

NORGES HANDELSHØYSKOLE
Bergen, våren 2008



Siviløkonomutredning i fordypningsområdet: Regnskap og økonomisk styring.
Veileder: Assistant Professor Per Östberg

Regnskapsanalyse og verdsettelse av Media Norge

Tor Sexe

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

Sammendrag

Formålet med denne oppgaven er å gjøre en fundamental regnskapsanalyse av de fire mediehusene Aftenposten AS, Bergens Tidende AS, Fædrelandsvennen AS og Stavanger Aftenblad ASA. Disse selskapene har planer om å fusjonere og danne mediekonsernet Media Norge.

Jeg har gjennom strategisk regnskapsanalyse og regnskapsanalyse av historiske tall utarbeidet et framtidsregnskap. Videre har jeg ved hjelp av de utarbeidede framtidsregnskapene estimert nåverdien til det enkelte selskap. For å beregne nåverdien har jeg benyttet en verdsettelsesmodell hvor jeg diskonterer framtidig superprofitt fra netto driftskapital til nåverdier. Jeg har så slått sammen verdiestimatet for det enkelte mediehuset for å komme fram til en verdi på det framtidige mediekonsernet. Mitt estimat for nåverdi av Media Norge er 6,6 milliarder kroner.

Forord

Denne oppgaven er skrevet som en avsluttende del av den fireårige siviløkonomutdanningen ved Norges Handelshøyskole, hvor jeg har skrevet oppgave i fordypningsområdet regnskap og økonomisk styring.

Da jeg skulle velge oppgave, falt valget på å skrive en verdsettelsesoppgave. Grunnen for dette var todelt; jeg ønsket å skrive en oppgave som ikke kun var en teoretisk oppgave. Den andre grunnen var at jeg i siste semester av siviløkonomutdanningen tok faget BUS 425 - Regnskapsanalyse og verdsettelse, og som mange andre fant jeg dette faget å være et interessant fag hvor den praktiske bruksnyttens relativt klart kom fram.

Valget av bedrift å verdsette var noe som derimot tok litt tid. Jeg vurderte flere forskjellige kandidater, men da jeg begynte å lese om at de største regionsavisene i Norge vurderte å fusjonere, synes jeg at å forsøke å estimere verdien av dette potensielle mediekonsernet virket som en interessant oppgave.

Alle som har fulgt med på fusjonsprosessen rundt Media Norge, vet at prosessen har trukket i langdrag, spesielt som følge av at Medietilsynet opprinnelig forbød fusjonen med henvisning til Medieeierskapsloven og mediemangfoldet i Norge. Slik sett er det muligens passende at også min ferdigstillelse av oppgaven har trukket i langdrag. Hovedgrunnen til at oppgaveprosessen har tatt noe lengre tid enn tiltenkt, er at jeg startet å jobbe før jeg var ferdig med oppgaven, noe som dessverre har ført til en tidvis noe nedprioritering av oppgaveframdriften.

Oppgaven baserer seg på regnskapstall fram til og med 2006. Av de bedriftene jeg analyserer, er det kun Stavanger Aftenblad og Bergens Tidende som offentliggjør kvartalsrapporter. I stedet for å utarbeide estimat for 2007-tall og benytte disse i regnskapsanalysen, har jeg valgt å hensynta utvikling observert i kvartalstall ved fastsettelse av budsjett drivere som danner grunnlaget for framtidsregnskapene. Ved å gjøre det på denne måten, unngår jeg problemer ved å sammenligne regnskapstall for ulike perioder for avisene.

Å gjøre en fundamental regnskapsanalyse av fire selskap tar en del tid, noe som til en viss grad kunne vært unngått ved å gjøre en fundamental verdsettelse av kun ett av selskapene, for

deretter å gjøre en komparativ verdsettelse av de tre andre avisene. Jeg har valgt å ikke gjøre dette, men gjennomført en fundamental verdsettelse og utarbeidet framtidsregnskap for alle fire selskapene. På grunn av mitt valg av å gjøre fundamental verdsettelse av fire mediehus, har jeg valgt å fokusere på de områder/forholdstall som er sentrale for å utarbeide framtidsregnskap og diskontere disse til nåverdier. Andre områder av regnskapsanalyse som ikke er direkte knyttet til de sentrale områdene for å utarbeide et nåverdiestimat er dermed i oppgaven prioritert noe ned.

På grunn av mitt valg av å gjøre en fundamental verdsettelse av fire selskaper, blir det nødvendigvis en del tabeller og tall som er hensiktsmessig å ha med. Jeg har valgt å legge en god del av disse tabellene i appendiks, dette gjelder særlig for de tabeller som inneholder tall som benyttes flere steder i oppgaven. Appendiksene er å oppfatte som en integrert del av oppgaven.

Oslo, våren 2008

Tor Sexe

Innhold

1. Innledning	7
2. Presentasjon av virksomhetene	8
2.1. Aftenposten AS	8
2.2. Bergens Tidende AS	11
2.3. Fædrelandsvennen AS	15
2.4. Stavanger Aftenblad ASA.....	18
2.5. Andre selskaper	22
3. Presentasjon av bransjen.....	24
4. Valg av verdsettelsesteknikk.....	27
4.1. Ulike verdsettelsesteknikker	27
4.2. Valg av verdsettelsesteknikk.....	28
4.3. Rammeverk for fundamental verdsettelse.....	30
5. Strategisk analyse	32
5.1. Rammeverk for strategisk analyse.....	32
5.2. Ekstern bransjeorientert analyse.....	32
5.3. Intern ressursorientert analyse.....	41
5.4. Oppsummering strategisk analyse	45
6. Regnskapsanalyse.....	47
6.1. Forberedelse til regnskapsanalyse	47
6.2. Omgruppering for investororientert analyse	49
6.3. Analyse og justering av målefeil	52
6.4. Forholdstallsanalyse	53
7. Analyse av risiko	54
7.1. Tidsvekting.....	54
7.2. Likviditetsanalyse.....	54
7.3. Soliditetsanalyse	62
7.4. Syntetisk rating.....	66
8. Avkastningskrav.....	70
8.1. Egenkapitalkrav	70
8.2. Minoritetskrav	75
8.3. Finansielle gjelds- og eiendelskrav.....	75
8.4. Netto driftskapitalkrav	78

9. Lønnsomhetsanalyse.....	80
9.1. Aftenposten	80
9.2. Bergens Tidende.....	80
9.3. Fædrelandsvennen	81
9.4. Stavanger Aftenblad	81
9.5. Oppsummering	81
10. Vekstanalyse	82
10.1. Driftsinntektsvekst.....	82
10.2. Egenkapitalvekst.....	83
11. Framtidsregnskap	84
11.1. Budsjetthorisont.....	84
11.2. Rammeverk for budsjettering.....	85
11.3. Utvikling i budsjett drivere	86
11.4. Framtidsregnskap.....	89
12. Framtidskrav	90
13. Verdsettelse	92
13.1. Aftenposten	92
13.2. Bergens Tidende	93
13.3. Fædrelandsvennen	93
13.4. Stavanger Aftenblad	93
13.5. Verdi av Media Norge	93
14. Usikkerhet i verdierestimater	95
14.1. Aftenposten	95
14.2. Bergens Tidende.....	97
14.3. Fædrelandsvennen	99
14.4. Stavanger Aftenblad	100
14.5. Oppsummering av sensitivitetsanalyse	101
15. Referanseliste	103
Appendiks	105

1. Innledning

Høsten 2006 begynte det å diskuteres en fusjon av de fem regionsavisene Adresseavisen ASA, Aftenposten AS, Bergens Tidende AS, Fædrelandsvennen AS og Stavanger Aftenblad ASA. Adresseavisen valgte i desember 2006 å ikke bli med videre i fusjonssamtalene¹.

Planen er at det skal opprettes et nytt selskap, Media Norge ASA, som igjen stifter fire heleide datterselskaper (Nye AP AS, Nye BT AS, Nye FV AS og Nye SA AS). Hver av regionsavisene fusjonerer så med det respektive datterselskap, hvor det nyetablerte selskap er den overtakende part. Etter gjennomføring av fusjonen skifter de nye selskapene navn tilbake til overdragende selskaps navn (slik at Media Norge får fire datterselskap: Aftenposten AS, Bergens Tidende AS, Fædrelandsvennen AS og Stavanger Aftenblad AS). Eiere i de innfusjonerte selskapene mottar så vederlagsaksjer i Media Norge.

Mitt mål med denne oppgaven er å gjennomføre en regnskapsbasert verdsettelse av de fire selskapene som planlegger å fusjonere inn i Media Norge, for dermed å estimere verdien av konsernet Media Norge.

¹ Kilde: Adresseavisens kvartalsrapport for fjerde kvartal 2006.

2. Presentasjon av virksomhetene

Alle de fire mediehusene har avisproduksjon som sin hovedgesjeft. De utgir aviser med lange tradisjoner og som er dominerende i sine regioner.

2.1. Aftenposten AS²

Aftenposten AS ble grunnlagt i 1860, da under navnet Christiania Adresseavis. I 1865 ble navnet endret til Aftenposten. Fra 1885 har avisen kommet ut to ganger daglig, i en morgenutgave og en aftenutgave. Hovedkontoret ligger i Oslo.

