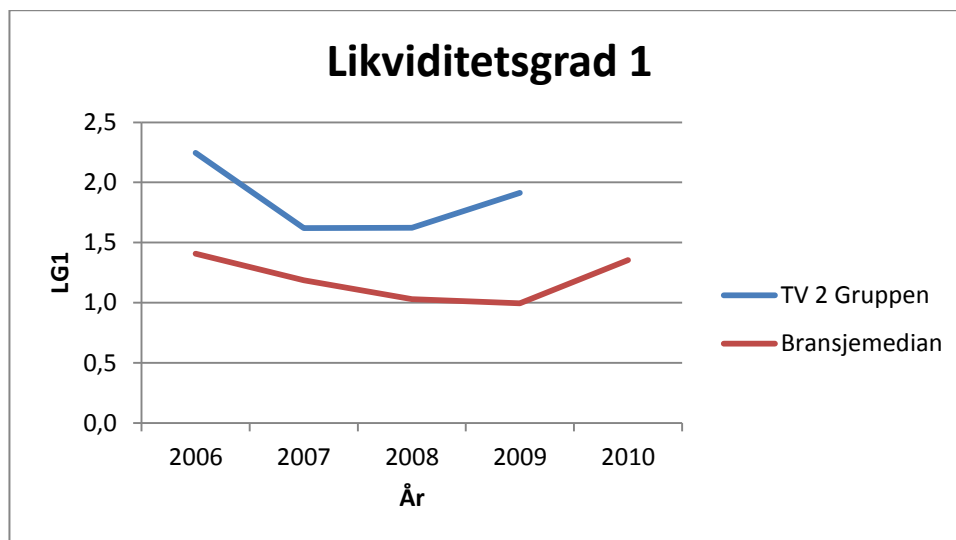
I modellen vi benytter for å utlede den syntetiske ratingen inngår likviditetsgrad 1 og rentedekningsgrad som mål på kortsiktig kredittrisiko og vi har derfor valgt å begrense likviditetsanalysen til disse to nøkkeltallene.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er et mål på selskapets kapasitet til å dekke sine forpliktelser når de forfaller til betaling og beregnes som forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld:

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

En generell regel er at likviditetsgrad 1 bør være større enn 1,5,¹¹⁷ men dette er ikke noe absolutt krav ettersom likviditetsgraden er svært bransjeavhengig.



Figur 16 Utvikling i likviditetsgrad 1 for TV 2 Gruppen og bransjeutvalget 2006-2010.¹¹⁸

Vi ser av figur 16 at TV 2 Gruppen hadde en negativ utvikling i likviditetsgrad 1 fra 2006 til 2007. Reduksjonen skyldes en stor økning i den kortsiktige gjelden. Denne endringen er i hovedsak forårsaket av at leverandørgjelden og “annen kortsiktig gjeld” begge økte med over 50 %. Likviditetsgraden holdt seg stabil fra 2007 til 2008, mens det skjedde en økning fra 2008 til 2009. Dette skyldes først og fremst at kundefordringer økte markant, og at den kortsiktige gjelden ble redusert. Sistnevnte skyldes en betydelig reduksjon i avsetninger for påløpte kostnader og “annen kortsiktig gjeld”.

TV 2 Gruppen har altså hatt en positiv utvikling i likviditetsgraden de siste årene, og den fremstår som nokså solid. Også i forhold til bransjemedianen ligger TV 2 Gruppen godt an; mens TV 2 Gruppen økte sin likviditetsgrad fra 2007-2009 har bransjen som helhet opplevd en svekkelse i den samme perioden. Vi ser imidlertid at bransjen har hatt en markant oppgang fra 2009 til 2010, men ligger fremdeles godt under TV 2 Gruppens 2009-nivå.

¹¹⁷ Kilde: Bedin (2011)

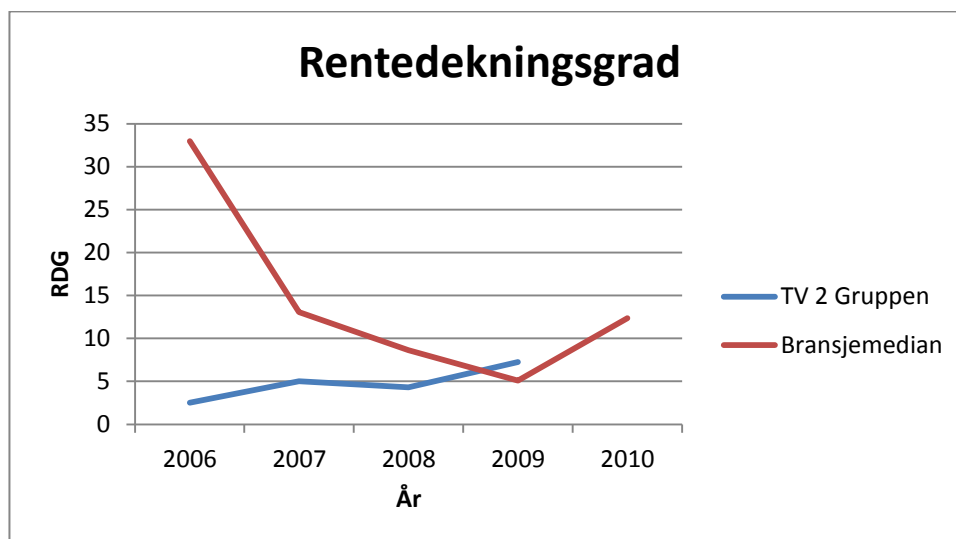
¹¹⁸ Kilde: TV 2 Gruppen årsrapporter 2007-2009, resultatregnskap 2010. Årsrapporter 2007-2010 for bransjeutvalget.

6.1.2 Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgraden gir et uttrykk for i hvilken grad selskapet er i stand til å betale sine rentekostnader og gir også et bilde av framtidig gjeldskapasitet. Vi har benyttet følgende definisjon for beregning av rentedekningsgraden til TV 2 Gruppen¹¹⁹ og bransjeutvalget:¹²⁰

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{EBIT}{\text{Rentekostnader}}$$

Generelt bør rentedekningsgraden være minst 1, men for å ha en buffer og finansielt handlingsrom (f. eks. muligheter for opptrekk av gjeld) bør den være en del høyere enn dette.



Figur 17 Utvikling i rentedekningsgrad for TV 2 Gruppen og bransjeutvalget 2006-2010.¹²¹

Vi ser av figur 17 at TV 2 Gruppen hadde en nokså lav rentedekningsgrad i 2006 på omkring 2,5. Rentedekningsgraden økte fra 2006 til 2007 som følge av reduserte rentekostnader og forbedret driftsresultat. Selv om driftsresultatet økte fra 2007 til 2008 ble rentedekningsgraden noe redusert som følge av en relativt stor økning i rentekostnadene. I 2009 var både rentekostnadene lavere og driftsresultatet høyere, noe som resulterte i en

¹¹⁹ For TV 2 Gruppen er normalisert EBITDA tillagt av- og nedskrivninger benyttet for å finne EBIT

¹²⁰ For bransjeutvalget er rapportert EBIT benyttet

¹²¹ Kilde: TV 2 Gruppen årsrapporter 2007-2009, resultatregnskap 2010. Årsrapporter 2007-2010 for bransjeutvalget.

solid rentedekningsgrad på over 7. På dette tidspunktet lå TV 2 Gruppens rentedekningsgrad over bransjemedianen etter å ha ligget under de foregående årene. Bransjens rentedekningsgrad har økt markant det siste året, og det er nærliggende å tro at også TV 2 Gruppens rentedekningsgrad har økt ettersom driftsresultatet nesten har doblet seg.

Rentedekningsgraden er altså på et tilfredsstillende nivå. TV 2 Gruppen er i stand til å betale sine rentekostnader og ser ut til å ha kapasitet til å trekke opp gjelden i fremtiden dersom det skulle være aktuelt i forhold til nye investeringer.

6.2 Soliditetsanalyse

En soliditetsanalyse gir et bilde av selskapets evne til å tåle fremtidige underskudd og gir således et uttrykk for selskapets langsiktige kredittrisiko.

I modellen vi benytter for å utlede den syntetiske ratingen inngår egenkapitalprosent som mål på langsiktig kredittrisiko, og vi har derfor valgt å begrense soliditetsanalysen til å gjelde dette nøkkeltallet.

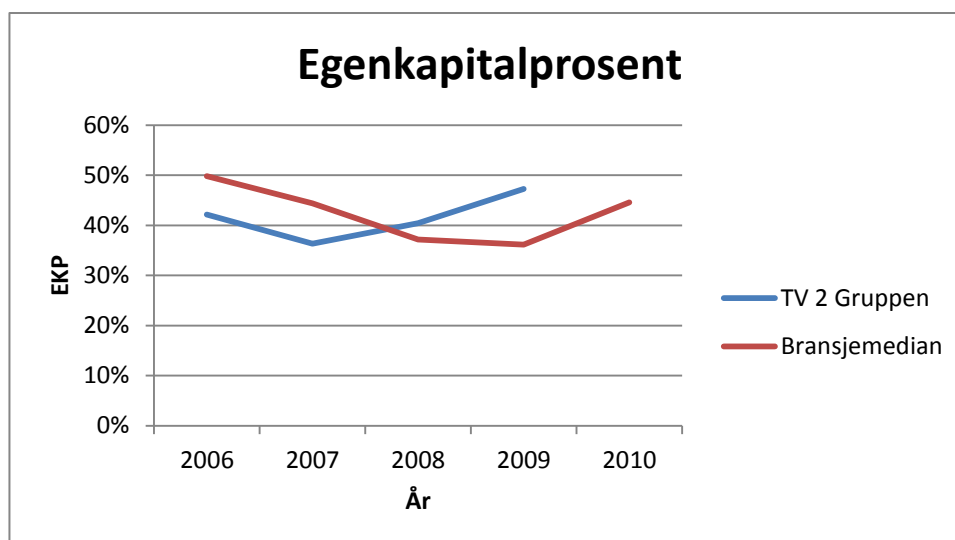
6.2.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten er et mål på hvor mye egenkapital det er i selskapet i forhold til totalkapitalen. En høy egenkapitalandel innebærer at selskapet kan tåle større tap i fremtiden og at selskapet dermed har lavere konkurssansynlighet. Egenkapitalprosenten defineres slik:¹²²

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital} + \text{Minoritetsinteresser}}{\text{Totalkapital}}$$

Hvor høy egenkapitalprosenten bør være avhenger av bransjen. Selskaper i modne bransjer som er relativt uberørt av konjunktursvingninger vil kunne ha en lavere egenkapitalandel enn selskaper i sykliske bransjer som har større behov for en økonomisk buffer. Som vi har sett er TV-bransjen nokså konjunkturutsatt når det gjelder annonseinntekter, et moment som tilsier høyere egenkapitalprosent.

¹²² Bokførte verdier for både egenkapital og totalkapital er benyttet ettersom verken TV 2 Gruppen eller enkelte av selskapene i bransjeutvalget er børsnoterte



Figur 18 Utvikling i egenkapitalprosent for TV 2 Gruppen og bransjeutvalget 2006-2010.¹²³

Vi ser av figur 18 at TV 2 Gruppen har hatt en positiv utvikling siden 2007 og lå over bransjemedianen i 2008 og 2009. Bransjen har hatt en negativ utvikling siden 2006, men opplevde en kraftig økning i egenkapitalprosent fra 2009 til 2010 og er nå oppe på nivå med TV 2 Gruppens egenkapitalprosent i 2009.

TV 2 Gruppens egenkapitalprosent virker solid, forutsatt at den ikke er vesentlig svekket i 2010, og er altså på nivå med bransjens egenkapitalprosent. Dette betyr at TV 2 Gruppen tilsynelatende er i god stand til å takle eventuelle fremtidige tap.

6.3 Konklusjon likviditets- og soliditetsanalyse

Som vi ser har TV 2 Gruppen hatt en positiv utvikling i begge nøkkeltallene som sier noe om den kortsiktige kredittrisikoen og i det ene nøkkeltallet som sier noe om den langsiktige kredittrisikoen. TV 2 Gruppen er altså i stand til å dekke sine kortsiktige forpliktelser uten særlige problemer og har en god evne til å tåle eventuelle fremtidige tap, og vi anser derfor sannsynligheten for konkurs til å være lav.

¹²³ Kilde: TV 2 Gruppen årsrapporter 2007-2009, resultatregnskap 2010. Årsrapporter 2007-2010 for bransjeutvalget.

6.4 Syntetisk rating

Som nevnt er modellen vi har valgt å benytte for utarbeidelse av den syntetiske ratingen og medførende kredittrisikopremie hentet fra kurset BUS425. Den benytter de tre nøkkeltallene som er vist i likviditets- og soliditetsanalysen; likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad og egenkapitalprosent, i tillegg til lønnsomhetsmålet netto driftsrentabilitet. Ratingklassene benytter Standard & Poors terminologi og vises i tabell 9.

Rating	LG1	RDG	EKP	NDR	PRD	KRF
AAA	8,90	11,600	0,895	0,308	0,0001	0,10
AA	4,60	4,825	0,755	0,216	0,0012	0,15
A	2,35	2,755	0,550	0,131	0,0024	0,25
BBB	1,45	1,690	0,380	0,082	0,0037	0,40
BB	1,05	1,060	0,270	0,054	0,0136	0,60
B	0,75	0,485	0,175	0,026	0,0608	1,00
CCC	0,55	-0,345	0,105	-0,002	0,3085	3,00
CC	0,45	-1,170	0,030	-0,030	0,5418	9,00
C	0,35	-1,995	-0,100	-0,058	0,7752	27,00
D	0,30	-2,410	-0,180	-0,072	0,9999	1000,00

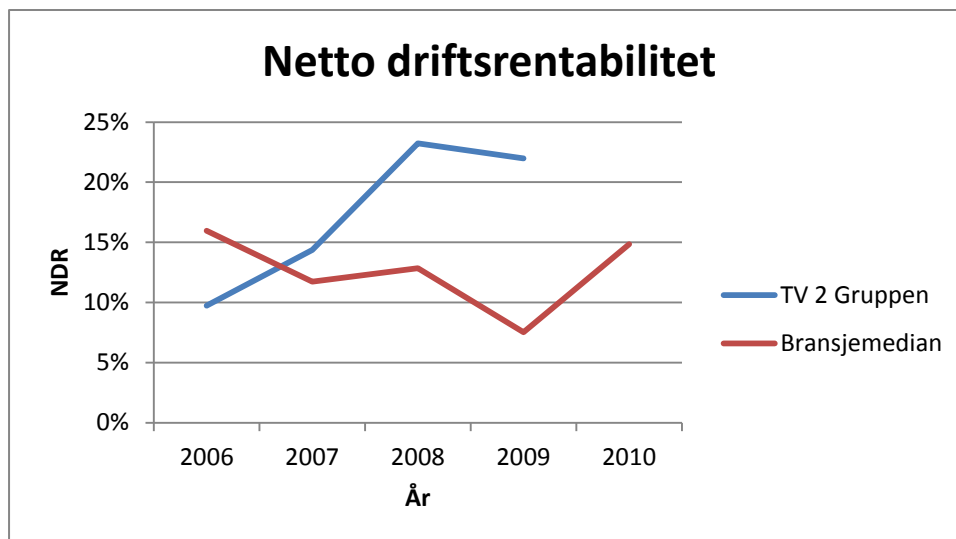
Tabell 9 Ratingmodell.¹²⁴

Som nevnt har vi også beregnet netto driftsrentabilitet, både for TV 2 Gruppen og bransjeutvalget, som gir et uttrykk for profitt fra drift i forhold til kapital investert i drift. Vi har beregnet netto driftsrentabilitet etter følgende formel:¹²⁵

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{EBIT \times (1 - t)}{\text{Gjennomsnittlig netto driftskapital}}$$

¹²⁴ Kilde: Kinserdal (2010), forelesning 12a. PRD = konkurssansynlighet. KRF = kredittrisikofaktor.

¹²⁵ Også her er normalisert EBITDA tillagt av- og nedskrivninger benyttet for TV 2 Gruppen, mens rapportert EBIT er benyttet for bransjeutvalget.



Figur 19 Utvikling i netto driftsrentabilitet for TV 2 Gruppen og bransjeutvalget 2006-2010.¹²⁶

Vi ser av figur 19 at TV 2 Gruppen hadde en stor økning i netto driftsrentabilitet fra 2006 til 2007. Dette skyldes i stor grad en kraftig reduksjon i netto driftskapital i tillegg til økt driftsresultat. Utviklingen fortsatte fra 2007 til 2008. Ettersom vi benytter gjennomsnittlig netto driftskapital i nevneren får reduksjonen i netto driftskapital først full effekt i 2008. Dette, i tillegg til en betydelig økning i driftsresultatet, førte til den solide driftsrentabiliteten på over 23 %. Netto driftsrentabilitet falt noe fra 2008 til 2009, grunnet en økning i netto driftskapital kombinert med liten vekst i driftsresultatet, men lå likevel på solide 22 %. Vi ser at TV 2 Gruppen fra 2007 av har ligget godt over bransjemedianen, som for sin del opplevde en reduksjon i netto driftsrentabilitet fra 2006 til 2010. Bransjen opplevde en kraftig økning i netto driftsrentabilitet fra 2009 til 2010, men det er nærliggende å tro at også TV 2 Gruppen vil ha opplevd en økning ettersom driftsresultatet er nær doblet fra 2009 til 2010. TV 2 Gruppens netto driftsrentabilitet virker altså solid og har vært bedre enn bransjemedianen fra 2007 og fremover.

Nå er alle nøkkeltall som skal til for å utlede den syntetiske ratingen på plass og tabell 10 viser utviklingen i rating for TV 2 Gruppen og bransjeutvalget.