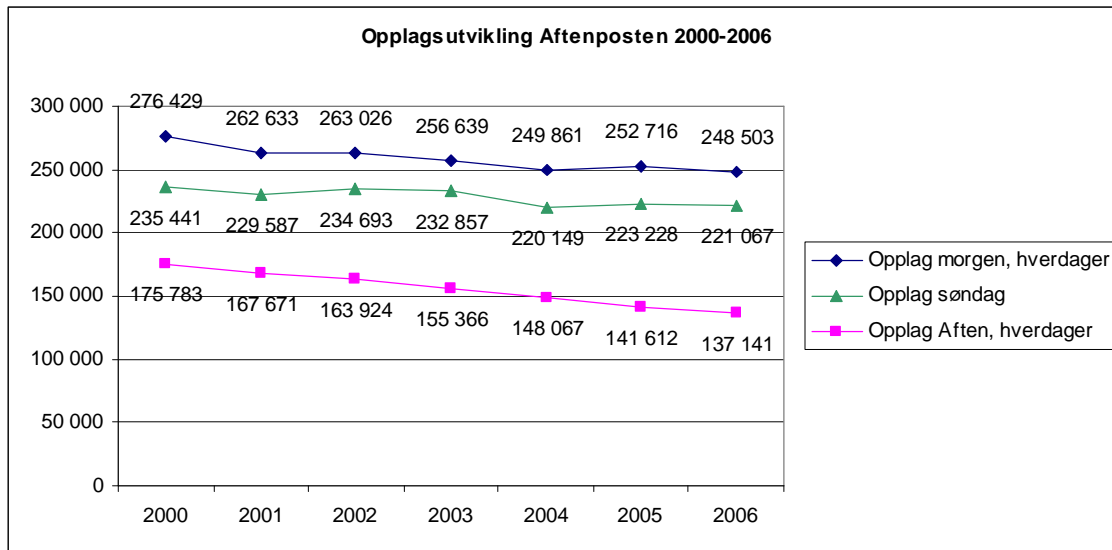
2.1.1. Virksomhetsområder

Aftenposten

Utgivelse av Aftenposten er kjernen i konsernets virksomhet. Avisen kommer ut i to daglige utgaver mandag til fredag (Aftenposten morgen og Aften), og en daglig utgave lørdag og søndag. Morgenutgaven har Østlandsområdet som hovednedslagsfelt, men avisen har også som mål å være en avis som er av interesse for hele landet. Aftenutgaven er i større grad en lokalavis for Oslo-området med mer vekt på lokale nyheter for byen. Opplaget har vært nedadgående, men for morgenutgaven og søndagsutgaven var det en reversering i nedgangen fra 04 til 05. Dette skyldes delvis omlegging av avisformatet fra fullformat til tabloid den 2.1.2005, og i den forbindelse økt innsats for å verve nye abonnenter, men også økt fokus på lojalitet blant eksisterende kunder (gjennom eksempelvis å jobbe med å forhindre at folk sier opp sine abonnement i forbindelse med ferie og fornyelse). Denne effekten var bare midlertidig, i 06 har det nok en gang vært en negativ opplagsutvikling. I 2006 står abonnenter står for 92,2 % av opplaget for morgenutgaven og 98,8 % for aftenutgaven³. Annonsemarkedet har vært inne i en positiv trend i 05 og 06, noe som bryter en negativ utvikling som har forekommet siden 2000. Økningen i annonsemarkedet kan tilskrives både generelt god markedsutvikling og satsinger fra avisens side som har kastet av seg økonomisk.

² Kilde: Aftenposten årsrapporter, 2001-2006.

³ Kilde: Mediebedriftenes landsforening, opplagsoversikt 2006.



Figur 2-1: Opplagsutvikling Aftenposten

Internet

Gjennom det heleide datterselskapet Aftenposten Multimedia AS styres Internetsatsingen knyttet opp mot Aftenposten. I tillegg til avisens nettportal aftenposten.no, driver selskapet også nettstedene www.oslopuls.no, www.golf.no, www.aftenpostenguiden.no og www.forbruker.no. Aftenposten eier og driver også nettstedet e24.no i samarbeid med VG. (eierskap: Aftenposten 60 % og VG 40 %). Aftenposten.no er Norges fjerde største nettavis, målt etter antall unike brukere⁴.

Aftenposten eier også 62 % i finn.no, Norges ledende aktør i det norske nettannonsermarkedet.

Distribusjon

Aftenposten Distribusjon AS ble skilt ut som eget selskap med virkning fra 1.8.2005.

Bedriften driver med distribusjon av egne og andres aviser, istikk, reklamemateriell og blader i Oslo, Follo, Asker og Bærum.

Distribution Innovation AS er et selskap som utvikler og driver fram teknologiske løsninger for framtidens distribusjon av aviser, blader og bokklubbprodukter. Aftenposten eier 60 % i

⁴ Kilde: TNS Gallups undersøkelse Forbruker og Media for 3. kvartal 2007.

dette selskapet (de andre eierne er A-Pressen AS og Edda Media AS som hver eier 20 %). Målet er å gjøre distribusjonsprosessen så effektiv som mulig og strømlinjeforme hele verdikjeden fra produksjon/trykking til utlevering.

Retriever AB

Det svenske selskapet Retriever AB er en ledende leverandør av digitalisert medieovervåkning, mediearkiv og medieanalyse.

2.1.2. Eierskap

Aftenposten AS er et heleid datterselskap av Schibsted ASA. Bedriften har 300.000 aksjer pålydende kr 100.

2.1.3. Nøkkeltall

Nøkkeltall Aftenposten								
Aftenposten konsern (NOK 1000)		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Salg av aviser (abo. og løssalg)	624.405	630.415	634.439	653.182	623.057	659.159	672.659
+	Annonseinntekter	1.502.082	1.401.222	1.327.707	1.277.137	1.303.127	1.531.557	1.726.098
+	Andre driftsinntekter	149.368	152.905	152.975	151.157	200.056	230.559	268.706
=	Driftsinntekter	2.275.855	2.184.542	2.115.121	2.081.476	2.126.240	2.421.275	2.667.463
	Driftsresultat	144.292	-33.029	17.376	56.899	57.460	263.542	297.785
	Ordinært res. før skatt	171.832	6.050	53.680	78.990	70.385	285.168	330.258
	Årsresultat	123.746	6.573	33.798	44.719	28.037	162.575	183.266
	EBIT ⁵	6,3 %	-1,5 %	0,8 %	2,7 %	2,7 %	10,9 %	11,2 %
	EBITDA ⁶	9,5 %	5,6 %	7,9 %	6,4 %	9,7 %	13,6 %	13,7 %
	Totalkapital	1.486.586	1.433.518	1.443.911	1.470.022	1.615.808	1.784.225	1.848.700
	Egenkapital (majoritet)	589.305	581.279	615.845	665.793	588.880	581.118	657.741
	Egenkapitalandel	39,6 %	40,5 %	42,7 %	45,3 %	36,4 %	32,6 %	35,6 %

Tabell 2-1: Nøkkeltall Aftenposten

Annonseinntektene har siden 2000 gått nedover, først i 2004 har denne nedgangen stoppet opp. I 2006 sto annonsering for 64,7 % av totale driftsinntekter. Dette har sammenheng med et økende annonsemarked som også Aftenposten har klart å få sin del av. Salgsinntektene har svingt fra år til år, og har også økt inn i 2006. En del av denne økningen kan tilskrives økt salg som følge av økt satsing på lojalitetstiltak blant abonnenter (få folk til å unngå å si opp sine

⁵ EBIT. Earnings before interests and taxes. Driftsresultat/driftsinntekter

⁶ EBITDA. Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization. (Driftsresultat + av-/nedskrivninger)/driftsinntekter

abonnement ved ferier og lignende). Andre driftsinntekter har hatt en markert stigning de siste årene, altså har selskapet økt fokus på og inntjening fra andre områder enn kun tradisjonelt salg av aviser. Både driftsresultatet og årsresultat har hatt en markert vekst siden bunnåret i 2001. Egenkapitalandelen har i 04 og 05 vært nedadgående, men har gått noe opp igjen i 06.

2.2. Bergens Tidende AS⁷

Bergens Tidende ble grunnlagt i 1868, og er Vestlandsregionens ledende mediekonsern. Det er også vestlandets dominerende kanal for reklame. Hovedkontoret ligger i Bergen.

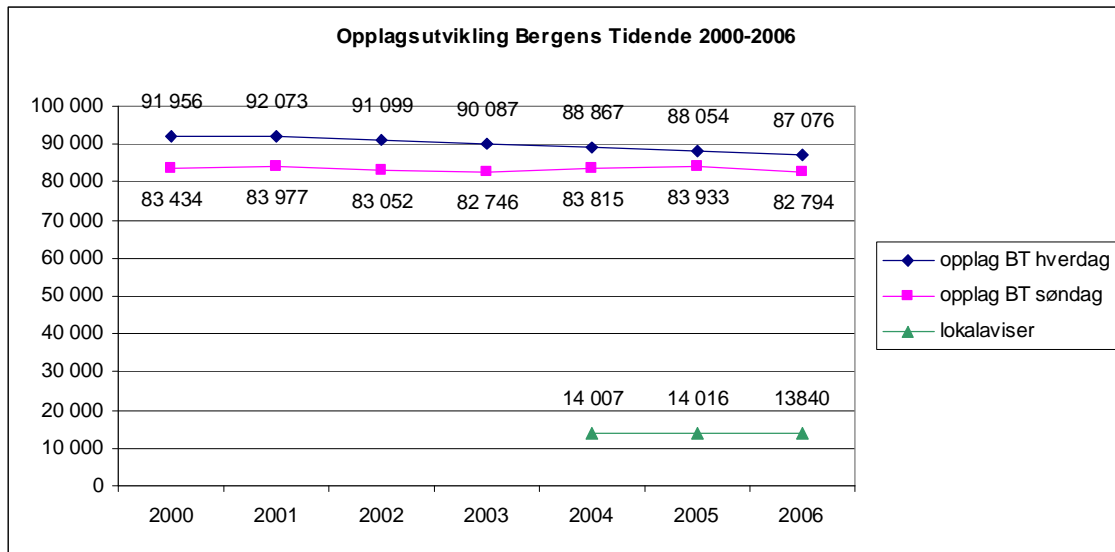
Konsernets visjon er å ”å engasjere og gi ny innsikt – hver dag!”

2.2.1. Virksomhetsområder

Bergens Tidende

Utgivelse av avisen Bergens Tidende er kjernen for konsernets virksomhet. Avisen kommer ut syv dager i uken, og hadde i 2006 et gjennomsnittlig dagsopplag på 87.076 eksemplarer på hverdage (mandag – lørdag) og 82.794 eksemplarer på søndager. Andelen av opplaget som går til faste abonnenter utgjorde i 2006 88,3 %. Hverdagsopplaget har vært fallende siden 2001, og sammenfallende med utviklingen for avisbransjen ellers. Søndagsavisens opplag hadde en svak stigning i 2005, men den nedadgående trenden har kommet tilbake igjen i 2006. I helgeutgavene har Bergens Tidende i større grad satset på lengre artikler hvor en går dypere inn i enkeltsaker som har vært i nyhetsbildet den siste tiden. Dette har vært med å begrense nedgangen, slik at frafallet for avissalget på søndagene har vært mindre enn for hverdagsutgivelsene.

⁷ Kilde: Bergens Tidende årsrapporter 2001-2006.



Figur 2-2: Opplagsutvikling Bergens Tidende

Internet

Bt.no er avisens nettportal. I tillegg til at portalen kontinuerlig oppdateres med siste nytt, er det også mulig å kjøpe og lese en komplett elektronisk utgave av papiravisen (eAvis). Besøkstall og inntjening har de siste årene hatt en god vekst. Internet er et satsingsområde for konsernet, og det er særlig debatt og interaktivitet (eksempelvis nettmøter i forbindelser med aktuelle nyhetssaker) som er i fokus framover. Bt.no er det største nyhetsnettstedet utenfor Oslo.

Konsernet har en 11,33 % eierandel i finn.no, den dominerende aktøren i det norske nettannonsemarkedet. BT har franchiserettigheter for finn.no på vestlandet.

TV

Btv er konsernets tv-satsing. Når det ikke sendes egne sendinger, videreformidler selskapet tv-kanalen TvNorges programmer, dette har de konsesjon til å gjøre fram til og med 2009. Selskapet har en målsetting om å fortsette integreringer mellom avis, Internet og tv. Dette er gjort gjennom at tv-selskapet i januar 2005 skiftet navn fra TVHordaland til btv, og gjennomgikk da samtidig en profilendring for å tydeliggjøre Bergens Tidende sin profil. Selskapet har ikke vært fornøyd med resultatutviklingen for tvsatsingen, og det jobbes videre

med utviklingen av den redaksjonelle profilen, utvikling av nye programkonsepter og økt sendetid.

Lokalaviser

I løpet av 2004 og 2005 kjøpte Bergens Tidende seg opp til 100 % eier i tre lokalaviser: Fanaposten AS, Bygdnytt AS og Askøyværingen AS. Alle de tre lokalavisene kommer ut to dager i uken (tirsdag og fredag) og gjennomsnittsoplaget er 13.840 per utgivelsesdag. Opplaget har vært stabilt de siste årene, og målet er å videreutvikle og styrke avisenes posisjon som gode lokalaviser.

Trykkeri

Konsernet har trykkeri i Drotningstveit utenfor Bergen. Her trykkes egne aviser, delopplag for VG, Dagbladet, Dagens Næringsliv, Finansavisen og Vårt Land i tillegg til andre siviltykkoppdrag. 48 % av forbruket står konsernets egne oppdrag for, 17 % av trykt materiale brukes til reklameinnstikk som sendes med BT, 28 % utgjøres av trykkerioppdrag for eksterne aviser, mens de siste 7 % er diverse andre trykkeoppdrag (fordeling for 2006). Totalt antall trykksaker produsert i 2006 var på 109 millioner. I løpet av 2005 og 2006 har det vært gjort utvidelser og oppgraderinger ved trykkeriet, og på grunn av disse oppgraderinger har trykkeriene kapasitet til å ta på seg deltrykk for flere aviser, noe som kan være med å øke inntjeningen ytterligere.

Reklame

Annonser inkluderer både tradisjonelle annonser som finnes rundt inne i avisen og istikk som sendes ved som separate vedlegg til avisen. Konsernet er regionens største reklameformidler, og kan tilby kunder annonsering gjennom flere kanaler (eksempelvis kombinert rubrikkannonse og annonse på finn.no). Denne muligheten for kryssannonsering er med og styrker inntektsgrunnlaget knyttet til reklame.

Distribusjon

I tillegg til Bergens Tidende distribuerer konsernet også avisene Bergensavisen, Dagens Næringsliv, Finansavisen, Vårt Land, Bygdanytt, Nordhordland, Fanaposten, Strilen og Vest Nytt. Budkorpset er i stor grad gått over fra å være hovedsakelig bemannet med skoleungdom og studenter over til et mer profesjonalisert budkorpset, hvor de som bringer avisene rundt har dette som hovedgjøft.

Begensopplevelser

Begensopplevelser AS er et hundre prosent eid datterselskap av Bergens Tidende og ble stiftet i 2004. Visjonen er å være en positiv bidragsyter til utvikling av Bergen som viktig kulturby, og dette gjøres gjennom å initiere, investere i og utvikle kulturprosjekter med tilknytning til byen. Omsetning og resultat har hatt en positiv utvikling siden oppstarten.

BT Respons

BT Respons AS ble stiftet høsten 2006 og skal drive med telefonsalg knyttet til Bergens Tidende, i tillegg til oppdrag for andre mediebedrifter. Drift i selskapet ble startet først i 2007.

2.2.2. Eierskap

De fem største aksjonærene i Bergens Tidende per 31.12.2006:

- § Schibsted ASA – 52,8 %
- § Nya Wermlands Tidningens AB – 20 %.
- § Sparebanken Vest – 9,6 %.
- § Vital Forsikring ASA – 7,9 %.
- § Knut Eide Haugsøen – 3,1 %.

Selskapet har 1.559.250 utestående aksjer, hver pålydende kr 10.

Aksjer kan ikke selges fritt, overdragelse krever samtykke fra selskapets styre. Ved generalforsamlinger gir hver aksje 1 stemme, men ingen kan avgi stemme på egne eller andres vegne for mer enn 1/10 av aksjene.

2.2.3. Nøkkeltall

Nøkkeltall Bergens Tidende								
Bergens Tidende konsern (NOK 1000)								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
Salg av aviser (abo og løssalg)	189.008	197.277	195.529	209.083	212.283	224.169	229.441	
+ Annonseinntekter	351.998	345.239	344.926	346.479	391.325	455.952	504.244	
+ Andre driftsinntekter	105.044	137.719	143.915	140.700	165.793	185.169	213.598	
= Driftsinntekter	646.050	680.235	684.370	696.262	769.401	865.290	947.283	
Driftsresultat	103.195	34.498	22.487	57.605	61.589	119.859	114.139	
Ordinært res før skatt	101.011	29.983	17.217	53.476	61.253	131.989	122.494	
Årsresultat	72.416	20.488	11.743	36.827	42.907	96.828	88.691	
EBIT	16,0 %	5,1 %	3,3 %	8,3 %	8,0 %	13,9 %	12,0 %	
EBITDA	22,7 %	12,1 %	10,4 %	15,2 %	13,5 %	19,1 %	17,1 %	
Totalkapital	757.548	715.949	707.844	679.296	710.959	721.692	749.912	
Egenkapital (majoritet)	276.201	281.101	272.211	280.971	289.195	346.227	385.118	
Egenkapitalandel	36,5 %	39,3 %	38,5 %	41,4 %	40,7 %	48,0 %	51,4 %	

Tabell 2-2: Nøkkeltall Bergens Tidende

De siste årene har både annonseinntekter og opplagsinntekter gått oppover, mens andre driftsinntekter har gått oppover gjennom hele perioden. Annonseinntekter utgjør i 2006 53 % av totale driftsinntekter, så også for Bergens Tidende er det annonseinntekter som er den største inntektskilden. Ved omlegging til tabloidformat, gikk Bergens Tidende over fra å beregne pris på annonser etter volum til å prise basert på oppmerksomhet. Dermed har annonseinntektene vokst også i 2006 på tross av at annonsevolumet har gått ned.

Egenkapitalandelen har (etter en liten nedgang i 2002) steget jevnt, og er per 31.12.2006 på 51,4 %.

2.3. Fædrelandsvennen AS⁸

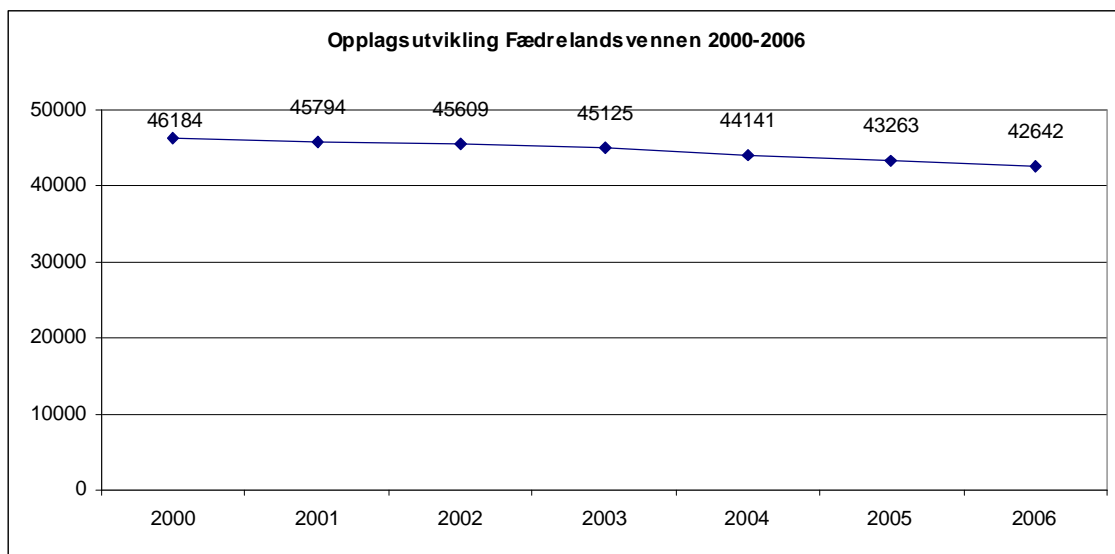
Fædrelandsvennen ble grunnlagt i 1875, og er den ledende mediebedriften på Sørlandet. Konsernets forretningsidé er: "Mediehuset Fædrelandsvennen skal være den ledende mediebedriften i Agder-fylkene. Gjennom avisen og ande kanaler skal bedriften levere nyheter og annen aktuell og etterspurt informasjon. Lønnsom drift skal sikre trygge arbeidsplasser og bedriftens utvikling". Hovedkontoret ligger i Kristiansand.