¹²⁶ Kilde: TV 2 Gruppen årsrapporter 2007-2009, resultatregnskap 2010. Årsrapporter 2007-2010 for bransjeutvalget.

År	2006	2007	2008	2009	2010	Snitt	TVS
TV 2	BBB	BBB	BBB	A		BBB	BBB
Bransje	A	A	BBB	BBB	A	BBB	BBB

Tabell 10 Utvikling i rating for TV 2 Gruppen og bransjeutvalget 2006-2010.

Vi så at TV 2 Gruppen for det meste har hatt en positiv utvikling i nøkkeltallene som har betydning for den syntetiske ratingen. Vi ser at dette har betydd at TV 2 Gruppens rating har holdt seg stabilt på BBB fra 2006 til 2008, mens den i 2009 hoppet opp til A. Snittet for perioden 2006-2009 blir dermed BBB.¹²⁷ Det er nærliggende å tro at TV 2 Gruppen klarer å forsvare en BBB-rating også i 2010, ettersom driftsresultatet har nær doblet seg fra 2009 til 2010.¹²⁸ Vi velger derfor å benytte den gjennomsnittlige ratingen BBB ved beregning av avkastningskravet på gjelden.

TV 2 Gruppens konkurssansynlighet, basert på historiske data, vil med BBB-rating være 0,37 %, altså svært lav. Med BBB-rating har TV 2 Gruppen en kredittrisikofaktor på 0,4 som vil legges til grunn ved beregning av avkastningskravet på gjelden i forbindelse med utledning av det veide avkastningskravet (WACC) i kapittel 8.

¹²⁷ Også det tidsvektede snittet (TVS) gir en rating på BBB. Her er 2006 vektet med 10 %, siden disse tallene inneholder Kanal 24, mens årene 2007-2009 er likt vektet, dvs. med 30 % hver.

¹²⁸ Forutsetter at TV 2 Gruppen ikke har trukket opp gjelden nevneverdig og at netto driftskapital ikke har økt uforholdsmessig mye

7 Fremtidsprognoser

Den kontantstrømbaserte verdsettelsen av TV 2 Gruppen består av to deler. Første del er en neddiskontering av detaljerte prognoseregnskaper hvor vi anslår inntekter, kostnader, investeringer og endringer i arbeidskapital de neste årene. Andre del er en beregnet terminalverdi i slutten av prognoseperioden, og baserer seg på en konstant evig vekst i kontantstrømmer fra og med dette tidspunktet. For å få et mest mulig fornuftig estimat for TV 2 Gruppens verdi er det derfor viktig at selskapet er i "steady state" ved tidspunktet vi beregner terminalverdi. For et selskap i "steady state" vil fri kontantstrøm ha konstant vekst, noe som gjør at man kan verdsette det ved hjelp av en "evig vekst"-formel.¹²⁹ Ettersom TV 2 Gruppen er avhengige av reklameinntekter som igjen er konjunkturavhengige, vil man trolig aldri egentlig havne i en "steady state"-situasjon. TV 2 Gruppen er med andre ord et syklisk selskap, og Koller et al. (2005) anbefaler prognoseperioder på 10 til 15 år for slike selskaper. Samtidig vil også verdien av fremtidsprognoser 10-15 år frem i tid være svært begrenset da det er veldig vanskelig å spå inntekts- og kostnadsutvikling såpass langt frem i tid. Dessuten kan utviklingen i TV 2 Gruppen hvor andre inntekter enn reklameinntekter får stadig større betydning, gjøre selskapet mindre syklisk. Vi har derfor valgt en prognoseperiode på 5 år, dvs. 2011-2015. Vi vil da kunne fange opp nåværende trender i markedene samtidig som vi har mulighet til å justere prognosene inn mot hva vi tror er en realistisk langsiktig utvikling. Prognoseregnskapet for 2015 vil være basis for utregningen av terminalverdien, og vil derfor være et uttrykk for hvordan vi tror selskapet vil gjøre det på sikt.

7.1 Evig konstant vekst

Ettersom terminalverdien vil utgjøre en relativt stor del av den beregnede verdien, vil anslaget for evig konstant vekst i kontantstrømmer få en stor betydning for verdsettelsen. Vi vil anta at alle kostnadskomponenter fra og med 2015 vil holde seg som en fast andel av sum inntekter, og evig konstant vekst i kontantstrømmer vil derfor tilsvare vekst i inntekter. Ettersom ingen selskaper kan ha evig vekst som er raskere enn den samlede økonomien, er det viktig at dette vekstanslaget ikke settes for høyt. Dette fordi en raskere evig vekst enn

¹²⁹ Kilde: Koller et al. (2005), s. 234

veksten i økonomien samlet vil gjøre selskapet urealistisk stort.¹³⁰ Vi må derfor først anslå hva den evige vekstraten i økonomien kommer til å bli. I følge Kinserdal¹³¹ var gjennomsnittlig årlig realvekst i BNP for Norge ca. 3 % i perioden 1865-2003. I perioden 2001-2010 har imidlertid snittveksten vært kun 1,6 %.¹³² Gjennomsnittlig årlig inflasjon målt etter KPI-JAE¹³³ har i samme periode vært 1,6 %, mens Norges Banks pengepolitikk er innrettet mot å følge et årlig inflasjonsmål på 2,5 %.¹³⁴ Ved å bruke realvekst i BNP på 3 %, samt inflasjonsmål på 2,5 % ville vi ende opp med et nominelt vekstanslag på 5,5 %, men dette anslaget vil være betydelig lavere dersom vi velger å ta utgangspunkt i virkelig vekst i økonomien de siste 10 årene, som i snitt tilsvarer en nominell vekstrate på 3,2 %. Ettersom historisk vekst avhenger av hvilken tidsperiode vi ser på, i tillegg til at vi ikke vet hvorvidt historien kan fremskrives til fremtiden, er det derfor svært vanskelig å spå den evige vekstraten for den samlede økonomien. SSBs prognoser for perioden 2011-2014 viser en gradvis økende nominell vekst fra 3,6 % i 2011 til 4,9 % i 2014. I en totalvurdering har vi derfor kommet frem til at en nominell årlig vekstrate på 5 % fra og med 2015 virker å være et rimelig fornuftig anslag. Ettersom vi i den strategiske analysen spår en lys fremtid for TV-bransjen, og de interne ressursene i TV 2 Gruppen heller ikke tilsier at selskapet skal vokse mindre enn bransjen, har vi derfor lagt til grunn 5 % som årlig evig vekstrate for TV 2 Gruppen fra og med 2015. Dette er også samme vekstrate som TV 2 Gruppen gjennomsnittlig har hatt i inntektene i perioden 2006-2010, og er omtrent lik medianverdien til tilsvarende inntekstvekst for våre 11 europeiske sammenlignbare selskaper i samme periode på 6 %.

7.2 Inntekter

I årene frem mot 2015 er det faktorer som tilsier at veksten kan avvike noe fra den evige konstante vekstraten. I prognosene for inntekter de neste årene har vi valgt å skille mellom reklameinntekter og andre driftsinntekter, da det som nevnt i inntektsanalysen er forskjellige drivere for de ulike inntektene.

¹³⁰ Kilde: Koller et al. (2005), s. 234

¹³¹ Kilde: Kinserdal (2010), forelesning 7b

¹³² Kilde: Statistisk sentralbyrå, <http://www.ssb.no/kt/>

¹³³ KPI-JAE = Konsumprisindeks justert for avgiftsendringer og uten energivarer

¹³⁴ Kilde: Norges Bank (2006)

Reklameinntekter

Reklameinntektene er som nevnt konjunkturavhengige og det at finanskrisen faller midt i analyseperioden vår på de siste fem årene fører til at reklameinntektsveksten de siste fem årene så vidt har vært negativ. Det ville imidlertid gi liten mening å fremskrive -1 % reklameinntektsvekst fremover, da det ser ut som reklamemarkedet i dag er godt, noe vi også kom frem til i den strategiske analysen. Vi har derfor utarbeidet en prognose basert på elementer i den strategiske analysen og hvordan vi tror norsk økonomi vil utvikle seg fremover. Når det gjelder prognoser på utviklingen av norsk økonomi har vi valgt å støtte oss på prognoser utarbeidet av SSB i stedet for å utarbeide disse selv.

SSBs prognoser for årlig vekst i BNP,¹³⁵ KPI-JAE og medfølgende anslag i nominell vekst i økonomien er oppsummert i tabell 11.

	2011	2012	2013	2014
BNP	2,1 %	2,9 %	2,5 %	2,4 %
KPI-JAE	1,5 %	1,7 %	2,0 %	2,5 %
Nominell vekst	3,6 %	4,6 %	4,5 %	4,9 %

Tabell 11 Prognoser for årlig vekst i BNP, KPI-JAE og nominell vekst 2011-2014.¹³⁶

SSB anslår altså at den nominelle veksten i norsk økonomi vil stige gradvis de neste årene. Dersom annonseinntektene følger resten av økonomien skulle derfor disse prognosene være fornuftige estimater på reklameinntektene til TV 2 Gruppen fremover.

Nå er det imidlertid flere trender i TV-bransjen vi må ta hensyn til, og det er trolig at vekst i annonseinntekter vil avvike noe fra prognostisert vekst i økonomien de neste årene. Som forklart i den strategiske analysen så tror vi at TVs andel av de totale reklameinntektene i Norge vil øke fremover. Dessuten vil trolig også internetts andel øke, og det er sannsynlig at også TV 2 Gruppen vil ta del i denne veksten. Dette fordi vi tror selskapet har de interne ressursene som kreves for å ta del i inntektsveksten. Vi tror derfor på en god vekst i reklameinntektene de neste årene, men at veksten gradvis vil nærme seg veksten i den

¹³⁵ Regnet i faste priser, dvs. realvekst

¹³⁶ Kilde: Statistisk sentralbyrå, <http://www.ssb.no/kt/>

samlede økonomien. Vi anslår derfor vekst i reklameinntekter til å bli 9 % i 2011, noe som samsvarer med Aegis Medias prognoser for reklameomsetning i TV-selskaper i 2011.¹³⁷ Deretter har vi anslått veksten til 6 % i 2012, 6 % i 2013 og 5 % i 2014 som omtrent tilsvarer SSBs nominelle vekstprognose dette året. Vekst i 2015 er lik anslått evig konstant nominell årlig vekst på 5 %.

Andre driftsinntekter

Andre driftsinntekter har vokst kraftig de siste årene etter åpningen av det digitale bakkenettet, og det er momenter som tyder på at denne utviklingen vil fortsette i en periode fremover. Blant annet er det planlagt nye kanallanseringer i 2011 i forbindelse med en ny sportsnyhetskanal¹³⁸ og en økonomikanal.¹³⁹ Et annet poeng er at 2010-regnskapet kun omfatter et halvt år med Premier League-inntekter, og vi kan derfor vente oss større inntekter fra brukerbetalingen i 2011. Når det gjelder distribusjonsinntekter så kommer utviklingen veldig an på hvor mye TV 2 Gruppen klarer å få ut av den nye avtalen med staten. At distributørene fra 2011 må betale markedspris for TV 2 Gruppen og ikke bare for opphavsrett kan bety betydelige merinntekter for TV 2 Gruppen. Det spekuleres i at en slik pris kan ligge på omkring 20 NOK per abonnement mot 50 øre per abonnement som TV 2 Gruppen tidligere har mottatt, og at avtalen derfor kan gi merinntekter på over en milliard NOK de neste fem årene.¹⁴⁰ Nå må det sies at vi ikke har tilstrekkelig med tallmateriale til å vurdere hvorvidt 20 NOK per abonnement er en realistisk pris, men det er imidlertid liten tvil om at distribusjonsinntektene vil bli betydelig høyere i 2011 enn i 2010.

Det er altså flere faktorer som peker mot en betydelig vekst i andre driftsinntekter i 2011. Når det gjelder videre vekst etter 2011, så kan naturligvis ikke disse inntektene vokse med 22 % årlig slik snittet har vært de siste fem årene. Etter en betydelig vekst i 2011 er det derfor realistisk at veksten vil begynne å flate ut allerede i 2012. Dette fordi de største effektene av Premier League og økte distribusjonsinntekter vil komme allerede i 2011. Samtidig er det ikke urealistisk at TV 2 Gruppen vil fortsette å lansere nye kanaler, og samtidig øke inntektene fra nettdistribusjon gjennom TV 2 Sumo.

¹³⁷ Kilde: Aegis Media (2010)

¹³⁸ Kilde: TV 2 23.2.2011, <http://www.tv2.no/omtv2/pressemeldinger/storsatsing-etter-rekordresultat-i-tv-2-3409356.html>

¹³⁹ Kilde: Kampanje 28.2.2011, <http://www.kampanje.com/medier/article5508319.ece>

¹⁴⁰ Kilde: Kampanje 6.12.2010, <http://www.kampanje.com/medier/article5404285.ece>

Mer langsiktig så er utviklingen naturligvis veldig avhengig av hvilke avtaler og rettigheter TV 2 Gruppen klarer å sikre seg fremover. Vi har allerede i den strategiske analysen hevdet at det er sannsynlig at nye avtaler med staten vil bli signert også etter 2015, og vi ser derfor ingen grunn til inntektssvikt etter dette. Når det gjelder fotballrettighetene som TV 2 Gruppen sitter på, så går den norske avtalen ut etter sesongen 2012,¹⁴¹ mens rettighetene til Premier League går ut sommeren 2013. Det er naturligvis vanskelig å spå hvem som får slike rettigheter fremover, men vi har antatt at TV 2 Gruppen gjennom sine kompetansefortrinn i det norske markedet også vil sikre seg lignende avtaler i fremtiden.

Av andre potensielle nye inntektskilder, så kan det være muligheter gjennom integrasjon av nettmediet. Vi tror imidlertid potensialet for å ta inn brukerbetaling fra plattformer som mobil og nettbrett er noe begrenset. Historien så langt har i hvert fall vist at det er vanskelig å ta inn inntekter her, og sterke aktører som Apple ser ut til å være en stor trussel i kampen om brukernes penger i disse markedene. Blant annet tar Apple 30 % av mediebedrifters inntekter ved salg av abonnementer gjennom iPad eller iPhone.¹⁴² Vi har derfor ikke lagt til grunn betydelige inntektseffekter som følge av disse nye plattformene.

Vi anslår derfor en solid vekst i andre driftsinntekter på 20 % i 2011, med en påfølgende utflating med 8 % i 2012, 7 % i 2013, 6 % i 2014 og 5 % evig konstant vekst fra og med 2015.

Oppsummering inntekter

Totaleffekten av veksten i de ulike inntektskomponentene er oppsummert i tabell 12. Vi ser at de totale inntektene ifølge våre prognoser vil vokse med 13 % i 2011, som er omtrent samme vekst som i 2010 (14 %). Videre vil veksten flate ut med 7 % i 2012, 6 % i 2013, 5 % i 2014 og en konstant evig vekstrate på 5 % fra og med 2015.

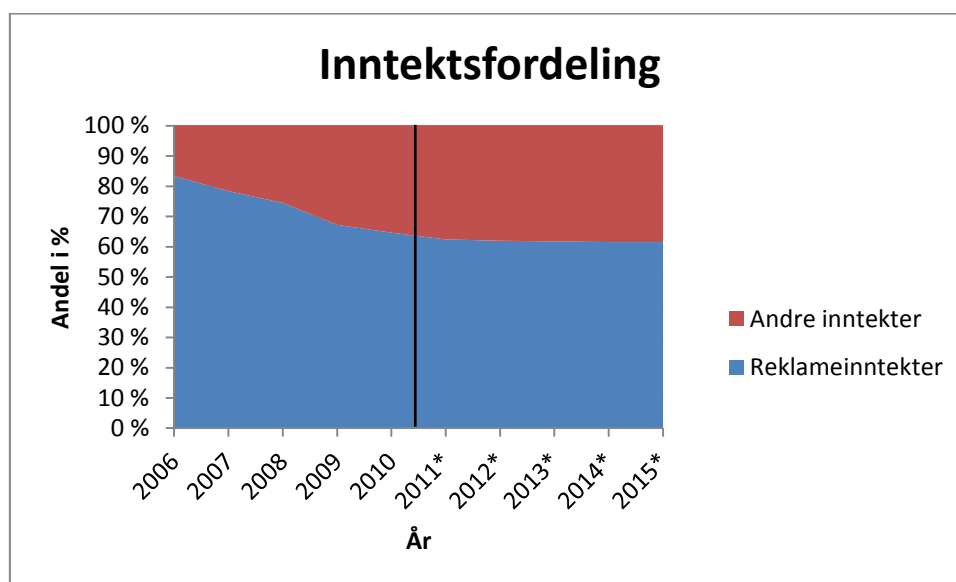
Inntekter (% vekst)	2011	2012	2013	2014	2015
Reklameinntekter	9 %	6 %	6 %	5 %	5 %
Annen driftsinntekt	20 %	8 %	7 %	6 %	5 %
Sum inntekter	13 %	7 %	6 %	5 %	5 %

Tabell 12 Prognoser for inntektsvekst for TV 2 Gruppen 2011-2015.

¹⁴¹ Kilde: TV 2 9.7.2008, <http://www.tv2.no/omtv2/aktuelt/fotballrettighetene-klare-2054891.html>

¹⁴² Kilde: E24 15.2.2011, <http://e24.no/media/apple-tar-30-prosent-av-inntektene/20024464>

Figur 20 viser for øvrig hva denne utviklingen vil bety for forholdet mellom reklameinntekter og andre inntekter. Til tross for at det har vært en klar trend at andre inntekter som andel av totale inntekter øker, så tror vi at fordelingen mellom reklameinntekter og andre inntekter vil stabilisere seg og at reklameinntekter vil utgjøre rundt 62 % av totalinntektene fremover, mens andre inntekter vil utgjøre 38 %. Dette betyr for øvrig at TV 2 Gruppens konjunkturfølsomhet ikke vil endre seg betydelig fremover som følge av endringer i inntektsfordeling, noe som igjen betyr at det basert på dette ikke forventes særskilte endringer i korrelasjonen med markedet fremover. En slik endring ville fått betydning for selskapets systematiske risiko, og dermed beregningen av avkastningskravet i kapittel 8.