⁸ Kilde: Fædrelandsvennen årsrapporter 2001-2006.

2.3.1. Virksomhetsområder

Fædrelandsvennen

Hovdevirksomheten har vært og vil i overskuelig framtid være utgivelse av avisen Fædrelandsvennen. Avisen er hovedsakelig en abonnementsavis, i 2006 var 94 % av opplaget til abonnenter. Opplaget er nedadgående, noe det har vært gjennom hele analyseperioden, og endte i 2006 med et gjennomsnittlig dagsopplag på 42.642. I 2006 la avisen om til tabloidformat. Samtidig med denne omleggingen, lanserte Fædrelandsvennen et nytt helgemagasin "God Helg" og et ukentlig boligmagasin. Dette for å forsøke å hindre nedgangen i opplag.



Figur 2-3: Opplagsutvikling Fædrelandsvennen

På tross av nedadgående opplag, har inntektene og resultatet for avisen gått oppover. Dette kommer av at annonsemarkedet har vært voksende, og utgjør dermed en stadig større andel av avisens inntekter (i 2006 sto annonser for 47,7 % av selskapets inntekter). En viktig grunn for at annonsevolumet har gått opp, er at Fædrelandsvennen ble med i annonsesamarbeidet Fire Store (drift i Fire store er gått over til Media Norge Salg AS fra og med 2008) i 2005, annonsevolumet generert av riksmarkedet utgjør 39 % av avisens annonseinntekter i 2006.

Internet

Nyheter formidles også gjennom nettportalen fvn.no, i tillegg er det også satset på en mobil nyhetsportal. For avisens nettsted har besøkstallene gått betraktelig opp, og det satses videre

på å utvikle portalen. Blant annet ble nettportalen redesignet i løpet av våren 2006, og i denne forbindelse ble bemanningen på nett økt. Dette ble gjort i et forsøk på å tiltrekke flere lesere ved å kunne tilby oppdaterte nyheter gjennom hele døgnet. Også inntektene fra annonser i forbindelse med nettportalen har hatt en positiv utvikling. Formidling av nyheter og reklame gjennom nettet er et satsingsområde for konsernet.

TV og radio

Selskapet eier selskapene Radio Sør og TVSør. TV og radioselskapene produserer og distribuer lokalradio og tv i Agder-fylkene. TVSør sender nyheter fem dager i uken, og leverer innslag til nyhetssendinger på tvnorge. Når det ikke sendes lokale sendinger, er det tv-kanalen tvnorges programtilbud som formidles.

Fædrelandsvennen eier også Lokalavisene Lindesnes (eierandel 100 %) og Søgne og Sogndalen Budstikke (57,6 %).

Distribusjon av Fædrelandsvennen gjøres gjennom det heleide datterselskapet Fædrelandsvennen Distribusjon.

2.3.2. Eierskap

De fem største aksjonærene i Fædrelandsvennen per 31.12.2006:

- § Schibsted ASA – 25 %.
- § Johannes Benestad AS – 12,17 %.
- § Ropstad Holding AS – 11,21 %.
- § Litago AS – 7 %
- § Fædrelandsvennens Trykkeri AS – 6,40 %.

Selskapet har 320.000 aksjer, og pålydende er kr 75.

Aksjene er delt i fem aksjeklasser, klasse A-E. Aksjeklasse A-D består hver av 50.000 aksjer, mens klasse E består av 120.000 aksjer. Klasse E har ikke stemmerett, men lik rett til utbytte som klasse A-D.

2.3.3. Nøkkeltall

Nøkkeltall Fædrelandsvennen							
Fædrelandsvennen konsern (NOK 1000)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Salg av aviser (abo og løssalg)	72.498	75.592	77.059	81.792	82.603	92.198	92.925
+ Annonseinntekter	123.670	125.527	122.883	129.940	140.938	177.529	198.925
+ Andre driftsinntekter	42.589	45.267	47.782	50.196	62.448	78.292	125.372
= Driftsinntekter	238.757	246.386	247.724	261.928	285.989	348.019	417.222
Driftsresultat	15.461	-15.942	13.123	23.634	26.108	39.611	27.416
Ordinært res før skatt	15.885	-20.390	3.583	34.431	31.806	51.919	32.496
Årsresultat	11.396	-14.662	2.350	25.927	24.515	38.964	24.596
EBIT	6,5 %	-6,5 %	5,3 %	9,0 %	9,1 %	11,4 %	6,6 %
EBITDA	15,2 %	2,4 %	14,8 %	17,5 %	17,1 %	16,6 %	16,1 %
Totalkapital	297.471	279.219	257.715	256.955	281.433	324.069	327.544
Egenkapital (majoritet)	183.597	157.599	128.026	143.073	143.256	180.997	165.749
Egenkapitalandel	61,7 %	56,4 %	49,7 %	55,7 %	50,9 %	55,9 %	50,6 %

Tabell 2-3: Nøkkeltall Fædrelandsvennen

Også for Fædrelandsvennen er annonseinntekter den viktigste inntektskilden, og står i 2006 for 47,7 % av totale driftsinntekter. Alle inntektsgrupper har gått opp gjennom analyseperioden, til og med for opplagsinntekter på tross av negativ opplagsutvikling. Inntekt per solgt avis har dermed gått oppover. Fædrelandsvennen hadde engangskostnader knyttet til renovering og omstilling i 2001, men etter den tid har driftsresultatet steget jevnt. I 2006 solgte konsernet sin aksjepost i radiokanalen Kanal24 til TV2, noe som resulterte i et tap på 18,7 millioner og er med og trekker ned resultatet for dette året. Finanskostnadene har vært mer ujevne og bidratt til at det ordinære resultatet er litt svingende i vekst. Egenkapitalandelen har svingt noe, men ligger stort sett i overkant av 50 %.

2.4. Stavanger Aftenblad ASA⁹

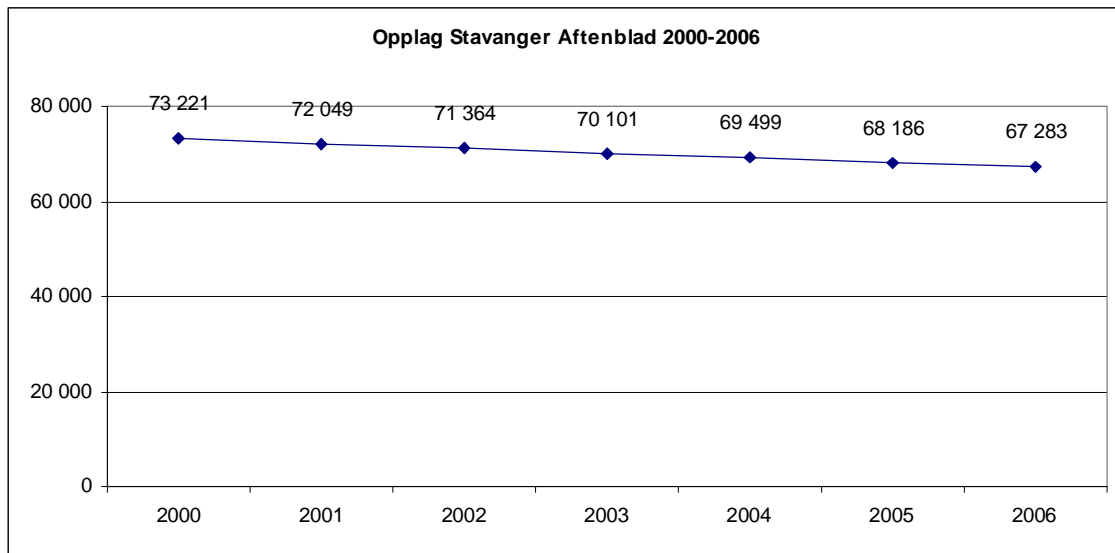
Stavanger Aftenblad ble grunnlagt i 1893. Mediehuset er Rogalands største, og når ut til over 90 % av befolkningen over 12 år i primærområdet. Målsettingen er "Å være Rogalands største og mest effektive formidler av nyheter, meninger, underholdning og reklame". Hovedkontoret ligger i Stavanger, og selskapet er registrert på Oslo Børs.

⁹ Kilde: Stavanger Aftenblads årsrapporter 2001-2006.

2.4.1. Virksomhetsområder

Stavanger Aftenblad

Utgivelse av avisen Stavanger Aftenblad er kjernen i konsernets virksomhet. Avisen, som kommer ut seks dager i uken, er hovedsakelig en abonnementsavis (i 2006 gikk 92 % av gjennomsnittlig dagsopplag til faste abonnenter). Gjennomsnittlig dagsopplag for 2006 endte på 67.283 og opplagstallene har vært inne i en nedadgående trend gjennom hele analyseperioden.



Figur 2-4: Opplagsutvikling Stavanger Aftenblad

På tross av nedgang i opplag, har abonnementsinntekter gått oppover i analyseperioden. Grunnen til dette er delvis at andre aktiviteter som Internet ikke regnskapsmessig er skilt ut som eget driftsområde, og dermed vil positiv utvikling i disse områder trekke omsetning og resultater oppover.