Figur 20 Historisk utvikling og prognoser for fordeling mellom reklame- og andre inntekter TV 2 Gruppen 2006-2015.¹⁴³

7.3 Kostnader

Også når det gjelder kostnadene så tar vi utgangspunkt i driverne vi identifiserte under lønnsomhetsanalysen for å anslå utviklingen fremover. Derfor skiller vi naturligvis også her mellom programkostnader, personalkostnader og andre driftskostnader.

¹⁴³ Kilde: TV 2 Gruppen årsrapporter 2007-2009, resultatregnskap 2010

Programkostnader

TV 2 Gruppen har selv annonsert at deres programbudsjett vil øke med mellom 10 og 15 % i 2011.¹⁴⁴ Vi har derfor anslått økningen i programkostnader til 15 % dette året, noe som i sammenheng med en total inntektsvekst vil føre til at programkostnadene i 2011 vil utgjøre 50 % av de totale inntektene. Videre tror vi at utviklingen med stadig nye kanallanseringer vil fortsette litt utover år 2011, men at programkostnadene gradvis vil stabilisere seg i forhold til sum inntekter. Vi tror for øvrig at TV 2 Gruppens samlede programprofil ikke vil endre seg veldig de kommende årene. Dette fordi TV 2 hovedkanalen er bundet av en del rammebetingelser for programinnhold i avtalen med staten, og vi tror dessuten at TV 2 Gruppen vil fortsette å satse på sportsrettigheter til relativt dyre produkter som norsk og engelsk fotball, samt sykkel og håndball. Vi har derfor antatt at programkostnadsveksten tilnærmer seg inntektsveksten, og har anslått programkostnadsvekst med 10 % i 2012, 8 % i 2013, 6 % i 2014 og 5 % hvert år fra og med 2015. Dette vil føre til at programkostnadene vil utgjøre 52 % av samlede inntekter i 2012 og 2013, og 53 % av omsetningen i 2014, 2015 og fremover.

Personalkostnader

Når det gjelder personalkostnader, så er disse som nevnt redusert en god del de siste årene. Spesielt gjelder dette for årene 2008 og 2009 hvor det ble gjennomført et kostnadsreduksjonsprogram. Vi er imidlertid av den oppfatning at TV 2 Gruppen nå er ferdig med nedbemanningsprosessen, og at det trolig ikke vil kuttes så mye mer. Når det gjelder forventet lønnsvekst fremover så har vi tatt utgangspunkt i SSBs prognoser, som er oppsummert i tabell 13.

	2011	2012	2013	2014
Vekst i årslønn	3,6 %	4,1 %	4,6 %	5,8 %

Tabell 13 Prognoser for vekst i årslønn 2011-2014.¹⁴⁵

¹⁴⁴ Kilde: TV 2 23.2.2011, <http://www.tv2.no/omtv2/pressemeldinger/storsatsing-etter-rekordresultat-i-tv-2-3409356.html>

¹⁴⁵ Kilde: Statistisk sentralbyrå, <http://ssb.no/kt/>

Foruten lønnsvekst er antall ansatte en viktig driver for personalkostnadene, og TV 2 Gruppen har annonsert at de vil ansette noen nye medarbeidere i forbindelse med lansering av ny kanal i 2011.¹⁴⁶ Vi tror at den relativt gode inntektsveksten fremover vil føre til nyansettelser også i årene etter 2011, men at økningen i antall ansatte per år gradvis vil avta etter hvert som inntektsveksten flater ut. Ettersom lønnsveksten er økende, samtidig som økningen i nyansettelser avtar, så tror vi den totale personalkostnadsveksten vil være forholdsvis stabil fremover. Vi derfor lagt til grunn 6 % personalkostnadsvekst i hvert av årene 2011-2014. I 2015 og fremover antar vi at personalkostnadsveksten i TV 2 Gruppen vil være i takt med resten av økonomien på 5 % årlig. Dette betyr for øvrig at trenden hvor personalkostnadene har utgjort en stadig mindre del av totale inntekter vil flate ut, og personalkostnadene vi utgjøre 23 % av omsetningen i 2011 og 2012, 22 % i 2013 og 23 % i 2014, 2015 og fremover.

Andre driftskostnader

I forbindelse med andre driftskostnader så tror vi at selv om disse er redusert gradvis som andel av sum inntekter de siste årene, så er ikke dette en trend som vil fortsette. Dette fordi nedgangen skyldes et allerede gjennomført kostnadsprogram og reduserte distribusjonskostnader som følge av digitalisering. Vi tror at effekten av disse faktorene allerede har gitt sine utslag i regnskapene, og at det derfor ikke er noen grunn til at andre driftskostnader skal falle ytterligere i forhold til omsetning. For øvrig har vi identifisert inntektsutviklingen som den mest naturlige driveren for andre driftskostnader fremover, og vi har derfor valgt å fremskrive andre driftskostnader som 11 % av omsetning fremover, noe som tilsvarer nivået i 2010.

Oppsummering kostnader

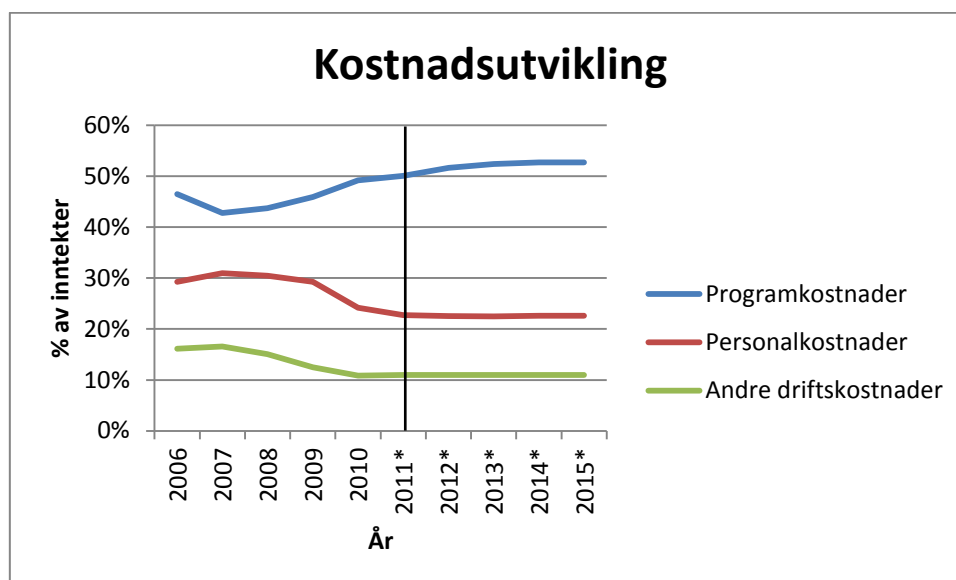
De ulike kostnadskomponentene og sum kostnader i % av omsetning er oppsummert i tabell 14. Vi ser at sum kostnader vil utgjøre 84 % av omsetningen i 2011 og 85 % i 2012, for så å stabilisere seg på 86 % fra og med 2013.

¹⁴⁶ Kilde: Kampanje 28.2.2011, <http://www.kampanje.com/medier/article5508319.ece>

Kostnader (% inntekter)	2011	2012	2013	2014	2015
Programkostnader	50 %	52 %	52 %	53 %	53 %
Personalkostnader	23 %	23 %	22 %	23 %	23 %
Andre driftskostnader	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %
Sum kostnader	84 %	85 %	86 %	86 %	86 %

Tabell 14 Prognoser for kostnadsutvikling for TV 2 Gruppen 2011-2015.

I figur 21 oppsummerer vi historisk utvikling og fremtidsprognosene for kostnadskomponentene som andel av sum inntekter.



Figur 21 Historisk utvikling og prognoser for kostnader i % av inntekter for TV 2 Gruppen 2006-2015.¹⁴⁷

7.4 EBITDA-margin

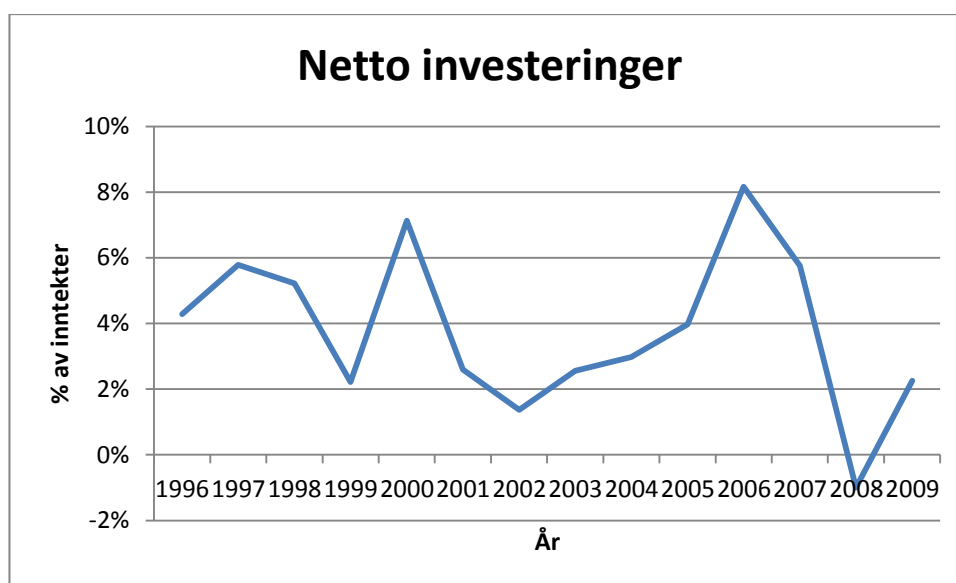
Resultatet av inntekts- og kostnadsprognosene er at TV 2 Gruppen vil ha en EBITDA-margin på 16 % i 2011, 15 % i 2012 og 14 % i 2013 og fremover. Dette er noe lavere enn medianverdien til våre 11 europeiske sammenlignbare selskaper de siste fem årene på 17 %, men dette kan forklares med at TV 2 Gruppen opererer i et forholdsvis lite marked. Sammenlignet med gjennomsnittlig EBITDA-margin for TV 2 Gruppen i perioden 2006-2010

¹⁴⁷ Kilde: TV 2 Gruppen årsrapporter 2007-2009, resultatregnskap 2010

på 11 %, så må en fremtidig årlig EBITDA-margin på 14 % kunne sies å være bra. Vi mener derfor at disse prognosene stemmer godt overens med de positive konklusjonene fra den strategiske analysen, hvor vi spår god lønnsomhet både for TV 2 Gruppen og norsk TV-bransje fremover.

7.5 Investeringer

For å anslå omfanget av investeringer for TV 2 Gruppen fremover, så ser vi på hvor mye årlige nettoinvesteringer historisk har vært i forhold til omsetning. Nettoinvesteringer er for øvrig investering fratrukket salg av varige driftsmidler. Ettersom vår normale analyseperiode 2006-2010 viser et svært ustabil bilde av TV 2 Gruppens investeringsvirksomhet, i tillegg til at vi mangler fullstendig regnskapsinformasjon for 2010, har vi brukt regnskapstall helt tilbake til 1996 i denne analysen. Figur 22 viser hvor stor andel av omsetningen som er brukt til investeringer i perioden 1996-2009.



Figur 22 Utvikling netto investeringer i % av inntekter for TV 2 Gruppen 1996-2009.¹⁴⁸

Snittet her ligger på 3,81 %, og vi har derfor valgt å bruke 3,81 % av omsetning som et normalt nivå på investeringer for TV 2 Gruppen. Vi ser for øvrig at selskapet har investert

¹⁴⁸ Kilde: TV 2 Gruppen årsrapporter 1996-2009

noe under dette nivået de siste årene, men at dette også kan være et resultat av at det ble investert mye i årene 2006 og 2007. Vi ser dessuten at for 2008 er andelen negativ, noe som skyldes store salg av driftsmidler dette året. Her må det påpekes at disse tallene ikke er normaliserte. Hovedgrunnen til dette er en noe mangelfull regnskapsinformasjon for enkelte av årene. Ettersom vi bruker snittet av en relativt lang tidsperiode, er det imidlertid sannsynlig at vi får vannet ut effekten av engangshendelser, og at snittet derfor gir et realistisk bilde på normalnivå av investeringer.

TV 2 Gruppens sjef Alf Hildrum har uttrykt at det kommer til å investeres ganske tungt i 2011,¹⁴⁹ og vi har derfor i tillegg til normalinvesteringer tatt høyde for at det blir noen engangsinvesteringer dette året. Vi har anslått engangsinvesteringer i 2011 til 2 % av omsetningen, slik at totale investeringer blir nærmere 6 % av omsetning, noe som er et nivå TV 2 Gruppen ifølge figur 22 tidligere har lagt seg på i enkelte år hvor de har investert tungt. Vi ser for øvrig ingen grunn til at investeringene skal avvike fra normalnivået de påfølgende årene, da det tilsynelatende ikke er planlagt andre betydelige enkeltinvesteringer fremover, og vi har derfor lagt til grunn forventninger om investeringer tilsvarende 3,81 % av omsetning hvert år fra 2012 og fremover.

7.6 Endring i arbeidskapital

Vi må også anslå endringer i arbeidskapital fremover. Dette fordi en eventuell økning i arbeidskapital binder opp mer kontanter, og derfor genererer negativ kontantstrøm. Motsatt vil en reduksjon i arbeidskapital frigjøre kontanter og medføre positiv kontantstrøm.¹⁵⁰ For å anslå endringer i arbeidskapital fremover, så ser vi hvordan netto vekstavhengig arbeidskapital historisk har vært i forhold til omsetning. Netto vekstavhengig arbeidskapital er operasjonelle eiendeler¹⁵¹ fratrukket ikke-rentebærende gjeld.¹⁵² Figur 23 viser utviklingen av denne arbeidskapitalen som andel av omsetning for årene 1996-2009.

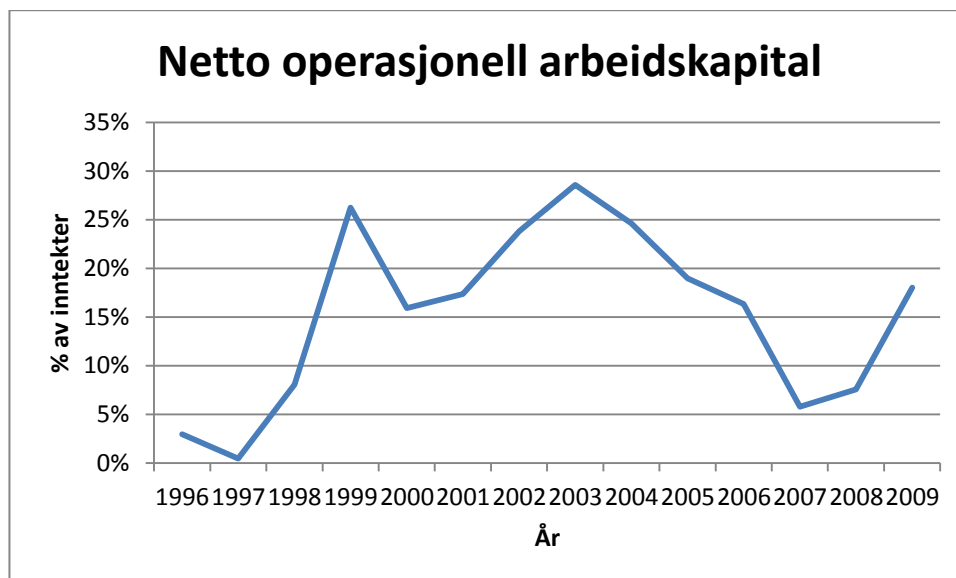
¹⁴⁹ Kilde: TV 2 3.2.2011, <http://www.tv2nyhetene.no/okonomi/-en-karamell-tv-2sjefen-kan-suge-paa-i-noen-dager-3407092.html>

¹⁵⁰ Kilde: Damodaran (2002), s. 261

¹⁵¹ Operasjonelle eiendeler = operativ kontantbeholdning, varelager, kundefordringer og andre operasjonelle fordringer

¹⁵² Ikke-rentebærende gjeld = Leverandørgjeld, skyldig skatt og offentlige avgifter, normale avsetninger og annen kortsiktig gjeld

Akkurat som i investeringsanalysen så gir vår normale analyseperiode 2006-2010 et noe tynt bilde av normalt nivå på arbeidskapital, og vi har derfor også her valgt å utvide perioden.



Figur 23 Utvikling netto operasjonell arbeidskapital i % av inntekter for TV 2 Gruppen 1996-2009.¹⁵³

Vi ser her at arbeidskapitalen har svingt veldig fra år til år. I snitt har imidlertid netto vekstavhengig arbeidskapital vært 15,32 % av omsetningen, og vi tar derfor utgangspunkt i at dette vil være normalnivået fremover. I og med at vi estimerer kontantstrømmene fremover, er det bare de årlige endringene i arbeidskapital som er interessant. Årlig endring i arbeidskapital vil derfor utgjøre 15,32 % av omsetningsveksten.

7.7 Effektiv skattesats

Ved antakelse om effektiv skattesats fremover er det vanskelig å dra slutninger basert på TV 2 Gruppens effektive skatt de siste årene, da denne har variert veldig og dessuten vært negativ i mange av årene. Damodaran hevder imidlertid at dersom man skal bruke samme skattesats for alle perioder i prognosene, så bør man bruke marginal skattesats.¹⁵⁴ Dette fordi årsakene til at effektiv skatt avviker fra marginal skatt ikke kan opprettholdes evig.