Internet

Nyheter distribueres, i tillegg til i papiravisen, gjennom nettportalen aftenbladet.no. Målet med denne portalen er at brukere skal kunne få nyhetsoppdateringer gjennom hele døgnet, og ikke bare en gang i døgnet gjennom papiravisen. Konsernet driver også med nettradio gjennom både portalen aftenbladet.no og nettradio.no. Siste satsing på nettfronten er å få mulighet til å se på web-tv gjennom nettportalen, dette først og fremst gjennom samkjøring

med TV Vest, et datterselskap i konsernet. Målsettingen på sikt er at aftenbladet.no skal være den mest leste nettavisen i konsernets primærområde.

TV Vest AS

TV Vest er et heleid datterselskap av Stavanger Aftenblad. Selskapet driver med lokaltv i Sør-Rogaland, og dette har den konsesjon til å fortsette med helt fram til og med 2009. Når det ikke sendes egenproduserte sendinger, videreformidles tv-kanalen tvnorges programtilbud.

Stavangerpuls AS

Også Stavangerpuls AS et heleid datterselskap i konsernet. Bedriften står for salg av nettannonser og reklame til aftenbladet.no og finn.no

Stavanger Aftenblad har en eierandel på 11,33 % i selskapet finn.no, den dominerende aktøren i det norske nettannonsemarkedet.

Aftenbladet Trykk AS

Aftenbladet Trykk står for trykking av Stavanger Aftenblad, Rogalands Avis, delopplag av Dagbladet og Dagens Næringsliv samt andre eksterne trykkeoppdrag. Fram til 1.1.2005 lå trykkerivirksomheten under Stavanger Aftenblad ASA, men ble fra 2005 skilt ut i en egen virksomhet.

Norsk Ombæring AS

Norsk Ombæring AS er konsernets selskap for distribusjon av Stavanger Aftenblad og andre aviser til abonnenter. I løpet av første halvår 2006 gikk Stavanger Aftenblad over til å bli en morgenavis. Dette innebærer at mer ressurser må kjøres inn på distribusjon, slik at alle abonnenter får sine aviser før frokost. På grunn av denne omleggingen har Norsk Ombæring det siste året vært inne i en omleggingsfase med en del kostnader knyttet til rekruttering og opplæring av nye bud.

2.4.2. Eierskap

De fem største aksjonærer i Stavanger Aftenblad ASA per 31.12.2006:

- § Schibsted ASA – 32,3 %.
- § Vinkelaften AB – 10,6 %.¹⁰
- § Herenco AB – 10,0 %.
- § Asker og Bærums budstikke ASA – 5,2 %.
- § A/S Amble Invest – 5,0 %.

Selskapet har en aksjeklasse, og antall utestående aksjer er per 31.12.2006 7.319.990.

Pålydende per aksje er kr 1. Det er begrensninger på omsetning av aksjen, da enhver overdragelse må godkjennes av selskapets styre. Styret kan nekte å godkjenne overdragelser om overtakende part innehar, er for en vesentlig del er interessert i eller kan antas å være avhengig av konkurrerende virksomhet. På generalforsamlinger kan ingen aksjonær utøve stemmerett med mer enn 5 % av selskapets aksjekapital.

2.4.3. Nøkkeltall

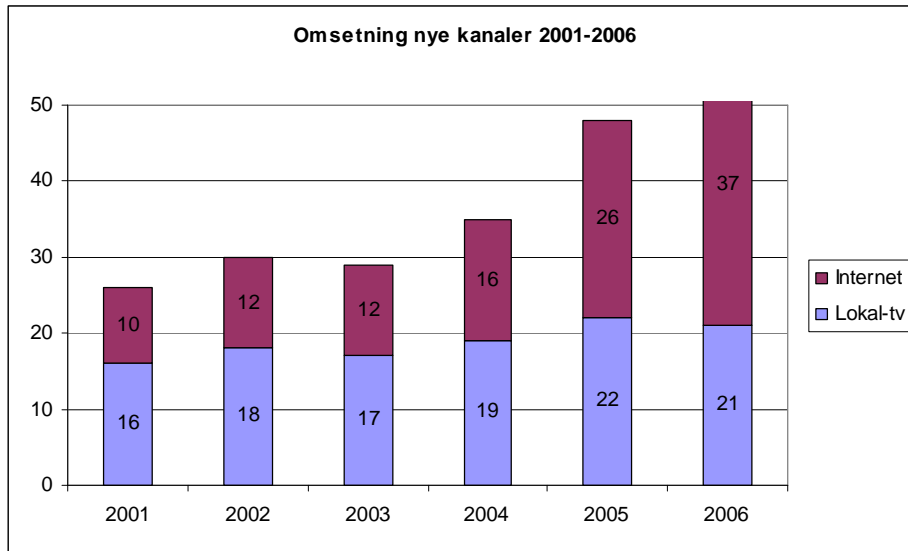
Nøkkeltall Stavanger Aftenblad								
Stavanger Aftenblad konsern (NOK 1000)		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Salg av aviser (abo og løssalg)	128.208	130.882	130.203	137.951	135.350	134.574	134.564
+	Annonseinntekter	284.841	293.191	259.200	266.202	305.761	364.863	432.266
+	Andre driftsinntekter	56.482	63.524	69.966	73.061	64.099	75.078	87.044
=	Driftsinntekter	46.531	487.597	459.369	477.214	505.210	574.515	653.874
	Driftsresultat	32.620	23.517	-44.047	45.149	57.909	80.322	72.949
	Ordinært res før skatt	37.967	28.311	-44.929	55.486	70.648	107.943	96.345
	Årsresultat	27.232	19.743	-32.250	40.557	56.034	84.227	70.927
	EBIT	6,9 %	4,8 %	-9,6 %	9,5 %	11,5 %	14,0 %	12,0 %
	EBITDA	15,0 %	13,1 %	-0,7 %	17,2 %	18,2 %	19,3 %	16,8 %
	Totalkapital	522.676	495.131	461.402	418.396	469.648	501.089	613.605
	Egenkapital (majoritet)	348.514	340.925	228.407	252.702	259.381	268.551	351.051
	Egenkapitalandel	66,7 %	68,9 %	49,5 %	60,4 %	55,2 %	53,6 %	49,7 %

Tabell 2-4: Nøkkeltall Stavanger Aftenblad

Opplagsinntekter har stagnert også i denne avisen, mens annonseinntekter og andre inntekter øker, og sørger dermed for at driftsinntekter for konsernet som helhet øker. Annonseinntekter er den viktigste inntektskilden for konsernet, i 2006 sto annonseinntektene for 66,1 % av

¹⁰ 11. mai 2007 kjøpte Schibsted ASA aksjepostene til Vinkelaften AB og Herenco. Dette gir Schibsted ASA en eierandel på 52,9 % i Stavanger Aftenblad ASA etter 11. mai 2007.

totale driftsinntekter. I tillegg til et økende annonsemarked har dette også sammenheng med at det de senere årene har kommet nye annonsekanaler som også Stavanger Aftenblad utnytter, Internet er den av de nye kanalene som de siste årene har hatt raskest utvikling.



Figur 2-5: Omsetning nye kanaler, Stavanger Aftenblad

2.5. Andre selskaper

2.5.1. Fire Store AS/Media Norge Salg AS

Fire Store AS eies av Adresseavisen, Bergens Tidende, Fædrelandsvennen og Stavanger Aftenblad. Selskapet tar seg av riksannonsemarkedet på vegne av de fire eieravisene. Fra og med 1.1.2008 er aktivitet i Fire Store AS avviklet, og det er etablert et nytt selskap, Media Norge Salg AS. Også Aftenposten er med som eier i dette selskapet. Hver av de fem avisene eier 20 % i dette selskapet, og formålet er det samme som Fire Store AS sitt formål; å koordinere riksannonsemarkedet for eieravisene.

2.5.2. Schibsted ASA

Schibsted ASA er et av Skandinavias ledende mediekonsern, og eier virksomheter innen flere bransjer og i ulike land. I Norge er de eksempelvis inne på eiersiden i landets største avis VG, Schibsted forlagene, og var inntil høsten 2006 inne på eiersiden i tv-kanalen TV2¹¹. Det som er sentralt i denne sammenheng er at konsernet er inne på eiersiden i alle avisene som er med i

¹¹ Kilde: Schibsted Årsrapport 2005, og pressemelding vedrørende salg av andel i TV2.

fusjonssamtaler i Media Norge, og var initiativtakeren til fusjonsforslaget. I følge intensjonsavtale datert 21.9.2006 vil Schibsted ASA være majoritetseier i Media Norge med 50,1 % av aksjene om fusjonen blir gjennomført.

Schibsted har følgende eierandeler i de aktuelle mediehusene:

- § Aftenposten AS – 100 %
- § Bergens Tidende AS – 24,4 % (52,8 % fram til og med generalforsamling hvor det skal taes stilling til etableringen av Media Norge. Per 31.12.2007 hadde Schibsted en eierandel på 74,6 %).
- § Fædrelandsvennen AS – 25,0 %
- § Stavanger Aftenblad ASA – 32,3 %

2.5.3. Finn.no

Finn.no er Norges største nettannonseplass for eiendom, bil, stilling og andre rubrikkannonser. Nettstedet er Norges 5. største regnet etter antall unike brukere, og omsetningsveksten de siste fem årene har gjennomsnittlig vært på 44 %. De ulike avisene sine eierandeler i finn.no skal også legges inn i Media Norge i følge intensjonsavtale av 21.9.2006.