¹⁵³ Kilde: TV 2 Gruppen årsrapporter 1996-2009

¹⁵⁴ Kilde: Damodaran (2002), s. 249

Ettersom TV 2 Gruppen har all sin virksomhet i Norge, vil marginal skattesats være 28 %, og vi antar derfor at dette også vil være effektiv skattesats fremover.

7.8 Kontantstrømprgnose

Basert på ovenstående antagelser, kommer vi frem til kontantstrømmer de neste årene slik som oppsummert i tabell 15.

(Tall i 1 000 NOK)	2011	2012	2013	2014	2015
Reklameinntekter	1 905 320	2 019 639	2 140 818	2 247 858	2 360 251
Annen driftsinntekt	1 147 200	1 238 976	1 325 704	1 405 247	1 475 509
Sum inntekter	3 052 520	3 258 615	3 466 522	3 653 105	3 835 760
Programkostnader	1 528 350	1 681 185	1 815 680	1 924 621	2 020 852
Personalkostnader	693 240	734 834	778 924	825 660	866 943
Andre driftskostnader	335 777	358 448	381 317	401 842	421 934
Sum kostnader	2 557 367	2 774 467	2 975 922	3 152 122	3 309 728
Normalisert EBITDA	495 153	484 148	490 600	500 983	526 032
Normalinvesteringer	116 196	124 041	131 955	139 058	146 011
Engangsinvesteringer	61 050	-	-	-	-
Endring arbeidskapital	53 407	31 582	31 859	28 592	27 990
Normalisert Kontantstrøm	264 500	328 525	326 786	333 333	352 032
Effektiv skatt	89 014	100 830	100 421	101 339	106 406
Normalisert KS e.skatt	175 486	227 695	226 365	231 994	245 626

Tabell 15 Kontantstrømprognoiser for TV 2 Gruppen 2011-2015.

8 Avkastningskrav

Avkastningskravet for et selskap er den avkastning som er nødvendig over tid for å trekke kapital til selskapet. Avkastningskravet kan derfor defineres som den forventede avkastning kapitalmarkedet tilbyr på plasseringer med samme risiko som selskapet.¹⁵⁵ Vår verdsettelse vil ta utgangspunkt i totalkapitalen og vi må således benytte avkastningskrav for totalkapitalen, dvs. det veide avkastningskravet (WACC). Vi vil benytte WACC til å neddiskontere kontantstrømmene i fremtidsregnskapet, og WACC finnes ved å vekte avkastningskravet til egenkapitalen og gjelden med andel egenkapital og netto finansiell gjeld:

$$WACC = \frac{E}{E + NFG} \times k_e + \frac{NFG}{E + NFG} \times (1 - t) \times k_d$$

Vi vil først i kapittel 8.1 beregne avkastningskravet til egenkapitalen ved hjelp av kapitalverdimodellen (CAPM). Deretter vil vi i kapittel 8.2 beregne avkastningskravet til gjelden ved å benytte resultatet fra den syntetiske ratingen i kapittel 6.4, før vi til slutt i kapittel 8.3 benytter egenkapital- og netto finansiell gjeldsandel for å bestemme WACC.

8.1 Avkastningskrav på egenkapital

Vi har som nevnt valgt å benytte kapitalverdimodellen (CAPM) til å beregne avkastningskravet til egenkapitalen. CAPM brukes mye i praksis, spesielt grunnet sin intuitive tilnærming og det faktum at andre, mer komplekse modeller ikke ser ut til å gi signifikant bedre empiriske resultater.¹⁵⁶ CAPM forutsetter, akkurat som andre alternative modeller, at risiko måles fra perspektivet til en marginal investor og at denne marginale investoren er veldiversifisert. Dette innebærer at det kun er den risikoen som en investering tillegger en diversifisert portefølje som skal måles og kompenseres for, noe som fører til en todeling av risiko; systematisk og usystematisk. Usystematisk risiko er risiko som kun relaterer seg til en aktuell investering (bedriftsspesifikk risiko), mens systematisk risiko er risiko som påvirker en

¹⁵⁵ Kilde: Gjesdal og Johnsen (1999), s. 18

¹⁵⁶ Kilde: Damodaran (2002), s. 75-78

stor andel av eller alle investeringer. Det er systematisk risiko som ikke er diversifiserbar og som det derfor bør kompenseres for.¹⁵⁷

I CAPM vil den marginale investor fordele sine investeringer mellom to referanseplasseringer, en risikofri plassering og en markedsportefølje som i praksis vil være en kopi av børsens totalindeks. Markedsporteføljens avkastningsrisiko kompenseres for med en risikopremie. Denne risikopremien skaleres for den enkelte investering ut fra forholdet mellom investeringens markedsrisiko og markedsporteføljens risiko, dvs. systematisk risiko. Det kan også være aktuelt å utvide CAPM med en likviditetspremie for å kompensere investor for innlåsningsrisikoen ved en illikvid plassering.

Avkastningskravet til egenkapitalen (k_e) etter CAPM beregnes da slik:

$$k_e = E(r) = r_f + [E(r_M) - r_f] \times \beta + LP$$

Hvor

- $E(r)$ – forventet avkastning
- r_f – risikofri rente
- $[E(r_M) - r_f]$ – markedets risikopremie
- β – beta, systematisk risiko
- LP – likviditetspremie

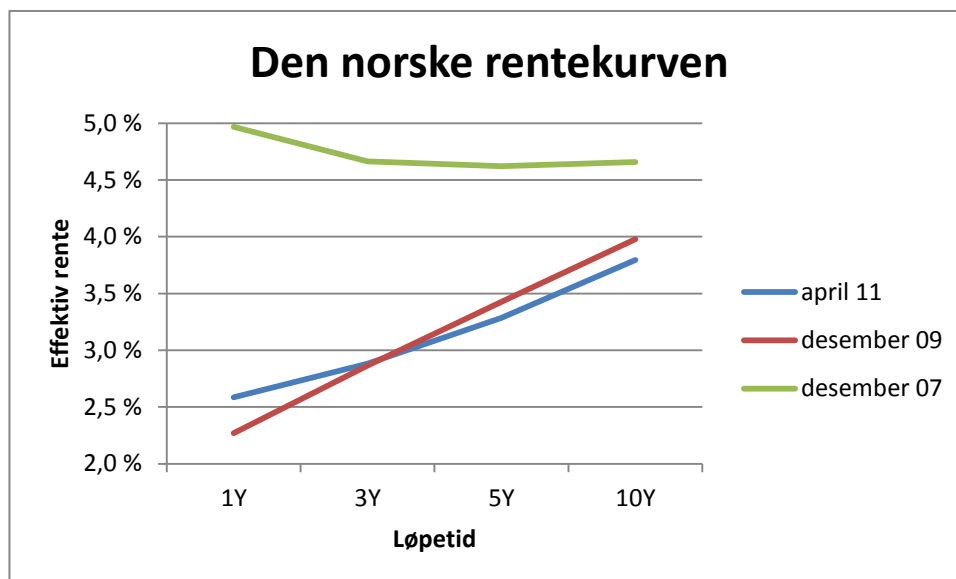
Det er altså fire faktorer som må bestemmes for å kunne beregne avkastningskravet til egenkapitalen; den risikofrie renten, risikopremien, betaverdien og likviditetspremien.

8.1.1 Risikofri rente

CAPM forutsetter i utgangspunktet at investorene har en en-periodisk investeringshorisont, normalt antatt å være ett år. Dette tilsier at risikofri rente bør være 1-års statsrente, men Gjesdal og Johnsen (1999) peker på forhold som kan innebære at en annen risikofri rente bør velges. Valget mellom kort eller lengre statsrente kan ha stor betydning på avkastningskravets størrelse. Dette fordi rentekurven til statsrentene, dvs. forholdet mellom

¹⁵⁷ Kilde: Damodaran (2001), s. 53-58

korte og lange statsrenter, kan ha en betydelig helning og/eller ha endret seg forskjellig over tid.



Figur 24 Rentekurven for norske statskassveksler og obligasjoner.¹⁵⁸

Som vi ser av figur 24 har rentekurven endret nivå og form de siste årene. Dog skjedde den største endringen mellom 2007 og 2009, mens endringene i slutten av perioden er mindre markante. Vi ser at helningen på rentekurven i dag er relativt bratt. Dette betyr at valget av risikofri rente vil ha en betydelig påvirkning på avkastningskravets størrelse.

Som man ser av figuren er endringene i de korte rentene vesentlig større enn i de lange rentene. Dette taler for bruk av lengre renter ettersom "hyppige endringer i avkastningskravet som følge av mer eller mindre tilfeldige variasjoner i det korte rentenivået kan forstyrre kommunikasjonen innenfor et selskap, eller mellom selskapet og eierne".¹⁵⁹ Et slikt ønske om stabilisering av avkastningskravet tilsier altså bruk av lengre statsrenter som risikofri rente. Dog er endringen i de korte rentene mindre enn endringen i de lange rentene i slutten av perioden.

Samtidig er det slik at en stor forskjell mellom korte og lange renter ofte overvurderer en fremtidig renteendring. Denne skjevheten skyldes ifølge Gjesdal og Johnsen (2009)

¹⁵⁸ Kilde: Norges Bank, <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/>

¹⁵⁹ Kilde: Gjesdal og Johnsen (1999), s 60

sannsynligvis en variabel likviditetspremie i den lange renten. Når de lange rentene ligger vesentlig høyere enn de korte, og spesielt når (real-) rentenivået er lavt historisk sett, antas likviditetspremien å være positiv og relativt stor. Likviditetspremien vil da være en kompensasjon for den økte risikoen for en renteøkning i en slik situasjon. I dag ligger de lange rentene noe over de korte rentene, i tillegg til at rentenivået er lavt historisk sett. Dette betyr altså at det kan ligge en likviditetspremie i de lange rentene, som man eventuelt må trekke ut dersom de lange rentene skal benyttes. Imidlertid er det vanskelig å fastslå denne likviditetspremien, ettersom helningen på rentekurven også kan forklares ut fra forskjeller i lang- og kortsiktig realrente og inflasjonsrate. Inflasjonen i Norge (KPI-JAE) lå ved utgangen av 2010 på 1,4 %, noe som er vesentlig lavere enn Norges Banks inflasjonsmål på 2,5 %, ¹⁶⁰ i tillegg til at realrenten er lav historisk sett. Vi føler derfor at det er hensiktsmessig å anta at det ikke ligger noen vesentlig likviditetspremie i de lange rentene.

Gjesdal og Johnsen (1999) konkluderer med at valget av risikofri rente bør avhenge av verdsettelsens inflasjonsforutsetninger. I våre fremtidsprognoser har vi lagt til grunn en langsiktig inflasjon rundt Norges Banks inflasjonsmål; altså bør vi velge en av de lange rentene. Skjønnsmessig har vi valgt å benytte 5-års statsrente, da vi føler dette gir en god balanse mellom hensynet til et ønske om stabilitet og unngåelse av eventuelle (signifikante) likviditetspremier. 5-års statsrente ligger i april 2011 på 3,29 %. ¹⁶¹

8.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den kompensasjonen en investor som sitter med markedsporteføljen krever i forhold til den risikofrie plasseringen. Det er vanlig praksis å benytte historiske avkastningsdata ved bestemmelse av fremtidig risikopremie, og i forbindelse med valg av risikopremie er det spesielt to forhold som må avklares; valg av tidsperiode og om det skal benyttes aritmetisk eller geometrisk gjennomsnitt over valgte tidsperiode.

Hvorvidt historiske data gir en god pekepinn på fremtidig risikopremie er imidlertid usikkert. Generelt vil risikopremien påvirkes av endringer i børsens risikonivå og investorenes

¹⁶⁰ Kilde: Norges Bank (2011), s. 6

¹⁶¹ Kilde: Norges Bank, http://www.norges-bank.no/templates/article___55497.aspx

risikoholdning.¹⁶² Disse endringene kan være både strukturelle og konjunkturelle. Gjesdal og Johnsen (1999) argumenterer for at strukturelle endringer har ført til en reduksjon i normal risikopremie for Oslo Børs. De peker i den forbindelse på endringer i sammensetningen på børsen, redusert inflasjonsrisiko, bedre kapitalisering av selskapene på børsen og mer diversifiserte investorer, som faktorer som kan tilsi en lavere normal risikopremie. Når det gjelder konjunkturelle endringer vises det at det er stor konjunkturell variasjon i risikopremien som følge av endringer i markedets risikonivå og investorenes risikoholdning. Ettersom det er stor variasjon i risikopremien på kort sikt ser vi det som hensiktsmessig å benytte historiske tall over en lengre tidsperiode, av hensyn til stabilitet i avkastningskravet. Dimson et al. (2006) har estimert risikopremier over perioden 1900-2005 for 17 land, deriblant Norge, og vi vil benytte oss av dette tallmaterialet for å bestemme risikopremien vi benytter i avkastningskravet.

I tallmaterialet oppgis det både geometrisk og aritmetisk snitt for risikopremien. Geometrisk snittavkastning bør ikke brukes som grunnlag for å fastsette risikopremien, ettersom det ikke tar hensyn til at gevinstene i de ekstremt gode årene langt overstiger tapene i de ekstremt dårlige årene.¹⁶³ Aritmetisk snittavkastning derimot, er lik årlig vekst i forventet kroneverdi og er dermed den relevante diskonteringsrenten for forventede kontantstrømmer.¹⁶⁴

Ettersom vi har valgt renten på 5-års statsobligasjoner som vår risikofrie rente i avkastningskravet, har vi valgt å bruke risikopremien i forhold til avkastningen på statsobligasjoner for å oppnå høyest mulig konsistens i avkastningskravet. Den historiske risikopremien relativt til avkastningen på statsobligasjoner i perioden 1900-2005 for det norske markedet har et aritmetisk snitt på 5,26 %, ¹⁶⁵ og det er denne vi vil benytte i beregningen av avkastningskravet til egenkapitalen.

8.1.3 Beta

Beta er som nevnt et mål på en investerings systematiske risiko. Betaen i CAPM er definert som forholdet mellom investeringens markedsrisiko og markedsporteføljens risiko:

¹⁶² Kilde: Gjesdal og Johnsen (1999), s. 62-72

¹⁶³ Den såkalte rentes-rente effekten

¹⁶⁴ Kilde: Gjesdal og Johnsen (1999), s 74

¹⁶⁵ Kilde: Dimson et al. (2006), s 18

$$\beta = \frac{\text{Investeringens markedsrisiko}}{\text{Markedsporteføljens risiko}} = \frac{\text{Korr}(r_i, r_M) \times \text{Std}(r_i)}{\text{Std}(r_M)}$$

Hvor

- $\text{Korr}(r_i, r_M)$ – korrelasjonen mellom avkastningen til investeringen og avkastningen til markedsporteføljen
- $\text{Std}(r)$ – avkastningens standardavvik, dvs. risiko

Ettersom TV 2 Gruppen ikke er børsnotert har vi ingen avkastningsserie å beregne betaverdien fra. En alternativ fremgangsmåte, den såkalte “pure-play”-metoden, er å beregne betaverdier for de sammenlignbare (børsnoterte) selskapene og justere disse for forskjeller i kapitalstruktur. Man finner da forretningsbetaer som man deretter beregner medianen av, og til slutt justerer denne for TV 2 Gruppens kapitalstruktur.¹⁶⁶

Forretningsbetaen finnes ved å justere egenkapitalbetaen til det aktuelle selskapet med dets gearingfaktor.¹⁶⁷

$$\beta_A = \frac{\beta_E}{\left[1 + \frac{D}{E}\right]}$$

Median forretningsbeta for utvalget justeres deretter for TV 2 Gruppens gearingfaktor:

$$\beta_E = \beta_A^{\text{median}} \times \left[1 + \frac{D}{E}\right]$$

Gearingfaktoren som brukes for TV 2 Gruppen bør være et uttrykk for TV 2 Gruppens langsiktige kapitalstruktur. Som vist i soliditetsanalysen har TV 2 Gruppens egenkapitalandel de siste årene ligget mellom 0,4 og 0,5. På grunn av manglende informasjon om ledelsens ønskede kapitalstruktur har vi valgt å sette langsiktig egenkapitalandel til 2009-nivået på 0,43. Dette tilsvarer dermed en gearingfaktor på 1,33.

Tabell 16 viser egenkapital- og beregnede forretningsbetaer for de sammenlignbare børsnoterte selskapene:

¹⁶⁶ Kilde: Johnsen (2009), forelesning 4a

¹⁶⁷ Gjeld, D, er definert som bokført totalkapital fratrukket bokført egenkapital (ekskludert minoritetsinteresser). Bokførte verdier er benyttet ettersom TV 2 Gruppen ikke er børsnotert. (Vi har dermed ingen observerbar markedsverdi av TV 2 Gruppens egenkapital).

Selskap	Egenkapitalbeta	Forretningsbeta
Grupo Antena 3	1,43	0,48
ITV	1,88	0,40
Mediaset Group	0,98	0,35
MTG	1,77	0,76
ProSiebenSat.1	2,30	0,37
RTL Group	0,89	0,51
STV Group	1,33	*
UTV Media	1,61	0,67
Median	1,52	0,48

Tabell 16 Egenkapital- og forretningsbetaer for sammenlignbare børsnoterte selskaper.¹⁶⁸

Våre beregninger, som vist i tabell 16, gir en median forretningsbeta på 0,48. Ved å justere for TV 2 Gruppens gearingfaktor blir egenkapitalbetaen for TV 2 Gruppen 1,11.

“Pure-play”-metoden tar utgangspunkt i at det kun er én faktor som forklarer forskjeller i egenkapitalbetaer mellom antatt sammenlignbare selskaper; finansiell risiko målt gjennom selskapenes kapitalstruktur. Imidlertid har forskning vist at det er flere faktorer som har innflytelse på betaverdier. Spesielt gjelder dette forskjeller i størrelse mellom de sammenlignbare selskapene og det unoterte selskapet. Når de sammenlignbare selskapene er større enn det unoterte selskapet vil “pure-play”-metoden typisk undervurdere betaen til det unoterte selskapet.¹⁶⁹ I vårt tilfelle er TV 2 Gruppen mindre enn 6 av de 8 antatt sammenlignbare selskapene,¹⁷⁰ og forskjellen er betydelig: Målt i inntekter er bransjemedianen over fem ganger så stor som TV 2 Gruppen. I tillegg til finansiell risiko og størrelse,¹⁷¹ så har Bowman og Bush (2006) funnet at også operasjonell risiko¹⁷² og vekst signifikant influerer betaverdier.

Etttersom TV 2 Gruppen er mye mindre enn de fleste av de sammenlignbare selskapene har vi sett oss nødt til å justere betaestimatet for størrelsesfaktoren. Vi har valgt å gjøre dette gjennom en regresjonsanalyse hvor bransjeutvalgets observerte egenkapitalbetaer er den avhengige variabelen. Vi har tatt utgangspunkt i de samme uavhengige variablene som

¹⁶⁸ Kilde: Reuters.com. Reuters oppgir ikke metoden som er benyttet for beregning av egenkapitalbetaene. STV Group mangler verdi på forretningsbeta fordi de har negativ bokført egenkapital.

¹⁶⁹ Kilde: Bowman og Bush (2006)

¹⁷⁰ Målt i inntekter for 2010

¹⁷¹ Målt ved den naturlige logaritmen av totale inntekter

¹⁷² Målt ved: Operating leverage = (endring i EBIT)/(endring i inntekter)

Bowman og Bush (2006) har gjort i sin studie av 480 amerikanske selskaper; nemlig finansiell risiko, størrelse, operasjonell risiko og vekst.¹⁷³ Vi kjørte først en regresjon med alle fire faktorene, og fant at de tre førstnevnte har signifikant påvirkning på egenkapitalbeta. Vi droppet derfor vekstfaktoren og kjørte regresjonen på nytt med de tre signifikante faktorene. Modellen vi da kommer frem til har en forklaringsgrad, R^2 (justert), på 96,8 %, samtidig som alle koeffisientene, inkludert konstantleddet, er signifikante. Regresjonsmodellen, som vises i appendiks C, har koeffisienter med de forventede fortegn: Høyere finansiell- og operasjonell risiko tilsier høyere egenkapitalbeta, mens økt størrelse tilsier lavere egenkapitalbeta. Ved å sette inn verdier for TV 2 Gruppen, kommer vi frem til et estimat for TV 2 Gruppens egenkapitalbeta på 1,42.

Det største problemet med denne metoden å estimere beta på er at regresjonsmodellen er bygget på relativt få observasjoner.¹⁷⁴ Imidlertid føler vi at "pure-play"-metoden, i dette tilfellet, ikke gir et bedre anslag for TV 2 Gruppens egenkapitalbeta på grunn av den store forskjellen i størrelse mellom TV 2 Gruppen og bransjemedianen. Vi mener derfor at vår regresjonsmodell gir et riktigere estimat på TV 2 Gruppens egenkapitalbeta enn "pure-play"-metoden.

Et annet problem, som for øvrig også gjelder for "pure-play"-metoden, er at egenkapitalbetaene til de sammenlignbare selskapene er beregnet ved andre børser enn Oslo Børs. Dette kan gi et feilaktig estimat på TV 2 Gruppens beta, ettersom variasjon i avkastning kan variere signifikant mellom børser ut fra børsens sammensetning. En typisk råvarebørs som Oslo Børs vil kunne ha større svingninger enn bredere sammensatte børser andre steder i Europa. Å kvantifisere en eventuell ekstra justering for dette ligger imidlertid utenfor omfanget av denne utredningen, og vi nøyer oss derfor med å påpeke at det ligger en viss usikkerhet i å estimere TV 2 Gruppens beta ved å benytte sammenlignbare selskaper som er notert ved andre børser enn Oslo Børs.¹⁷⁵

¹⁷³ Bowman og Bush (2006) sin studie bruker forretningsbeta (egenkapitalbeta justert for forholdet mellom markedsverdi av gjeld og egenkapital) som avhengig variabel for deretter å sammenligne med en observert forretningsbeta. Ettersom vi ikke har forholdet mellom markedsverdi av gjeld og egenkapital for TV 2 Gruppen, ser vi oss nødt til å benytte egenkapitalbeta som avhengig variabel og heller inkludere forholdet mellom bokført gjeld og egenkapital som en uavhengig variabel.

¹⁷⁴ Vi har kun 7 observasjoner ettersom STV Group har negativ bokført egenkapital

¹⁷⁵ Vi kunne justert for forskjeller mellom land/børser i regresjonsmodellen, men det gir liten mening når vi i bransjeutvalget ikke har et eneste selskap som er notert ved Oslo Børs.

Det er vanlig å justere den kalkulerete betaen for å ta hensyn til observert “mean reversal”¹⁷⁶ i betaverdier. Dette betyr at en aksje med spesielt høye eller lave estimerte betaverdier ofte har mer normale estimerte verdier for et senere tidsintervall. En mye brukt metode for å foreta denne justeringen er som følger:¹⁷⁷

$$\beta_{t+1} = 0,7 \times \beta_t + 0,3 \times 1$$

Anslaget på fremtidig betaverdi (β_{t+1}) er altså et vektet snitt av historisk betaverdi (β_t) og representativ betaverdi (1).

Den justerte betaverdien for TV 2 Gruppen blir da 1,29, og det er denne vi velger å benytte ved fastsettelsen av avkastningskravet.

8.1.4 Likviditetspremie

Risikopremien uttrykker forventet meravkastning for en investering med representativ risiko og markedslikviditet. For ikke-børsnoterte selskaper som TV 2 Gruppen, kan det derfor være aktuelt å justere opp avkastningskravet til egenkapitalen med en likviditetspremie.¹⁷⁸ Flere studier viser at denne likviditetspremie kan være relativt stor,¹⁷⁹ og det kan derfor argumenteres for en likviditetspremie i avkastningskravet til egenkapitalen på opp mot 4-5 % ifølge Gjesdal og Johnsen (1999). Imidlertid kan fastsettelsen av en eventuell likviditetspremie i avkastningskravet til egenkapitalen fremstå som noe vilkårlig, i tillegg til at effekten av likviditetspremie på verdien av TV 2 Gruppen ikke vil komme klart frem. På grunn av dette har vi valgt å ikke justere avkastningskravet til egenkapitalen med en likviditetspremie. Vi vil i stedet behandle en eventuell justering for illikviditet som et direkte fratrukk i den beregnede egenkapitalverdien til TV 2 Gruppen.¹⁸⁰

¹⁷⁶ Tilbakevending til det normale

¹⁷⁷ Kilde: Gjesdal og Johnsen (1999), s 28

¹⁷⁸ Kilde: Gjesdal og Johnsen (1999), s 36

¹⁷⁹ Damodaran (2002), s. 678-679 oppgir resultater fra tre studier som alle viser en gjennomsnittlig likviditetspremie på omkring 35 % av estimert verdi

¹⁸⁰ Se kapittel 10

Avkastningskrav på egenkapital

Vi har nå bestemt størrelsen på alle faktorene som inngår i avkastningskravet til egenkapitalen. Egenkapitalkravet i henhold til CAPM blir da som følger:

$$k_e = E(r) = 3,29 \% + 5,26 \% \times 1,29 = 10,08 \%$$

8.2 Avkastningskrav på gjeld

Ved beregning av avkastningskravet på gjelden velger vi å benytte den samme risikofrie renten som ved beregningen av avkastningskravet på egenkapitalen for å oppnå konsistens i det veide avkastningskravet. Den risikofrie renten vi benytter er dermed 3,29 %, som er 5-års statsrente i april 2011.¹⁸¹

Risikopremien/tapstillegget i avkastningskravet på gjelden beregnes ved hjelp av kredittrisikofaktoren vi fant ved beregning av den syntetiske ratingen i kapittel 6.4. Denne kom vi fram til at er 0,4 multiplisert med den risikofrie renten. Risikopremien/tapstillegget for TV 2 Gruppen blir da:

$$RP = 0,4 \times 3,29 \% = 1,32 \%$$

TV 2 Gruppens totale avkastningskrav på gjeld etter skatt¹⁸² blir da:

$$k_d = (1 - t) \times [r_f + RP] = (1 - 28 \%) \times [3,29 \% + 1,32 \%) = 3,32 \%$$

8.3 WACC

Vi har nå alle faktorene som behøves for å beregne det veide avkastningskravet. Avkastningskravet veies ved å benytte egenkapital og netto finansiell gjeld som vekter.¹⁸³ TV 2 Gruppens WACC, som vi vil benytte for å neddiskontere kontantstrømmene fra fremtidsregnskapet, blir da som følger:

$$WACC = \frac{713\,512}{744\,566} \times 10,08\% + \frac{31\,054}{744\,566} \times 3,32\% = 9,80\%$$

¹⁸¹ Se kapittel 8.1.1

¹⁸² Marginaleffekt av skattefradraget på gjeldsrenter er satt til 28 %

¹⁸³ Vi antar at forholdet mellom disse holder seg konstant på 2009-nivå på grunn av manglende informasjon om langsiktig kapitalstruktur

9 Kontantstrømverdsettelse

Vi finner som nevnt verdien av egenkapitalen ved å først beregne verdien av totalkapitalen, for så å trekke fra netto finansiell gjeld, og deretter justere verdien for utsatt skatt/skattefordel.

Verdi av totalkapitalen

Ved å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer i prognoseperioden 2011-2015 med avkastningskravet på 9,80 %, får vi en sum nåverdi på ca. 833 millioner NOK. Terminalverdien i 2015 neddiskontert til nåverdi er, gitt forutsetningene, på ca. 3 368 millioner NOK. Dette gir derfor en samlet verdi av totalkapitalen på ca. 4 201 millioner NOK.

Netto finansiell gjeld

Netto finansiell gjeld finnes ved å trekke finansielle eiendeler fra finansiell gjeld. Denne beregningen er oppsummert i tabell 17:

Finansielle eiendeler	
Investeringer i tilknyttet selskap	32 624
Investeringer i aksjer og andeler	713
Obligasjoner og andre fordringer	9 669
Markedsbaserte aksjer	45 156
Markedsbaserte obligasjoner	8 650
Bankinnskudd, kontanter etc.	178 078
Sum finansielle eiendeler	274 890
Finansiell gjeld	
Annen langsiktig gjeld	104 213
1. års avdrag langsiktig gjeld	37 654
Pensjonsforpliktelser	91 495
Minoritetsinteresser	72 582
Sum finansiell gjeld	305 944
Netto finansiell gjeld	31 054

Tabell 17 Netto finansiell gjeld for TV 2 Gruppen 2009.¹⁸⁴

¹⁸⁴ Kilde: TV 2 Gruppen årsrapport 2009. Tall i 1 000 NOK.

Vi kommer altså frem til en netto finansiell gjeld på ca. 31 millioner NOK, som trekkes fra verdien av totalkapitalen. Her er det naturligvis en svakhet at vi ikke har nyere tall enn balansetall fra 2009. Av mangel på alternativer velger vi likevel å bruke disse tallene.

Utsatt skatt/skattefordel

Utsatt skatt er en gjeldspost i balansen, men er ikke gjeld som krever kontantstrømutbetaling. Utsatt skatt er den skatt som må betales dersom selskapet selger eiendelene til bokført verdi i dag. I vår verdsettelsesmetode forutsetter vi imidlertid evig drift og dermed ingen salg av eiendeler. Dette betyr at skatten aldri vil bli betalt og at utsatt skatt dermed har null i nåverdi. Dette betyr at utsatt skatt/skattefordel ikke skal trekkes fra/legges til i verdi av totalkapitalen. Det finnes imidlertid et par unntak som kan tale for at utsatt skatt/skattefordel har (nå)verdi.

Det første unntaket omhandler fremførbare underskudd. Bruk av fremførbare underskudd reduserer skatten direkte de neste årene, gitt at selskapet har overskudd. Nåverdien av fremførbare underskudd finnes ved å multiplisere skattesatsen til selskapet med neddiskonterte benyttede fremførbare underskudd. Av konsernregnskapet for 2009 ser vi at TV 2 Gruppen da hadde fremførbare underskudd på litt over 71 millioner NOK. Ettersom dette er et såpass gammelt tall, og TV 2 Gruppen i ettertid har avlagt et solid resultat for 2010, er det meget stor usikkerhet knyttet til verdien av fremførbare underskudd i dag. En løsning på problemet er å anta at man i et historisk godt 2010 brukte opp alt, og at verdien av fremførbare underskudd derfor settes til null. Et annet alternativ er å fordele de 71 millionene jevnt utover en viss tidsperiode fremover hvor det forventes gode resultater. Ved å multiplisere skattesatsen 28 % med neddiskonterte benyttede fremførbare underskudd ville vi imidlertid få et tall uten særlig betydelig størrelse sammenlignet med verdien av egenkapitalen. Ettersom dette estimatet i seg selv er svært usikkert, noe vi vil se i den kommende sensitivitetsanalysen, tror vi ikke en justering for utsatte skattefordeler vil gjøre estimatet særlig mer presist. Vi har derfor satt verdien av fremførbare underskudd til null.

Det andre unntaket er dersom det foreligger store skattepliktige historiske gevinster, tap eller avsetninger hvor skatteeffekten ikke er tatt. Vi finner ingen indikasjoner på slike forhold.

Egenkapitalverdi

Egenkapitalverdi beregnes som vist i tabell 18:

(Tall i 1 000 NOK)	
Sum nåverdi 2011-2015	833 248
Terminalverdi	3 368 142
Totalkapitalverdi	4 201 389
Netto finansiell gjeld	31 054
NV utsatt skattefordel	-
Egenkapitalverdi	4 170 335

Tabell 18 Beregnet egenkapitalverdi for TV 2 Gruppen.

Vi anslår altså at egenkapitalen til TV 2 Gruppen er verdt omkring 4 170 millioner NOK. Med 2,6 millioner utestående aksjer tilsvarer dette da en pris per aksje på 1 604 NOK.

10 Justering for illikviditet

Som nevnt under drøftingen av avkastningskravet, kan det være aktuelt å justere den beregnede verdien av egenkapitalen for illikviditet, da TV 2 Gruppen er et unotert selskap. Dette for å kompensere investor for innlåsningsrisikoen ved en illikvid plassering, dvs. at det kan bli dyrt eller vanskelig å komme seg raskt ut av aksjen.¹⁸⁵ Justeringen kan gjøres på forskjellige måter. En måte er å trekke en rabatt fra den beregnede egenkapitalverdien. Eventuelt kan man justere avkastningskravet eller verdsette tap av likviditet som en opsjon.¹⁸⁶ Det sistnevnte ville være svært vanskelig da en slik opsjonsverdsettelse ville være vanskelig å gjennomføre. Vi valgte dessuten i beregningen av WACC i kapittel 8 å ikke legge inn en likviditetspremie, og vi har derfor valgt å behandle illikviditet ved å beregne en eventuell rabatt på beregnet egenkapitalverdi. Størrelsen på denne rabatten vil imidlertid variere avhengig av bedriftsspesifikke forhold og av hvem som er potensielle kjøpere, noe som gjør det vanskelig å fastslå en bestemt rabatt.¹⁸⁷

Damodaran (2005) lister opp fem bedriftsspesifikke forhold som påvirker illikviditetsrabatten. Illikviditetsrabatten vil avhenge av likviditeten til eiendelene holdt av selskapet, finansiell soliditet og kontantstrømmer, sannsynlighet for børsnotering i fremtiden, størrelsen på selskapet, samt en kontrollkomponent ved investeringen. TV 2 Gruppen har en god del kontanter og aksjeinvesteringer på balansen, noe som skulle tilsi en begrenset rabatt. Dette fordi slike eiendeler som oftest er likvide i seg selv. Imidlertid er store deler av aksjeinvesteringene i unoterte selskaper, og det kan derfor stilles spørsmålstegn ved likviditeten til disse investeringene. Finansiell soliditet og kontantstrømmer er, som analysert i kapittel 6, gode, og dette begrenser rabatten. Dette fordi et solid og lønnsomt selskap vil være enklere å selge enn et som ikke er det. Det er imidlertid lite som tyder på at TV 2 Gruppen kommer til å bli børsnotert i nærmeste fremtid, noe som svekker forventet likviditet i aksjen. En sannsynlig børsnotering ville naturligvis gjort aksjen mer likvid. Størrelse på selskapet har betydning for rabatten fordi store selskaper normalt vil ha en lavere prosentvis rabatt enn mindre selskaper. TV 2 Gruppen kan verken sies å være et lite selskap eller et veldig stort selskap, og vil i forhold til størrelse trolig ha en

¹⁸⁵ Kilde: Gjesdal og Johnsen (1999), s. 36

¹⁸⁶ Kilde: Damodaran (2005), s. 17

¹⁸⁷ Kilde: Damodaran (2005), s. 36

relativt normalt stor prosentvis rabatt. Når det gjelder kontrollkomponenten så vil det være av betydning hvor stor del av selskapet som er tilgjengelig for salg. Dette fordi en andel som gir kontroll over selskapet trolig vil være betydelig mer verdt enn en andel som ikke gjør det. Kjøp av en majoritetsandel (>50 %) vil altså tilsi en lavere illikviditetsrabatt enn ved kjøp av en minoritetsandel (<50 %). Ved kjøp av en minoritetsandel vil imidlertid rabatten avhenge av resten av eierskapsstrukturen. Dersom det finnes majoritetseiere, så risikerer man som minoritet overstyring og bør i så måte som minoritetseier kompenseres for dette. Hvis eierstrukturen er spredd og det ikke finnes majoritetsinteresser, er en slik kompensasjon ikke nødvendig.¹⁸⁸ Ettersom TV 2 Gruppen i dag har to eiere med 50 % eierandel hver, vil man for eksempel ved å kjøpe deler av aksjene til den ene eieren, risikere å overstyres av den andre eieren som da vil ha en dominerende eierandel i TV 2 Gruppen.