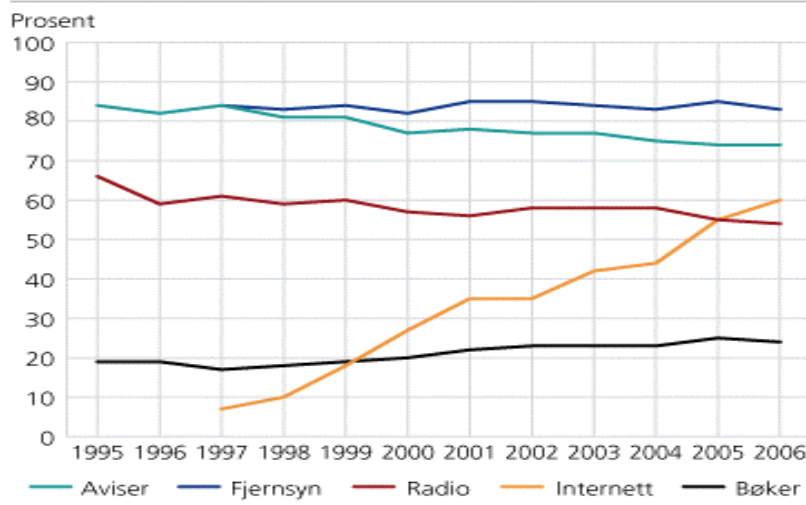
Eierforholdet i finn.no er som følger:

- § Adresseavisen ASA – 11,33 %
- § Aftenposten AS – 62 %
- § Bergens Tidende AS – 11,33 %
- § Fædrelandsvennen AS – 3,99 %
- § Stavanger Aftenblad ASA – 11,33 %.

3. Presentasjon av bransjen

Mediebransjen er preget av at det er store endringer i hvordan nyheter presenteres og konsumeres. Andelen av Norges befolkning som benyttet Internet på en hverdag var i 2006 på 60 %¹². Blant de som daglig benytter Internet har det vært en sterk økning i tilgang på nettet gjennom høyhastighets bredbåndstilkoblinger, 63 % av husstandene med tilgang på nett var i 2006 tilkoblet gjennom bredbånd. Grunnen til denne økningen er en kombinasjon av økt utbygging av bredbåndstilgang, samt at kostnaden for å være tilkoblet har gått nedover.

Andel som brukte ulike massemedier en gjennomsnittsdag, alder 9-79 år. 1995-2006. Prosent

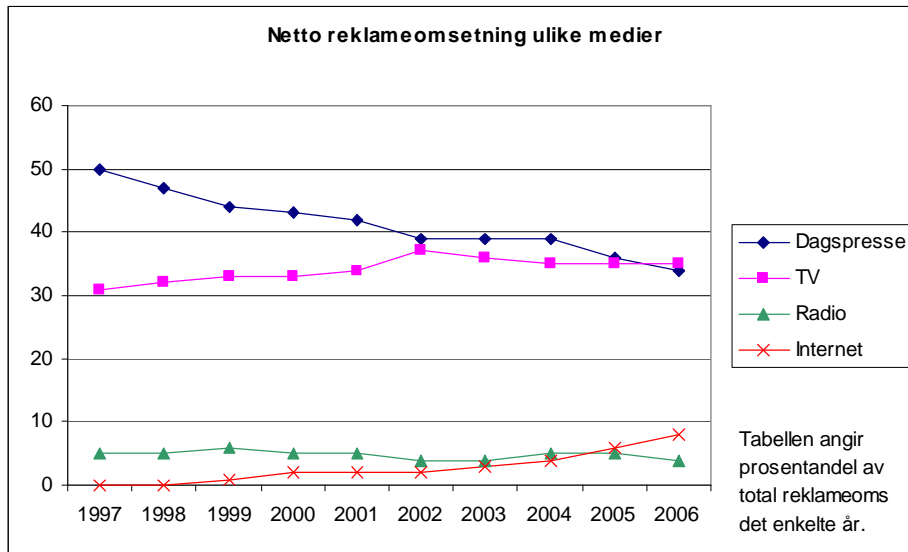


Figur 3-1: Bruk av ulike massemedier

Som en ser av tabellen, så er det en kraftig økning i bruken av Internet, mens avislesing har de senere årene hatt en nedadgående tendens. Selv om pilene peker nedover, leser fortsatt over 70 % av befolkningen aviser daglig, men siden 1997 har tv vært det mest utbredte massemediet.

For mediebransjen utgjør reklameinntekter en voksende andel av inntektsgrunnlaget, altså er de avhengige av å ha en stabil og attraktiv lesermasse for å tiltrekke seg annonsører.

¹² Kilde: Norsk Mediebarometer 2006 utgitt av Statistisk Sentralbyrå.



Figur 3-2: Netto reklameomsetning utvalgte medier

Dagspressen sin andel av det totale reklamemarkedet er på vikende front andelsmessig. I 1997 sto dagspressen for 50 % av reklameomsetningen, mens den i 2006 ligger på 34 %. TV sin andel har vokst seg større enn dagspressen sin omsetningsandel, i 2006 var tv-andelen på 35 %, ett prosentpoeng høyere enn dagspressen. TV og aviser er de suverent største reklamekanalene, radio og Internet blir meget små i forhold. Radio sin andel har ligget stabilt på rundt 5 % den siste tiden, mens Internet har hatt stor vekst, og var i 2006 med en 8 % andel av totalmarkedet større enn radio. Det er forventninger om at Internet som reklamekanal fortsatt vil ha betydelig vekst. Det totale reklamemarkedet har siden 2002 vært voksende, så reduksjon i andel har så langt ikke betydd at inntektene har gått ned, men avisenes posisjon som den største reklameformidler er definitivt tapt.

Endrede medievaner har ført til at avisopplagene har gått ned for de fleste avisene. Som en følge av dette har alle avisene i Media Norge i 2006 gått over til tabloidformat¹³ i et forsøk på å bremse og reversere nedgangen. Intensivert satsing på bilag er også forsøk på å bremse den negative utviklingen.

¹³ Artikkelen "Norge Helt tabloid". Dagbladet fredag 15. september 2006. Avisene Adresseavisen, Bergens Tidende, Fædrelandsvennen og Stavanger Aftenblad la om til tabloidformat den 16. september 2006.

Internasjonalt ser en at gratisaviser er et fenomen som brer om seg, og både i Sveriges og Danmarks hovedsteder er det mange nye gratisaviser som nettopp har etablert seg og konkurrerer om leserne¹⁴. All inntekt genereres da av annonsene i avisene. Selv om annonsene er der inntektene ligger, er det viktig for gratisavisene å ha stoff som gjør at leserne faktisk leser og ønsker avisene, for det er å nå ut til mange lesere som er nøkkelen for gratisavisene for å tiltrekke seg annonsører. En skal ikke se bort i fra at det vil komme forsøk på å etablere gratisaviser også i Norge, og da spesielt i Oslo. Bergens Tidende har i januar 2007 kjøpt en 45 % eierandel gratisavisen Bergen Byavis som distribueres gratis til husstander i Bergen en gang i uken. Dette for å komme inn på gratisavismarkedet, som konsernet ser på både som en utfordrer til betalavismarkedet, men også en mulighet for å øke interessen for avislesning generelt.

Trenden med at annonseinntektene vokser i andel av totale inntekter vil nok fortsette også i framtiden. Fokus for mediehusene vil også trolig rette seg mer inn mot hvordan en kan gjøre seg attraktiv for annonsørene. Dette innebærer ikke at nyhetsstoffet vil komme i annen rekke, tvert i mot. I den mediehverdagen som utvikler seg med stadig flere medier og kontinuerlig tilgang på nyhetsoppdateringer, blir det stadig viktigere å skille sitt produkt fra den store massen og tilby nyheter og meninger spesialtilpasset sitt marked, og at markedet de henvender seg til er et marked annonsørene ønsker å nå ut til.

¹⁴ Artikkelen Gratisaviskrig. Dagens Næringsliv 21. oktober 2006.

4. Valg av verdsettelsesteknikk¹⁵

4.1. Ulike verdsettelsesteknikker

Det er tre hovedtyper av verdsettelsesteknikker som er utbredt: fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. Det som er av størst betydning for hvilken teknikk som bør velges er: hvilken fase i livssyklusen bedriften er i, om det er spesielle verdsettelsesteknikker som er utbredt i markedet bedriften opererer innen og om forutsetningen om fortsatt drift er til stede.

4.1.1. Fundamental verdsettelse

Ved fundamental verdsettelse analyseres underliggende og fundamentale forhold i bedriften gjennom strategisk regnskapsanalyse og utarbeidelse av framtidsregnskap og fremtidskrav.

Fordelen med fundamental er at man gjennom strategisk analyse analyserer bedriften grundigere enn hva som ofte er tilfellet ved de andre verdsettelsesformene. Dermed kan en avdekke forhold av vesentlig betydning for handlingsstrategi. Ulempen er at det er en mer omfattende teknikk som krever et større tallgrunnlag. I tillegg er verdsettelsen i stor grad basert på historiske regnskapstall som kan inneholde målefeil som påvirker verdsettelsen.

4.1.2. Komparativ verdsettelse

Ved komparativ verdsettelse taes det utgangspunkt i verdivurderinger av tilsvarende virksomheter eller eiendeler. Det er to forskjellige modeller for komparativ verdsettelse: multiplikatormodeller og substansverdimodeller.

Komparativ verdsettelse er en utbredt verdsettelsesmetode i praksis. Dette kommer av at det kreves relativt få tall og mindre arbeid enn de to andre verdsettelsesteknikkene krever. Denne enkelheten er også en av ulempene med metoden; ved verdsettelse kan en som analytiker i stor grad kan styre valget av hvilke bedrifter og hvilken multiplikator som skal benyttes og dermed manipulere resultatet slik at det blir i samsvar med egne forventninger. Multiplikatormodeller kan også være med og forsterke en bobletendens i markedet, ved at

¹⁵ Kilde: Forelesningsnotater BUS 425. Regnskapsanalyse og verdsettelse.

overdrevet høy prising på referansebedrifter vil smitte over på verdivurderingen av analysebedriften.