Det er imidlertid vanskelig å si hva som er en normal praksis når det gjelder rabattstørrelse. Dette fordi de empiriske bevisene er noe svake. Illikviditetsrabatter er egentlig ikke mulige å observere, og det meste av bevisene på illikviditetsrabatter er i forbindelse med undersøkelser av "restricted stocks" for børsnoterte selskaper. Ettersom slike aksjer kan medføre begrensninger for salg, for eksempel at de ikke kan selges i løpet av de to første årene, så vil prisen normalt være lavere enn markedspris på vanlige aksjer. Denne prisforskjellen tolkes som en illikviditetsrabatt. Flere ulike studier finner da en illikviditetsrabatt så stor som 30-35 %, og som tommelfingerregel brukes ofte en illikviditetsrabatt på 20-30 % av estimert verdi.¹⁸⁹

Denne rabatten vil imidlertid også variere med ulike potensielle kjøpere fordi behovet for likviditet vil variere mellom investorer. For en finansiell investor, hvor et kortsiktig salg er en reell mulighet, vil et likvid eierskap være av betydning. For andre investorer hvor eierskapet er definert som langsiktig, vil imidlertid likviditeten i aksjen være av mindre betydning. Resultatet av dette er at i en oppkjøpssituasjon vil maksimal kjøpspris derfor kunne variere mellom konkurrerende kjøpere.¹⁹⁰

På grunn av usikkerhet rundt både hvem som er potensielle kjøpere og hva som er en fornuftig illikviditetsrabatt generelt sett, er det derfor veldig vanskelig å bastant fastslå en

¹⁸⁸ Kilde: Kinserdal (2010), forelesning 12a

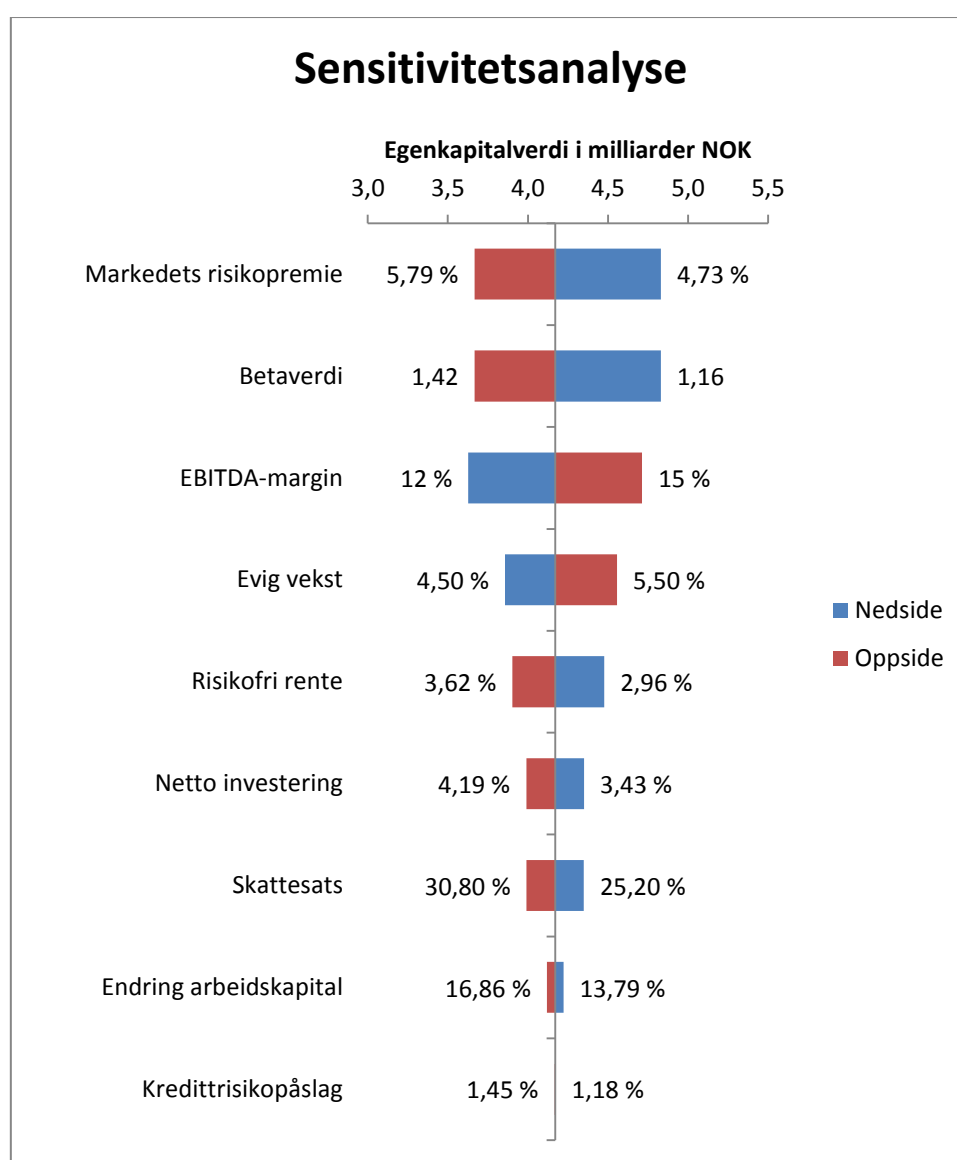
¹⁸⁹ Kilde: Damodaran (2002), s. 679

¹⁹⁰ Kilde: Gjesdal og Johnsen (1999), s. 37

presis illikviditetsrabatt på TV 2 Gruppen. Dersom kjøperen er en langsiktig investor og kjøper opp en majoritetsandel av aksjene, vil trolig denne rabatten være liten, og verdien av TV 2 Gruppen vil da kunne settes til nærmere 4 170 millioner NOK, dvs. 1 604 NOK per aksje som beregnet ovenfor. På den annen side kan man forvente at en kortsiktig investor som kjøper en minoritetsandel i selskapet vil kreve en betydelig illikviditetsrabatt. Basert på bedriftsspesifikke forhold, empiri og forhold ved eierstruktur anslår vi at illikviditetsrabatten i så tilfelle kan være så høy som 30 %. En rabatt på 30 % vil naturligvis ha en betydelig effekt på beregnet verdi av TV 2 Gruppen, og vil føre til at verdianslaget blir ca. 2 919 millioner NOK, noe som tilsvarer en pris per aksje på 1 123 NOK.

11 Sensitivitetsanalyse

Den beregnede verdien for TV 2 Gruppen som vi har kommet fram til avhenger naturligvis av de valg og forutsetninger som er tatt underveis i verdsettelsen, og det er derfor viktig å foreta en sensitivitetsanalyse for å kunne si noe om hvor robust vår verdsettelsesmodell er i forhold til de valg og forutsetninger som er tatt. Sensitivitetsanalysen gjennomføres ved å endre en og en variabel isolert, for deretter å se hvor stor effekt denne endringen får på den beregnede egenkapitalverdien for TV 2 Gruppen. Figur 25 viser resultatene vi kom frem til i sensitivitetsanalysen, hvor variablene ble endret med $\pm 10\%$:



Figur 25 Sensitivitetsanalyse av verdsettelsesmodell.¹⁹¹

¹⁹¹ EBITDA-margin er EBITDA-margin fra og med 2015

Vi ser av figur 25 at komponentene i avkastningskravet har mye å si for den beregnede egenkapitalverdien. Spesielt gjelder dette markedets risikopremie og betaverdien, som altså er de to mest kritiske variablene i vår verdsettelse. Den risikofrie renten har også en relativt stor betydning, mens kredittrisikopåslaget ikke har noen nevneverdig betydning, noe som ikke er uventet siden TV 2 Gruppen har relativt lav netto finansiell gjeld. At markedets risikopremie er såpass betydningsfull er dårlig nytt for robustheten til vår modell. Vi bestemte denne variabelen ved å benytte gjennomsnittet for perioden 1900-2005.¹⁹² Med tanke på at risikopremien synes å være nokså konjunkturavhengig, kan det være at den risikopremien som finnes i markedet i dag er signifikant forskjellig fra den vi har benyttet. Når det gjelder betaverdien er den beregnet ut fra en regresjonsmodell med relativt få observasjoner, og ut fra et bransjeutvalg med antatt sammenlignbare selskaper som er notert på andre børser enn Oslo Børs.¹⁹³ Dette betyr at betaestimatet er relativt usikkert, noe som selvfølgelig er negativt for robustheten til vår modell.

Videre ser vi at valg av evig vekst og EBITDA-margin også har stor effekt på den beregnede egenkapitalverdien. Dette er ikke spesielt overraskende ettersom terminalverdien, som utgjør over 80 % av den beregnede egenkapitalverdien, i stor grad er bestemt av forutsetninger om evig vekst og EBITDA-margin. Disse variablene er drøftet nøye i kapittel 7, men de er likevel estimater med en viss usikkerhet, noe som dermed kan virke negativt for robustheten til vår modell.

Skattesatsen som er valgt har relativt liten innvirkning på den beregnede egenkapitalverdien, og selv om vi anser dette estimatet som noe usikkert,¹⁹⁴ vil denne variabelen ikke bety så mye for robustheten til vår modell.

De to investeringsgruppene, netto investeringer og endring i arbeidskapital, har også nokså liten betydning for den beregnede egenkapitalverdien. Her har vi også benyttet en lang tidsserie for beregning av fremtidig investeringsaktivitet, som skulle kunne gi et nokså godt estimat for fremtidige investeringer, selv om det selvfølgelig er en viss usikkerhet knyttet til

¹⁹² Se kapittel 8.1.2

¹⁹³ Se kapittel 8.1.3

¹⁹⁴ Se kapittel 7.7

en slik spådom.¹⁹⁵ Totalt sett føler vi derfor at disse variablene ikke har så stor betydning for robustheten til vår modell.

Analysen viser altså at det er komponentene i avkastningskravet til egenkapitalen, evig vekst og EBITDA-margin som har størst innvirkning på den beregnede egenkapitalverdien til TV 2 Gruppen, og at vår modell ikke ser ut til å være spesielt robust mot endringer i disse variablene.

¹⁹⁵ Se kapittel 7.5 og 7.6

12 Multippelverdsettelse

Som nevnt i kapittel 3.2 har vi valgt å supplere den fundamentale verdsettelsen med å utføre en multippelverdsettelse. Vi gjør dette for å teste plausibiliteten til kontantstrømprognoene, for å forklare forskjeller mellom TV 2 Gruppen og bransjeutvalget, og for å støtte opp under om hvorvidt selskapet er strategisk posisjonert til å skape større verdier enn andre aktører i bransjen.

I multippelverdsettelsen er målet å verdsette TV 2 Gruppen basert på hvordan sammenlignbare selskaper er priset i markedet. For å utføre en multippelverdsettelse må to komponenter være på plass. For det første må priser standardiseres, i form av multipler av for eksempel inntjening, bokført verdi eller salg. I tillegg må man finne selskaper som er mest mulig sammenlignbare med selskapet som skal verdsettes. Multipler er mye brukt i praksis, noe som først og fremst skyldes deres enkelhet. Multipler krever færre forutsetninger og er lettere å forstå enn kompliserte kontantstrømanalyser, og i tillegg er det mer sannsynlig at multipler fanger opp stemningen i markedet ettersom de måler relativ verdi og ikke egenverdi (intrinsic value).¹⁹⁶

Imidlertid representerer multiplers styrker også deres svakheter. Ettersom de er såpass enkle å beregne, kan man ende opp med inkonsistente estimater av verdi hvor nøkkelfaktorer som risiko og vekst blir ignorert. En analytiker kan i prinsippet fritt velge hvilke multipler og sammenlignbare selskaper som brukes og kan slik sett rettferdiggjøre en hvilken som helst verdi. Det at multipler fanger opp stemningen i markedet gjør at man kan komme frem til verdier som enten er for høye når markedet overvurderer de sammenlignbare selskapene, eller som er for lave når markedet undervurderer de sammenlignbare selskapene.¹⁹⁷

Multippelverdsettelse kan likevel være nyttig, dersom man er klar over svakhetene og forstår de underliggende driverne som ligger bak de ulike multiplene. Vi har valgt å se på fire multipler som er mye brukt i praksis, for således å få et helhetlig bilde av hvordan de sammenlignbare selskapene prises i markedet. De fire multiplene er price/earnings,

¹⁹⁶ Kilde: Damodaran (2002), s. 453

¹⁹⁷ Kilde: Damodaran (2002), s. 454

enterprise value/EBITDA, price/book og enterprise value/sales.¹⁹⁸ Vi har valgt å benytte alle de børsnoterte selskapene i bransjeutvalget som sammenlignbare selskaper. Om disse selskapene virkelig er sammenlignbare med tanke på risiko, vekst og kontantstrømmer er usikkert ettersom selskapene ikke (utelukkende) opererer i det norske TV-markedet. Likevel føler vi at disse 8 selskapene¹⁹⁹ kan gi nyttig informasjon som kan kaste lys over verdsettelsen av TV 2 Gruppen.

Tabell 19 viser beregnede multipler for de sammenlignbare selskapene og beregnet egenkapitalverdi for TV 2 Gruppen basert på medianmultiplene for bransjeutvalget. Inkludert er også implisitte multipler beregnet ut fra den fundamentale verdsettelsen.

Selskap	P/E	EV/EBITDA	P/B	EV/Sales
Grupo Antena 3	10,17	8,33	4,20	1,69
ITV	10,37	7,36	4,24	1,56
Mediaset Group	13,99	3,86	1,88	1,78
MTG	17,69	12,44	4,66	2,44
ProSiebenSat.1	20,57	6,14	3,45	1,65
RTL Group	15,74	8,79	1,89	1,88
STV Group	11,65	6,92	*	1,12
UTV Media	8,83	7,80	1,20	1,77
Median	12,82	7,58	3,45	1,73
TV 2 Gruppen				
Egenkapitalverdi multiplverdsettelse	2 743 480	3 212 687	2 461 616	4 646 847
Implisitt multipl fundamental verdsettelse	19,49	9,82	5,84	1,55

Tabell 19 Multiplverdsettelse for TV 2 Gruppen.²⁰⁰

¹⁹⁸ Vi benytter medianverdier for alle multiplene ettersom de i prinsippet kan ha ubegrensede positive verdier og ikke kan ha lavere verdier enn null. Distribusjonen av multiplene vil altså mest sannsynlig være skjev og dermed gir bruk av gjennomsnitt liten mening. Medianverdier er derfor mest representative for et typisk selskap i bransjeutvalget.

¹⁹⁹ Grupo Antena 3, ITV, Mediaset Group, MTG, ProSiebenSat.1, RTL Group, STV Group og UTV Media

²⁰⁰ Kilde: Reuters.com og årsrapporter 2009 for bransjeutvalget. Egenkapitalverdi i 1 000 NOK.

12.1 Price/Earnings

Price/Earnings (P/E) er et av de mest brukte multiplene i praksis, mye på grunn av dets enkelhet, men er utsatt for de samme generelle svakhetene som andre multipler. Det er også verdt å nevne at inntjeningsmålet påvirkes av hvilke regnskapsføringsmetoder som benyttes, for eksempel i forhold til regnskapsmessig behandling av oppkjøp, FoU eller leasingavtaler.²⁰¹ P/E defineres generelt på følgende måte:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Pris per aksje}}{\text{Resultat per aksje}}$$

P/E som multipl er i utgangspunktet konsistent definert ettersom telleren er verdien av egenkapitalen per aksje og nevneren er resultatet til egenkapitalen per aksje. P/E kan imidlertid beregnes på et utall forskjellige måter, hvor forskjellen ligger i hvilket inntjeningstall som benyttes; for eksempel siste årsresultat, siste tolv måneders resultat eller forventet resultat. Her kan det oppstå store forskjeller avhengig av volatiliteten i inntjeningen til bransjeutvalget. Bruk av forventede resultater har vist seg å gi en bedre prediksjon på faktisk børskurs ett år frem i tid enn bruk av historiske resultater.²⁰² Vi har imidlertid valgt å kun benytte P/E basert på siste år/tolv måneder, da vi anser estimer for TV 2 Gruppens nettoresultat etter finansposter ett år frem i tid for å være vanskelig å beregne pålitelig.

Som vi ser av tabell 19, er medianverdien av P/E for bransjeutvalget 12,82, mens implisitt P/E for TV 2 Gruppen blir hele 19,49. Medianverdien for bransjeutvalget multiplisert med TV 2 Gruppens resultat fra 2010 på 214 millioner NOK resulterer i en beregnet egenkapitalverdi på ca. 2 743 millioner NOK. Dette er et betydelig lavere verdianslag enn egenkapitalverdien som ble beregnet ut fra fremtidige kontantstrømmer. I utgangspunktet ser det altså ut til at egenkapitalverdien funnet ved fundamental verdsettelse er for høy. Det kan imidlertid være slik at det er forhold som tilsier at TV 2 Gruppen kan forsvare en høyere P/E enn bransjemedianen. Dette undersøker vi ved hjelp av formelen for P/E:²⁰³

$$\frac{P}{E} = \frac{P_0}{EPS_0} = \frac{\text{Utdelingsforhold} \times (1 + g)}{k_e - g}$$

²⁰¹ Kilde: Damodaran (2002), s. 469

²⁰² Kilde: Lie og Lie (2002)

²⁰³ Kilde: Damodaran (2002), s. 472

Ut fra formelen ser vi at et høyere utdelingsforhold innebærer høyere P/E. TV 2 Gruppen delte i 2009 ut hele 87,44 % av resultatet, men utdelingsforholdene for selskapene i bransjeutvalget varierer imidlertid betydelig fra år til år, slik at det er vanskelig å beregne et meningsfylt estimat å sammenligne med. Vi velger derfor å se bort fra utdelingsforholdet i analysen.

Høyere risiko, målt gjennom avkastningskravet til egenkapitalen, innebærer lavere P/E. TV 2 Gruppens avkastningskrav til egenkapitalen beregnet vi i kapittel 8.1 til å være 10,08 %, mens medianen for bransjeutvalget ble beregnet til å være 11,77 %. Lavere risiko for TV 2 Gruppen enn for de sammenlignbare selskapene kan altså være med på å forklare den store forskjellen mellom beregnet P/E for bransjen og implisitt P/E for TV 2 Gruppen.

Til sist kan forskjeller i vekst være med på å forklare forskjeller i P/E. Siste 5 års gjennomsnittlige vekst²⁰⁴ for TV 2 Gruppen beregnet vi til å være 5,32 %, mens den for bransjeutvalget er beregnet til å være 2,60 %.²⁰⁵ Når vi dessuten i kontantstrømverdssettelsen har lagt inn forholdsvis høy inntektsvekst i prognosene for TV 2 Gruppen fremover, så kan derfor også veksten være med på å forklare forskjellen mellom beregnet P/E for bransjen og implisitt P/E for TV 2 Gruppen.

Totalt sett kan altså forskjeller i variablene i formelen for P/E bidra til å forklare den store forskjellen mellom beregnet P/E for bransjeutvalget og implisitt P/E for TV 2 Gruppen.

12.2 Enterprise Value/EBITDA

Enterprise value/EBITDA (EV/EBITDA) tar også utgangspunkt i inntjening, men i motsetning til P/E settes det fokus på verdien av totalkapitalen og ikke egenkapitalen. EV/EBITDA defineres slik:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Markedsverdi av EK} + \text{Gjeld} - \text{Kontantbeholdning}}{\text{Resultat før av- og nedskrivninger}}$$

EV/EBITDA tar altså hensyn til forskjeller i kapitalstruktur ettersom telleren er et uttrykk for totalkapitalen, og nevneren er et uttrykk for resultat før gjeldskostnader. Det er også et par

²⁰⁴ Vekst i inntekter

²⁰⁵ Årsaken til at dette siste tallet avviker fra oppgitte 6 % tidligere i besvarelsen er at vi nå har trukket ut tre av selskapene fordi de ikke er børsnotert

andre fordeler med EV/EBITDA i forhold til P/E som også tar utgangspunkt i inntjening. For det første er det færre selskaper med negativ EBITDA enn negativt resultat, slik at færre selskaper ekskluderes fra analysen, og for det andre slipper man problemer med forskjeller i avskrivningsmetoder mellom selskaper. I forbindelse med at det er konsernregnskap som er benyttet ved beregning av EV/EBITDA for bransjeutvalget kan det oppstå systematiske feilvurderinger av multiplet. Problemet har grobunn i klassifiseringen av datterselskaper. For eksempel inngår ikke inntekter fra tilknyttede selskaper i EBITDA, mens egenkapitalverdien av det tilknyttede selskapet inngår i EV. Dette fører dermed til en for høy EV/EBITDA. For majoritetsseide selskaper som inngår i konsolideringen vil det motsatte være tilfellet, nemlig at EV/EBITDA vil være for lav, ettersom EBITDA inkluderer 100 % av EBITDA fra det aktuelle selskapet, mens EV kun inneholder den delen som konsernet eier.²⁰⁶ Å utføre justeringer for dette er imidlertid utenfor rekkevidden av denne utredningen, og vi nøyer oss derfor med å påpeke at slike systematiske feilvurderinger kan forekomme i større eller mindre grad.

Som vi ser av tabell 19, er medianverdien av EV/EBITDA for bransjeutvalget 7,58, mens implisitt EV/EBITDA for TV 2 Gruppen er på 9,82. Medianverdien av EV/EBITDA for bransjeutvalget medfører en beregnet egenkapitalverdi på ca. 3 213 millioner NOK, som altså er nesten en milliard NOK lavere enn det som ble beregnet ut fra fremtidige kontantstrømmer. Også her kan det være forhold som tilsier at TV 2 Gruppen kan forsvare en høyere EV/EBITDA enn bransjemedianen. Vi undersøker dette ved hjelp av formelen for EV/EBITDA:²⁰⁷

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{(1 - t) - \frac{DA}{EBITDA} \times (1 - t) - \frac{Reinvestering}{EBITDA}}{WACC - g}$$

Det er spesielt to variabler som er verdt å fokusere på, nemlig WACC og vekst, g .²⁰⁸ Ut fra formelen ser vi at høyere WACC betyr lavere EV/EBITDA, mens høyere vekst tilsier høyere EV/EBITDA. Ved hjelp av samme metodikk som benyttet for TV 2 Gruppen i kapittel 8, har vi beregnet bransjemedianens WACC til å være 7,47 %. Dette er altså vesentlig lavere enn TV 2

²⁰⁶ Kilde: Damodaran (2002), s. 501

²⁰⁷ Kilde: Damodaran (2002), s. 504

²⁰⁸ Forholdstallene DA/EBITDA og Reinvestering/EBITDA har vi valgt å se bort fra ettersom volatiliteten i (spesielt det siste av) disse er nokså stor, noe som gjør det vanskelig å beregne presise estimater for disse to variablene. Median skattesats for bransjeutvalget er beregnet til å være den samme som benyttet for TV 2 Gruppen, nemlig 28 %.

Gruppens WACC på 9,80 %, og dette peker altså i retning av lavere EV/EBITDA for TV 2 Gruppen enn bransjemedianen. Imidlertid har TV 2 Gruppens vekst, som vist under behandlingen av P/E, vært vesentlig høyere enn for bransjemedianen de siste fem årene; 5,32 % mot 2,60 %. Med de solide vekstanslagene for TV 2 Gruppen fremover, er det stor sannsynlighet for at forskjellen i vekst fortsatt vil være større enn forskjellen i WACC, og at forskjeller i variablene i formelen for EV/EBITDA derfor totalt sett kan bidra til å forklare den store forskjellen mellom beregnet EV/EBITDA for bransjeutvalget og implisitt EV/EBITDA for TV 2 Gruppen.

12.3 Price/Book

Price/Book (P/B) er også mye brukt i praksis og tar utgangspunkt i forholdet mellom markedsverdi og bokført verdi av egenkapitalen til et selskap:

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Markedsverdi EK}}{\text{Bokført verdi EK}}$$

Den største svakheten til P/B består i at bokført verdi av egenkapital er påvirket av regnskapsmessig behandling av for eksempel avskrivninger. I tillegg kan det oppstå problemer i forhold til verdien av utestående opsjoner, som i teorien bør legges til markedsverdi av egenkapitalen.²⁰⁹

Bransjeutvalget har et median P/B-forhold på 3,45, som vist i tabell 19. Ved bruk av samme forhold ved TV 2 Gruppen får vi en egenkapitalverdi på ca. 2 461 millioner NOK. Vi ser at dette er et betydelig lavere verdianslag enn vi kom frem til i den fundamentale verdsettelsen, og er for øvrig det laveste anslaget blant de benyttede multiplene. Verdianslaget på ca. 4 170 millioner NOK ville for øvrig tilsi et P/B-forhold på 5,84 for TV 2 Gruppen, noe som er høyere enn P/B-forholdet for alle de sammenlignbare selskapene. For å forklare denne verdien i forhold til egenkapitalverdien fra den fundamentale verdsettelsen, så analyserer vi ved hjelp av formelen for P/B:²¹⁰

$$\frac{P}{B} = \frac{ROE - g}{k_e - g}$$

²⁰⁹ Kilde: Damodaran (2002), s. 511-513

²¹⁰ Kilde: Damodaran (2002), s. 515

For det første, så vil høyere ROE²¹¹ enn bransjesnittet tilsi høyere P/B for TV 2 Gruppen. Dette er tilfellet, både hvis vi tar utgangspunkt i ROE siste 12 måneder, og gjennomsnittlig ROE de siste 5 år. De siste 12 måneder har TV 2 Gruppen en ROE på 29,99 % mot bransjemedianens 21,24 %, mens gjennomsnittlig de siste 5 år har TV 2 Gruppen en ROE på 16,52 % mot bransjemedianens 12,46 %.

Dessuten kan altså ulik risiko (gjennom avkastningskravet til egenkapitalen) tilsi ulike P/B-forhold. Høyere k_e tilsier lavere P/B, noe som også ser ut til å underbygge et høyere P/B-forhold hos TV 2 Gruppen enn hos bransjemedianen. Som nevnt over i behandlingen av P/E er beregnet k_e for TV 2 Gruppen 10,08 % mot bransjemedianens 11,77 %.

Høyere vekst tilsier også høyere P/B dersom ROE er større enn k_e . Vi ser av de allerede oppgitte tallene at ROE ser ut til å være høyere enn k_e både for TV 2 Gruppen og for bransjemedianen, og det at TV 2 Gruppen ser ut til å ha større vekst enn bransjemedianen tilsier derfor ytterligere høyere P/B hos TV 2 Gruppen. I tillegg til at vi spår en solid inntektsvekst for TV 2 Gruppen fremover, så har TV 2 Gruppens salgsvekst de siste 5 årene, som nevnt over, vært gjennomsnittlig 5,32 % per år, mens for bransjemedianen har den vært 2,60 %.

Alt i alt, så tilsier derfor alle faktorer i formelen for P/B at TV 2 Gruppen skal ha et høyere P/B-forhold enn bransjemedianen. P/B-beregningen er derfor ikke nødvendigvis direkte i konflikt med kontantstrømberegningen.

12.4 Enterprise value/Sales

Enterprise value/Sales (EV/Sales) måler et selskaps verdi relativt til dets inntekter og defineres på følgende måte:

$$\frac{EV}{Sales} = \frac{\text{Markedsverdi av EK} + \text{Gjeld} - \text{Kontantbeholdning}}{\text{Inntekter}}$$

Den store fordelen med EV/Sales er at det utgjør en måte å utføre multippelverdsettelse av selskaper som av ulike grunner har negativ inntjening og/eller negativ bokført egenkapital. I tillegg er inntekter ikke like utsatt for regnskapsmessige avgjørelser og heller ikke så volatile

²¹¹ Return on equity = avkastning på egenkapital

som inntjening. Den største ulempen med EV/Sales er at selskaper som har høy inntektsvekst, men som samtidig har lav inntjening, vil kunne bli verdsatt for høyt. Vi anser det likevel som nyttig å inkludere EV/Sales i vårt utvalg av multipler. Vi har valgt å benytte EV/Sales som inntektsmultiplum framfor Price/Sales ettersom det kun er førstnevnte som er internt konsistent. EV/Sales er internt konsistent ettersom telleren er total verdi av selskapet og nevneren er inntektene som det selskapet genererer.²¹²

Bransjeutvalget har et median EV/Sales-forhold på 1,73, som vist i tabell 19. Ved bruk av samme forhold ved TV 2 Gruppen får vi en egenkapitalverdi på ca. 4 647 millioner NOK. Vi ser at dette verdianslaget er noe høyere enn vi kom frem til i den fundamentale verdsettelsen, men er likevel det multiplumanslaget som "treffer best". Verdianslaget fra den fundamentale verdsettelsen ville for øvrig tilsi et EV/Sales-forhold på 1,55 for TV 2 Gruppen, noe som er lavere enn EV/Sales-forholdet for alle de sammenlignbare selskapene unntatt STV Group. For å forklare denne verdien i forhold til egenkapitalverdien fra den fundamentale verdsettelsen, så analyserer vi ved hjelp av formel for EV/Sales:²¹³

$$\frac{EV}{Sales} = \frac{\text{Driftsmargin etter skatt} \times (1 - \text{Reinvesteringsrate})}{WACC - g}$$

For det første så vil en høyere etter-skatt EBIT-margin tilsi høyere EV/Sales. Basert på 2010-tall skulle dette derfor tilsi et lavere EV/Sales-forhold hos TV 2 Gruppen ettersom de hadde en margin på 8,92 % mot bransjemedianens 12,87 %. Dette kan derfor bidra til å forsvare et lavere EV/Sales-forhold for TV 2 Gruppen, enn for de sammenlignbare selskapene. Høyere reinvesteringsrate skulle tilsi lavere EV/Sales. Her har vi imidlertid valgt å overse denne faktoren da vi ikke har gode nok tall for bransjeutvalget her.

Andre forklaringer på et lavere EV/Sales-forhold hos TV 2 Gruppen kan også for dette multiplumet ligge i risiko- og vekstanslagene. Vi har, som nevnt over i behandlingen av EV/EBITDA, beregnet en WACC for bransjemedianen på 7,47 % som er lavere enn for TV 2 Gruppen (9,80 %), noe som også kan bidra til å forklare lavere EV/Sales for TV 2 Gruppen. Dette motsvares imidlertid noe av et forholdsvis høyt vekstanslag for TV 2 Gruppen

²¹² Kilde: Damodaran (2002), s. 543-544

²¹³ Kilde: Damodaran (2002), s. 548

fremover, som isolert sett skulle tilsi et høyere EV/Sales-forhold for TV 2 Gruppen enn for bransjemedianen.

I sum så ser vi derfor at det i dette multiplet er faktorer som trekker i begge retninger, noe som kan forklare at verdianslaget er noe nærmere den fundamentale verdsettelsen enn de andre multiplene. Det som likevel forklarer et lavere EV/Sales-forhold hos TV 2 Gruppen er lavere driftsmargin og høyere risiko enn bransjemedianen.

13 Konklusjon

Målet med denne oppgaven var å komme frem til et verdiestimat på TV 2 Gruppen basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Vi har gjennomført en fundamental verdsettelse ved hjelp av total kapitalmetoden, og avslutningsvis supplert med en multippelanalyse.

Vi presenterte først norsk TV-bransje, TV 2 Gruppen og sammenlignbare selskaper. Deretter gjorde vi en strategisk analyse av eksterne og interne forhold hos TV 2 Gruppen. Vi kom frem til at det er muligheter for god lønnsomhet i norsk TV-bransje fremover, og at TV 2 Gruppen har konkurransefortrinn som skulle tilsi god lønnsomhet for selskapet. Vi gjennomførte så en regnskapsanalyse av TV 2 Gruppen og identifiserte drivere for de ulike inntekts- og kostnadskomponentene. Videre gjennomførte vi en likviditets- og soliditetsanalyse som viste at TV 2 Gruppens konkurssannsynlighet er lav. Vi utarbeidet så fremtidsprognoser basert på den strategiske analysen og regnskapsanalysen, før vi beregnet avkastningskravet og deretter utførte selve verdsettelsen.

Vi kom frem til et verdiestimat på ca. 4 170 millioner NOK, noe som tilsvarer en pris per aksje på 1 604 NOK. Etersom selskapet ikke er børsnotert har vi ingen prisinformasjon å sammenligne dette estimatet med, og vi kan derfor ikke gi noen anbefaling i forhold til aksjen. Vi påpekte imidlertid at en eventuell kjøper kan komme til å kreve en illikviditetsrabatt ved kjøp av aksjen, da den som unotert aksje vil være mer komplisert å videreselge. Vi argumenterte for at en rabatt helt opp mot 30 % av beregnet verdi kan være aktuelt, noe som ville tilsi en egenkapitalverdi på ca. 2 919 millioner NOK og en pris på 1 123 NOK per aksje. Videre viste vi i sensitivitetsanalysen at verdiestimatet i seg selv er veldig usikkert og lite robust for endringer, spesielt i forhold til endringer i sentrale komponenter i avkastningskravet.

Av multippelanalysen kan det se ut til at vi har priset TV 2 Gruppen noe høyt. Vi forklarer imidlertid denne prisingen ved å vise til de ulike komponentene som multiplene er bygd opp av. Et gjennomgående poeng er at TV 2 Gruppen kan vise til høyere vekst de siste årene enn de selskapene vi har sammenlignet med, og at forholdsvis høy vekst for TV 2 Gruppen, også i fremtiden, resulterer i at TV 2 Gruppen prises høyere. Vi mener derfor at det er konsistens mellom den fundamentale verdsettelsen og multippelanalysen, og at verdiestimatet er fornuftig gitt våre antagelser og forutsetninger.

Referanseliste

Bøker:

Barney, Jay B (2007). Gaining and Sustaining Competitive Advantage. 3rd edition. Pearson Prentice Hall, New Jersey.

Damodaran, Aswath (2001). The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies. Prentice Hall, New Jersey.

Damodaran, Aswath (2002). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 2nd edition. John Wiley & Sons, Inc., New York.

Gjesdal, Frøystein og Thore Johnsen (1999). Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering. Cappelen Akademisk Forlag, Oslo.

Koller, Tim et al. (2005). Valuation. 4th edition. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.