4.1.3. Opsjonsbasert verdsettelse

Ved opsjonsbasert verdsettelse tar en utgangspunkt i fundamental verdsettelse, og gjør tillegg i verdivurderingen for fleksibilitet og andre finansierings- og driftsopsjoner ved opsjonsprising. Verdien av egenkapitalen til et selskap blir dermed: statisk egenkapitalverdi (fundamental verdivurdering) + nåverdien av særlig fleksibilitet (en/flere realopsjoner). En realopsjon er en rett men ikke en plikt til å innen eller på et på forhånd avtalt tidspunkt å kjøpe eller selge et underliggende aktivum til en på forhånd avtalt pris. Et eksempel på en realopsjon kan være at en avis inngår avtale som gir dem rett til å kjøpe en ny trykkemaskin som vil øke avisens trykkerikapitet.

Ved opsjonsbasert verdsettelse er det mulig å få inn verdien av eiendeler som vanligvis ikke kommer inn som en verdi i balansen. Ulempen er at det kan kreve en del informasjon som nødvendigvis ikke er så lett å komme fram til, eller at opsjonsverdien baserer seg for meget på subjektive antagelser som ikke har rot i realiteter. Denne verdsettelsesteknikken er best egnet om det er verdimomenter ved driften ikke kommer klart fram i balanseverdiene som rapporteres i henhold til regnskapsloven.

4.2. Valg av verdsettelsesteknikk

Hvilken verdsettelsesteknikk som er best egnet kommer an på hvilken type bedrift som analyseres og i hvilken bransje bedriften befinner seg i.

- § For bedrifter i introduksjons- og vekstfasen passer komparativ og/eller opsjonsbasert verdsettelsesteknikk best. Bedrifter i disse fasene har begrenset med historiske tall, slik at det er lite nyttig å analysere historisk utvikling. Verdien til selskapet er gjerne knyttet opp mot forventning om framtidig utvikling, og avhengig av hvordan markedsutviklingen til nye produkter blir.
- § For bedrifter som er i en moden fase passer fundamental verdsettelse godt, eventuelt opsjonsbasert verdsettelse om det er særlige opsjonsfaktorer som er viktige for bedriften. Bedrifter i den modne fasen har gjerne vært i markedet en stund, slik at det er mulig å analysere utviklingen ved hjelp av historiske tall. Verdiskapningen er

knyttet opp mot eiendeler og merkevare som er bygd opp/kjøpt, og det er ofte mange andre bedrifter i bransjen som befinner seg i samme stadie av livssyklusen.

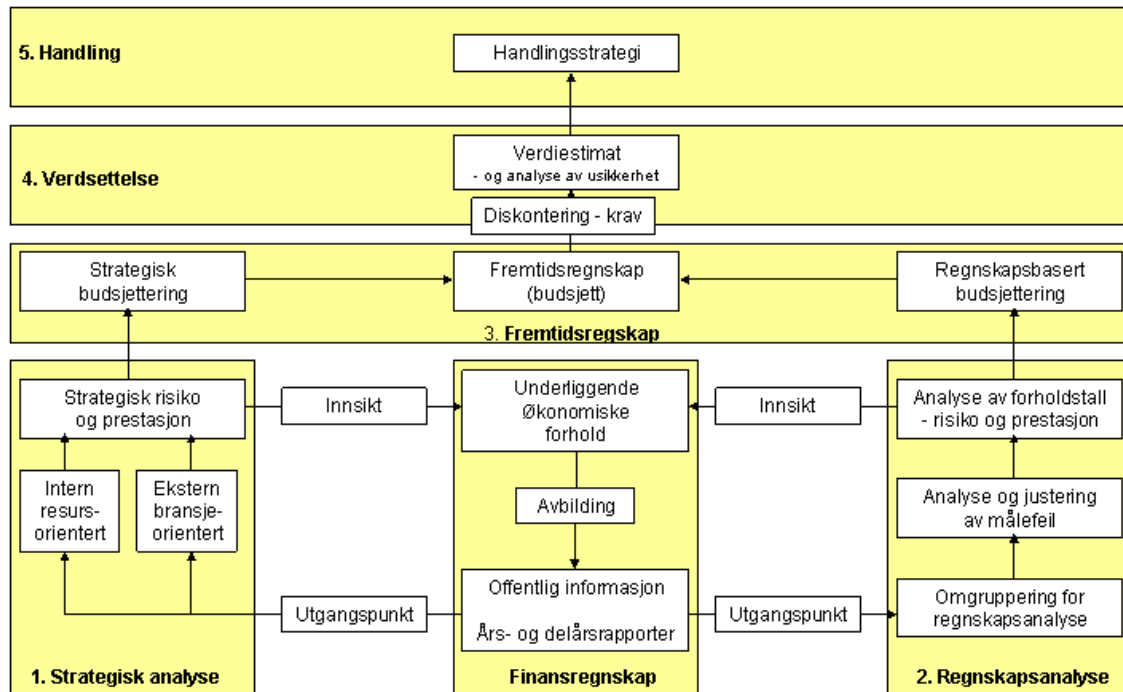
- § For bedrifter i tilbakegang passer også fundamental verdsettelse godt. Også her er det god tilgang på historiske tall, slik at utviklingen over tid kan analyseres, og de fleste konkurrenter befinner seg i samme fase av livssyklusen. Om forutsetningen om fortsatt drift er usikker, bør verdien vurderes ut fra virkelig verdi ved avvikling (komparativ substansverdi) eventuelt inkludert opsjonsverdien av muligheten for å avvikle.
- § Om forutsetningen om fortsatt drift ikke er oppfylt, skal eiendeler og gjeld i følge regnskapsloven vurderes til virkelig verdi ved avvikling¹⁶. Altså vil komparativ substansverdsettelse være best egnet om forutsetning om fortsatt drift ikke er til stede.

Om det er spesielle verdsettelsesteknikker som er særlig utbredt i bransjen, kan det være aktuelt å benytte seg av denne verdsettelsesmetoden også for bedriften som analyseres.

Mediehusene som jeg analyserer i min oppgave befinner seg alle i en moden fase. De har eksistert i lang tid, så det er god tilgang på historiske tall. For avisbransjen er det ikke noen spesiell type verdsettelsesteknikk som peker seg ut, så dette legger heller ikke noen spesielle føringer på hvilken teknikk som bør velges. For alle av bedriftene er heller ingen tegn på at forutsetningen om fortsatt drift ikke er til stede. Derfor velger jeg å benytte fundamental verdsettelse for å verdsette Media Norge.

¹⁶ Regnskapsloven av 17. juli 1998, nr. 56.

4.3. Rammeverk for fundamental verdsettelse



Figur 4-1: Rammeverk for fundamental verdsettelse

Utgangspunktet for fundamental verdsettelse er offentlig informasjon, altså informasjon tilgjengelig for eksterne aktører. Årsrapporter/årsregnskap og eventuelle delårsrapporter er da av særlig betydning da disse skal gjenspeile underliggende økonomiske forhold i bedriften, og framstillingen av rapportene er regulert gjennom lovgivning. Alle aksjeselskap skal utarbeide årsrapport/årsregnskap, børsnoterte selskaper skal også utarbeide kvartalsrapporter.

1. Strategisk analyse. Gjennom strategisk analyse søker jeg å opparbeide meg innsikt om underliggende forhold som er av betydning for hvor lønnsom bedriften er. Det er da sentralt å prøve å finne fram til om det er faktorer ved bransjen generelt og/eller bedriften spesielt som tilsier at framtidig avkastning er eller vil bli større enn avkastningskravene, eller om bedriften har særskilte utfordringer som tilsier at de har eller vil få en dårligere lønnsomhet enn den sammenlignbare bransjen.

2. Regnskapsanalyse. I regnskapsanalysen benytter jeg meg av årsregnskap, regnskapsforståelse og innsikt fra den strategiske analysen for å opparbeide en forståelse av selskapets historiske utvikling, nåværende stilling og muligheter for framtidig utvikling. Det er relevant å vurdere utviklingen i selskapet som verdsettes mot historisk utvikling i de

selskapene som er definert som bransjen. Hvis forholdstall avviker vesentlig fra bransjesnittet bør en forsøke å finne forklaring for dette, for eksempel om bedriften har komparative fortrinn/ulempner som ikke ble avdekket i den strategiske analysen.

3. Framtidsregnskap. Neste trinn i den fundamentale verdsettelsen er å anvende innsikt fra de foregående trinn for så å estimere framtidig utvikling for sentrale forholdstall. Med utgangspunkt i disse forholdstallene utarbeider jeg så et framtidsregnskap.

4. Verdsettelse. Framtidsregnskapet som er utarbeidet diskonteres her til nåverdier ved hjelp av estimerte framtidskrav. Målet er å komme fram til en nåverdi på selskapets egenkapital. Det er to forskjellige hovedmetoder for å komme fram til egenkapitalens nåverdi, egenkapitalmodellen og selskapskapitalmodellen. Ved egenkapitalmodellen verdsettes egenkapitalen direkte, mens ved selskapskapitalmodellen verdsettes egenkapitalverdien indirekte gjennom å først estimere verdien på selskapskapitalen og så trekke fra gjeld og minoritetsinteresser. Jeg velger å benytte en selskapskapitalmetode som tar utgangspunkt i superprofitt til netto driftskapital ved min verdsettelse av selskapene.

5. Handling. Generelt sammenlignes så estimatet på den fundamentale egenkapitalverdien mot selskapets markedsverdi. Målet er å vurdere om selskapet er over- eller undervurdert i dagens marked. Ettersom jeg i min oppgave har som mål å verdsette et framtidig konsern, vil min målsetning for denne delen være å estimere fundamental verdi for Media Norge konsernet.