Avisartikler:

- En karamell TV 2-sjefen kan suge på i noen dager. tv2nyhetene.no 3.2.2011,
<<http://www.tv2nyhetene.no/okonomi/-en-karamell-tv-2sjefen-kan-suge-paa-i-noen-dager-3407092.html>> (30.3.2011)

Fotballrettighetene klare. tv2.no 9.7.2008,
<<http://www.tv2.no/omtv2/aktuelt/fotballrettighetene-klare-2054891.html>> (30.3.2011)

Giske vil kjempe for Bergen. Bergens Tidende 3.11.2005,
<<http://www.bt.no/nyheter/lokalt/Giske-vil-kjempe-for-Bergen-218449.html>> (24.2.2011)

Gullkantet tv-avtale for TV 2. Kampanje 3.12.2010,
<<http://www.kampanje.com/medier/article5404049.ece>> (18.2.2011)

Hildrums milliardkupp. Kampanje 6.12.2010,
<<http://www.kampanje.com/medier/article5404285.ece>> (30.3.2011)

Klart for ny TV 2-kanal. Kampanje 28.2.2011,

<<http://www.kampanje.com/medier/article5508319.ece>> (30.3.2011)

Resultat-bonanza i reklame-tv. Kampanje 11.2.2011,

<<http://www.kampanje.com/medier/article5486957.ece>> (17.2.2011)

Schibsted mest attraktiv - NRK og TV 2 på pallen. Kampanje 18.2.2011,

<<http://www.kampanje.com/jobb/article5410255.ece>> (30.3.2011)

Selger Sumo til Finland. Kampanje 27.8.2010,

<<http://www.kampanje.com/medier/article5246048.ece>> (30.3.2011)

Storsatsing etter rekordresultat i TV 2. tv2.no 23.2.2011,

<<http://www.tv2.no/omtv2/pressemeldinger/storsatsing-etter-rekordresultat-i-tv-2-3409356.html>> (30.3.2011)

Tar 30 prosent av avishusenes inntekter. E24 15.2.2011, <<http://e24.no/media/apple-tar-30-prosent-av-inntektene/20024464>> (30.3.2011)

TV 2 og kulturministeren signerer ny avtale. Aftenposten 3.12.2010,

<<http://www.aftenposten.no/kultur/article3932650.ece>> (18.2.2011)

TV 2 satser internasjonalt på web-tv-teknologi. tv2.no 4.4.2011,

<<http://www.tv2.no/omtv2/pressemeldinger/tv-2-satser-internasjonalt-paa-webtvteknologi-3456319.html>>(12.4.2011)

TV 2 vant omdømmepris. NA24 28.8.2008,

<<http://www.na24.no/propaganda/media/article2170764.ece>> (18.2.2011)

Vant kampen om gigantannonsøren. Kampanje 13.7.2007,

<<http://www.kampanje.com/medier/article5251895.ece>> (17.2.2011)

Vurderer fremtiden til TV 2-sjefene. Kampanje 25.11.2010,

<<http://www.kampanje.com/jobb/article5394134.ece>> (17.2.2011)

Artikler:

Bowman, Robert G. og Susan R. Bush (2006). Using Comparable Companies to Estimate the Betas of Private Companies. (I: Journal of Applied Finance, 16, 2, side 71-81)

Damodaran, Aswath (2005). Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount. Stern School of Business, July 2005.

Lie, Erik og Heidi J. Lie (2002). Multiples Used to Estimate Corporate Value. (I: Financial Analysts Journal, Mar/Apr 2002, 58, 2, Business Module, side 44-54)

Porter, Michael E (2008): The Five Competitive Forces That Shape Strategy. (I: Harvard Business Review, January 2008)

Tobiassen, Anita E. og Torstein Nesheim (2001): TV 2 og produksjonsselskapene: utvikling gjennom langsiktige relasjoner? (I: Magma. Econas tidsskrift for økonomi og ledelse, 2/2001) <<http://www.econa.no/?nid=183429>> (17.2.2011)

Årsrapporter og finansiell informasjon:

Groupe M6, <http://www.groupem6.fr/index.php/m6_en/Finance> (11.4.2011)

Grupo Antena 3, <<http://www.grupoantena3.com/GrupoAntena3/historico/en/memoria>> (11.4.2011)

ITV, <<http://www.itvplc.com/investors/reports/>> (11.4.2011)

Mediaset Group, <http://www.mediaset.it/investor/home_en.shtml> (11.4.2011)

MTG, <<http://mtg.se/en/Investors/Annual-Reports/>> (11.4.2011)

NRK, <<http://www.nrk.no/informasjon/fakta/>> (11.4.2011)

ProSiebenSat.1, <<http://en.prosiebensat1.com/en/investor-relations/publications/financial-reports>> (11.4.2011)

- RTL Group, <<http://www.rtlgroup.com/www/htm/annualreport.aspx>> (11.4.2011)
- STV, <http://www.stvplc.tv/content/default.asp?page=s5_1> (11.4.2011)
- TV 2 Danmark, <<http://omtv2.tv2.dk/index.php?id=67>> (11.4.2011)
- TV 2 Gruppen, <<http://www.tv2.no/omtv2/mediehuset/>> (11.4.2011)
- TV4, <<http://www.tv4.se/1.318917/2008/05/22/rapporter>> (11.4.2011)
- UTV Media, <<http://www.utvmedia.com/investors/FinancialReports.aspx?year=2010>> (11.4.2011)
- TVNorge AS, <<http://www.purehelp.no/company/account/tvnorgeas/831193042>> (17.2.2011)

Internettpublikasjoner:

- Aegis Media (2010). Medieprognoser Aegis Media Norge AS 2011, <http://multimedia.api.no/www.kampanje.com/archive/03597/Reklameprognoser_2_3597_646a.pdf> (30.3.2011)
- Bedin (2011). Økonomiske nøkkeltall som er nyttige ved kredittvurdering. <<http://www.bedin.no/CWObjekter/Nokkeltall-kredittvurdering.pdf>> (12.4.2011)
- Deloitte (2011). Technology, Media & Telecommunications Predictions 2011, <http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Norway/Local%20Assets/Documents/Publikasjoner%202011/Deloitte_TMT_Predictions_2011.pdf> (17.2.2011)
- Dimson, Elroy, Paul Marsh og Mike Staunton (2006). The Worldwide Equity Premium: A Smaller Puzzle. <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=891620> (11.4.2011)
- DLA Piper (2008). Markedet for uavhengige tv-produksjoner i Norge. <<http://www.dlapiper.com/files/Publication/7162ff7c-0fe6-4b32-8da0-036ab762a56f/Presentation/PublicationAttachment/8c44e1e9-0342-43f8-b3a2->

[04f8c1803987/Markedet%20for%20uavhengige%20TV-produksjoner%20i%20Norge.pdf](http://www.regjeringen.no/04f8c1803987/Markedet%20for%20uavhengige%20TV-produksjoner%20i%20Norge.pdf)>

(17.2.2011)

ECON Analyse (2006). Rammevilkårene for film- og tv-produksjoner og kino. 16.1.2006.

<http://www.regjeringen.no/upload/kilde/kkd/hdk/2005/0010/ddd/pdfv/276267-econ-rapport_2006-001.pdf> (17.2.2011)

Kind, Hans Jarle og Guttorm Schjelderup (2007). Mediemarked og mediepolitikk,

<http://www.regjeringen.no/upload/KKD/Medier/Mediemarked%20og%20mediepolitikk%20FIN_.pdf> (17.2.2011)

Konkurransetilsynet (2009). Konkurransen i Norge. 19.2.2009.

<<http://www.konkurransetilsynet.no/no/Publikasjoner/Ovrige-publikasjoner/Konkurransen-i-Norge/>> (17.2.2011)

Kulturdepartementet. St.meld. nr. 30 (2006-2007). Kringkasting i en digital fremtid, 4.3.

Allmennkringkasting i andre land,

<<http://www.regjeringen.no/nb/dep/kud/dok/regpubl/stmeld/2006-2007/Stmeld-nr-30-2006-2007-/4/3.html?id=466294>> (17.2.2011)

Kulturdepartementet (2010a). NOU 2010: 14. Lett å komme til orde, vanskelig å bli hørt – en moderne mediestøtte, 6. Utviklingstrekk i mediebransjen,

<<http://www.regjeringen.no/nb/dep/kud/dok/nouer/2010/nou-2010-14/8.html?id=628690>> (17.2.2011)

Kulturdepartementet (2010b). Avtale mellom staten ved kulturdepartementet og TV 2 AS om status som formidlingspliktig allmennkringkaster,

<http://www.regjeringen.no/upload/KUD/Medier/TV2-avtalen_underskrevet_av_Hildrum_og_Huitfeldt_03des2010.pdf> (17.2.2011)

Kulturdepartementet (2010c). Forskrift om kringkasting. 3.12.2010.

<<http://www.lovdata.no/cgi-wift/lldes?doc=/sf/sf/sf-19970228-0153.html>> (17.2.2011)

Lasse Gimnes(2009). TV-kanalenes inntektsutfordringer. 19.3.2009. <<http://www.norsk-dtvforum.com/mote-mar-09/LasseGimnes.pdf>>

(17.2.2011)

Medietilsynet (2010). Eierskap i norske medier 2009,

<http://www.medietilsynet.no/Documents/Eierskap/Medieeierskap2009_print2_net.pdf>

(17.2.2011)

Norges Bank (2006). Inflasjon. 29.6.2006, <[http://www.norges-](http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/inflasjon/)

[bank.no/no/prisstabilitet/inflasjon/](http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/inflasjon/)> (30.3.2011)

Norges Bank (2011). Pengepolitisk rapport 1/2011. <[http://www.norges-](http://www.norges-bank.no/Upload/82566/PPR_111_siste.pdf)

[bank.no/Upload/82566/PPR_111_siste.pdf](http://www.norges-bank.no/Upload/82566/PPR_111_siste.pdf)> (12.4.2011)

Post- og teletilsynet (2010). Det norske markedet for elektroniske kommunikasjonstjenester
1. halvår 2010. 28.10.2010.

<<http://www.npt.no/ikbViewer/Content/123180/Det%20norske%20markedet%20for%20elektroniske%20kommunikasjonstjenester%20f%C3%B8rste%20halv%C3%A5r%202010.pdf>>

(17.2.2011)

Statistisk sentralbyrå (2011a). Norsk mediebarometer 2010.

<http://www.ssb.no/medie/sa121/sa_121.pdf> (17.2.2011)

Statistisk sentralbyrå (2011b). Konjunkturtendensene for Norge og utlandet,

<<http://www.ssb.no/kt/>> (30.3.2011)

TNS Gallup (2011). TV-seing 2010 Offisielle seertall for TV, <[http://www.tns-](http://www.tns-gallup.no/arch/img/9095702.pptx)

[gallup.no/arch/img/9095702.pptx](http://www.tns-gallup.no/arch/img/9095702.pptx)> (17.2.2011)

Internettsider:

Damodaran Online, <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>> (11.4.2011)

ITV, <<http://www.itv.com>> (17.2.2011)

Medienorge, <<http://medienorge.uib.no>> (17.2.2011)

Mosart Medialab, <<http://www.mosartmedialab.no>> (17.2.2011)

Norges Bank, <<http://www.norges-bank.no>> (12.4.2011)

Norges Televisjon, <<http://www.ntv.no>> (17.2.2011)

NRK, <<http://www.nrk.no>> (17.2.2011)

OB Team, <<http://www.obteam.no>> (17.2.2011)

ProSiebenSat.1, <<http://www.prosiebensat1.com>> (17.2.2011)

RiksTV, <<http://www.rikstv.no>> (17.2.2011)

TV 2, <<http://www.tv2.no>> (17.2.2011)

TV3, <<http://www.tv3.no>> (17.2.2011)

TV4, <<http://www.tv4.se/>> (17.2.2011)

Forelesningsnotater:

Johnsen, Thore (2009). Forelesning 4a: CAPM & The Cost of Capital. FIE402 Foretakets finansiering. Norges Handelshøyskole (NHH).

Kinserdal, Finn (2010). Forelesning 2: Finansregnskapet som utgangspunkt. BUS 425 Bedriftsverdsettelse og strategisk regnskapsanalyse. Norges Handelshøyskole (NHH).

Kinserdal, Finn (2010). Forelesning 7b: Continuing value/langsiktig prognose. BUS 425 Bedriftsverdsettelse og strategisk regnskapsanalyse. Norges Handelshøyskole (NHH).

Kinserdal, Finn (2010). Forelesning 8b: Skatt. BUS 425 Bedriftsverdsettelse og strategisk regnskapsanalyse. Norges Handelshøyskole (NHH).

Kinserdal, Finn (2010). Forelesning 12a: (II)likviditesrisiko og konkurserisiko, gearing. BUS 425 Bedriftsverdsettelse og strategisk regnskapsanalyse. Norges Handelshøyskole (NHH).

Appendiks A – normalisert EBITDA-regnskap²¹⁴

(Tall i 1000 NOK)	2006	2007	2008	2009	2010
<i>Inntekter</i>					
Reklameinntekter	1 874 944	2 002 836	2 025 652	1 594 538	1 748 000
Annen driftsinntekt*	373 829	552 311	694 382	776 767	956 000
Normaliserte inntekter	2 248 773	2 555 147	2 720 034	2 371 305	2 704 000
<i>Kostnader</i>					
Programkostnader	1 045 113	1 092 611	1 189 208	1 089 231	1 329 000
Personalkostnader**	657 557	790 767	828 596	693 782	654 000
Andre driftskostnader	363 116	423 392	410 222	296 712	293 000
Sum kostnader	2 065 786	2 306 770	2 428 026	2 079 725	2 276 000
Normalisert EBITDA	182 987	248 377	292 008	291 580	428 000
* Annen driftsinntekt justert for: (+ betyr at inntekter er justert opp)					
Gevinst salg Nettavisen	0	0	0	-65400	0
Gevinst salg Storm	0	0	-24000	0	0
** Personalkostnader justert for:(+ betyr at kostnader er justert opp)					
Restrukturering	0	0	-37000	-75000	0
Rentekost pensjon	-9426	-15155	-20189	-18220	0
Avkastning pensjon	7627	8541	11253	12752	0
Akt. Gev/tap pensjon	-5531	-12900	-13987	-12471	0
Reduksjon pensjon nedbemanning	0	0	0	7850	0
Planendringseffekt	0	0	58710	0	0

²¹⁴ Kilde: TV 2 Gruppen årsrapporter 2007-2009, resultatregnskap 2010

Appendiks B – omgruppert balanse²¹⁵

(Tall i 1 000 NOK)	2006	2007	2008	2009
EIENDELER				
<i>Driftsrelaterte eiendeler</i>				
Kontanter	63 284	62 961	62 042	74 882
Immaterielle eiendeler	196 342	63 250	39 923	12 687
Varige driftsmidler	254 682	299 707	240 473	186 560
Varer	312 171	301 222	301 165	365 133
Fordringer	537 966	545 857	545 221	629 907
Sum driftsrelaterte eiendeler	1 364 445	1 272 997	1 188 824	1 269 169
<i>Finansielle eiendeler</i>				
Kontanter	49 936	78 452	2 096	178 078
Investeringer i finansielle instrumenter	310 213	495 356	375 942	64 188
Investeringer i tilknyttet selskap	20 087	28 169	54 752	32 624
Sum finansielle eiendeler	380 236	601 977	432 790	274 890
Utsatt skattefordel	0	35 157	18 663	118 459
Sum eiendeler	1 744 681	1 910 131	1 640 277	1 662 518
EGENKAPITAL OG GJELD				
<i>Egenkapital</i>				
Innskutt egenkapital	350 000	350 000	350 000	350 000
Annen egenkapital	304 607	301 268	277 252	363 512
Sum egenkapital	654 607	651 268	627 252	713 512
<i>Driftsrelatert gjeld</i>				
Leverandørgjeld	92 345	142 995	154 011	173 456
Skyldig skatt, merverdiavgift og lignende	156 275	156 115	125 119	176 935
Annen kortsiktig gjeld	297 786	462 976	423 928	292 671
Sum driftsrelatert gjeld	546 406	762 086	703 058	643 062
<i>Finansiell gjeld</i>				
Annen langsiktig gjeld	402 058	406 212	223 525	141 867
Minoritetsinteresser	80 414	42 647	35 523	72 582
Pensjonsforpliktelser	31 985	47 917	50 921	91 495
Sum finansiell gjeld	514 457	496 776	309 969	305 944
Utsatt skatt	29 211	0	0	0
Sum egenkapital og gjeld	1 744 681	1 910 130	1 640 279	1 662 518
Netto driftskapital	818 039	510 911	485 766	626 107
Netto finansiell gjeld	134 221	-105 201	-122 821	31 054

²¹⁵ Kilde: TV 2 Gruppen årsrapporter 2007-2009

Appendiks C – regresjonsanalyse beta²¹⁶

Regression Analysis: Egenkapitalbeta versus Gjeld/B EK; LN(Sales); ...

The regression equation is

$$\text{Egenkapitalbeta} = 2,42 + 0,319 \text{ Gjeld/B EK} - 0,189 \text{ LN(Sales)} \\ + 0,125 \text{ Operating leverage}$$

7 cases used, 1 cases contain missing values

Predictor	Coef	SE Coef	T	P
Constant	2,4249	0,2710	8,95	0,003
Gjeld/B EK	0,31863	0,02446	13,03	0,001
LN(Sales)	-0,18921	0,02947	-6,42	0,008
Operating leverage	0,12518	0,02009	6,23	0,008

S = 0,0887413 R-Sq = 98,4% R-Sq(adj) = 96,8%

Analysis of Variance

Source	DF	SS	MS	F	P
Regression	3	1,47466	0,49155	62,42	0,003
Residual Error	3	0,02363	0,00788		
Total	6	1,49829			

Source	DF	Seq SS
Gjeld/B EK	1	0,93193
LN(Sales)	1	0,23699
Operating leverage	1	0,30574

Unusual Observations

Obs	Gjeld/B EK	Egenkapitalbeta	Fit	SE Fit	Residual	St Resid
4	1,34	1,7700	1,7847	0,0883	-0,0147	-1,67 X

X denotes an observation whose X value gives it large leverage.

²¹⁶ Kilde: Reuters.com og årsrapporter 2009 for bransjeutvalget