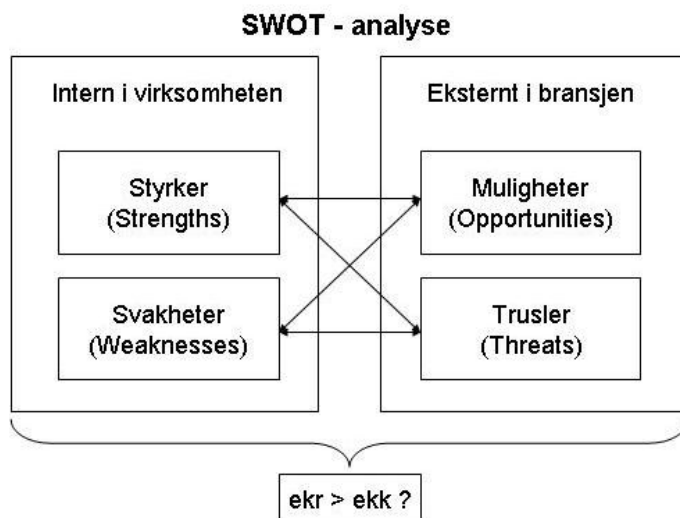
5. Strategisk analyse

Målet med strategisk analyse er å få innsikt i forhold av betydning for bedriftens lønnsomhet. Analysen deles inn i ekstern og intern analyse. Ved ekstern analyse avdekkes forhold av betydning for bransjen generelt, mens ved intern analyse er det bedriften spesielt som det ønskes informasjon om.

I den strategiske analysen velger jeg å se på Media Norge som et konsern, altså er forutsetningen for denne analysen at fusjonen blir gjennomført.

5.1. Rammeverk for strategisk analyse¹⁷

Jeg benytter SWOT-modellen som utgangspunkt for den strategiske analysen. Denne modellen omfatter både den eksterne og interne analysen. Porters 5-krefter rammeverket danner grunnlaget for den eksterne analysen, mens jeg benytter SVIMA-rammeverket ved den interne analysen.



Figur 5-1: SWOT-modellen

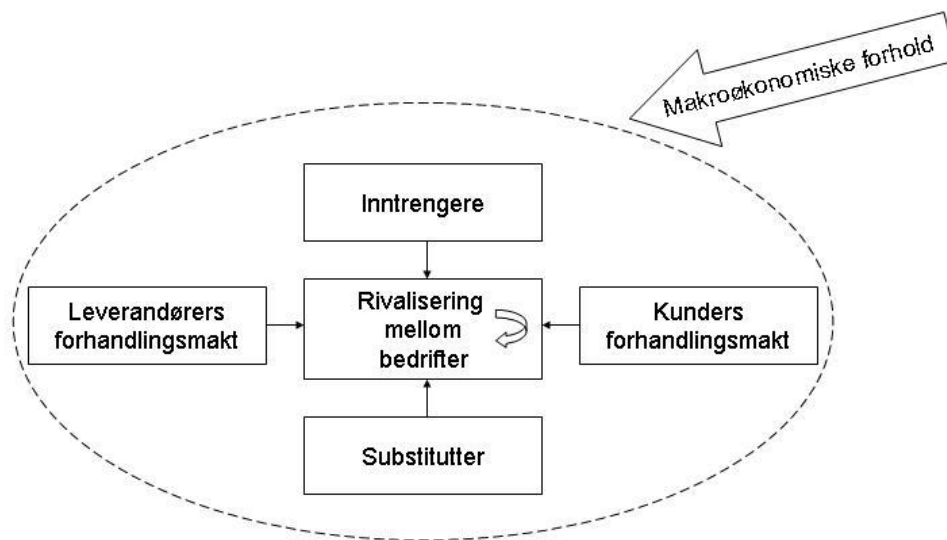
5.2. Ekstern bransjeorientert analyse

Jeg vil her ta for meg momenter som er av betydning for hele bransjen, og hvordan disse momentene vil kunne påvirke Media Norge sin situasjon. I SWOT-modellen utgjør den

¹⁷ Kilde: Hill & Jones 2004 og forelesningsnotater STR 210 NHH vår 2005

eksterne analysen de to delene muligheter og trusler. Positive trekk ved bransjen representerer en mulighet for å øke lønnsomheten, mens trusler kan føre til redusert lønnsomhet.

I Porters 5-krefter rammeverket er det fem forskjellige kategorier av krefter som virker inn på markedets konkurransesituasjon: sannsynligheten for konkurranse fra nye inntrengere og substitutter, leverandørers og kunders forhandlingsmakt og den interne rivaliseringen mellom bedriftene i markedet. Er en konkurransekraft sterk, utgjør dette en trussel for bransjens lønnsomhet, mens en svak konkurransekraft representerer en mulighet for økt bransjemessig lønnsomhet. I tillegg kommer makroøkonomiske forhold som kan være med å påvirke konkurransesituasjonen i bransjen.



Figur 5-2: Porters fem krefter

5.2.1. Inntrengere

Inntrengere er aktører som i dag ikke er i markedet, men som kan gå inn om de ønsker det. Aktører som allerede er i bransjen kan gjennom å etablere ulike hindre forsøke å begrense muligheten/interessen for nyetableringer.

Etablering av gratisaviser er en mulig inntrenger, dette kan skje både gjennom at allerede etablerte aktører innen mediebransjen velger å lansere gratisaviser eller at helt nye bedrifter kommer på banen. Det er særlig i de største byene hvor dette er aktuelt, og det er akkurat i de

største byene i Norge hvor Media Norge sine aviser har sine primærregioner. Om trenden som har utviklet seg i de andre nordiske landene også kommer til Norge¹⁸, kan dette føre til ytterligere og mer markert opplagsnedgang for de eksisterende avisene i de største byene, dette er altså en trussel for Media Norge. En mulig tilnærming til dette er å anse framveksten av gratisaviser som et potensial for å bedriftene å komme i kontakt med nye lesergrupper. Bergens Tidende har eksempelvis valgt å se på gratisaviser som en slik mulighet. De valgte i 2007 å kjøpe en 45 % andel i en gratis avis som en gang i uken distribueres til alle husstander i Bergen¹⁹.

Det å ha godt etablerte merkenavn er ett av de mer effektive stengslene mot økt konkurranse fra nykommere. Alle Media Norge avisene har et veletablert merkenavn, og lesere vet hva de kan forvente å få ved å henvende seg til disse avisene. Lesere vet hvordan avisen er bygd opp, og at mediehusene har fokus på og satser på nyhetsdekning for "sin" region.

Skalafordeler er også en sterk barriere mot nyetableringer som Media Norge kan benytte seg av. Ved å være et stort konsern med store abonnementsbaser, får Media Norge et større opplag å fordele de faste kostnadene på. Ved å være tilstede i flere mediekanaler, er det også mulig å utnytte journalistisk arbeid flere ganger, eksempelvis ved å legge ut deler av artikler skrevet for papiravisen også på nettutgaven av avisen.

Framvekst av gratisaviser og økt konkurranse fra stadig flere nettmedier utgjør en trussel mot Media Norges inntektsgrunnlag og inntekspotensial.

5.2.2. Substitutter

Substitutter er andre produkter som kan tilfredsstille kundens behov. Om det finnes mange og gode substitutter begrenser det en bedrifts mulighet for å øke prisene uten at det går ut over markedsandeler og inntjening. Substitutter finnes både for avislesere og for annonsører, som representerer to ulike kundegrupper for mediehusene.

¹⁸ Artikkelen Gratisaviskrig. Dagens Næringsliv 21. oktober 2006.

¹⁹ Kilde: Bergens Tidende årsrapport 2006.

Med framveksten av Internet som nyhetskanal, har konkurransesituasjonen endret seg for den tradisjonelle avisdriften. På Internet eksisterer det allerede mange, og det kommer stadig flere substitutter for Media Norge sine nettaviser. Utenlandske aviser og andre menings- og informasjonskanaler som blogger og lignende er det mange av på nettet, og de er bare et tasteklikk unna. Byttekostnadene er lavere på nett enn de er for papiraviser, altså må det mer innsats til for å holde på lesere av nettutgaven av en avis enn hva tilfellet er for papirutgaven.

Når det kommer til annonsører er substitutter andre steder å annonsere. Noen muligheter er da å satse på økt bruk av plakatreklamer eller gå inn og være sponsor ved idrettsarrangementer eller kulturarrangementer. Om annonsører velger å i stor skala skifte fokus over mot andre arenaer for annonsering kan dette føre til store inntektsnedganger for mediehusene.

Annonsører kan også velge å annonsere på andre nettstedene en Media Norge avisene sine nettstedene, og dette er en trussel for mediehusene. Om annonsørene kan få mer oppmerksomhet for lavere kostnader er byttekostnaden betraktelig lavere for nettannonsering enn hva den er for papirannonsering. For annonsøren har det lite å si om de viser reklame på forsiden av nettstedet til eksempelvis Bergens Tidende eller om de viser det på fremsiden til en internasjonal blogg. Det sentrale er å tiltrekke seg attraktive og potensielle kunder, og få best mulig eksponering for penger benyttet til annonsering. Dermed er det nok en gang større innsats som kreves for å beholde annonsører på nettmedia enn hva tilfellet er ved papirannonsering.

Framvekst av stadig nye kilder for annonsering og flere kilder til nyhetsoppdateringer utgjør en trussel for Media Norge.

5.2.3. Rivalisering mellom bedrifter

Hvor intens konkurransen er mellom bedrifter er av betydning for hvor lønnsom bransjen er. Er konkurransen sterk, vil lønnsomheten være mer presset enn hva tilfellet er om den interne konkurransen er svak. Faktorene som er av størst betydning for den interne konkurransen er:

- § Markedsstrukturen
- § Etterspørselsforhold
- § Utgangsbarrierer

Markedsstruktur

Markedsstrukturen går på hvordan markedet er sammensatt: hvor mange bedrifter som befinner seg i bransjen og hvor stor andel av totalmarkedet de forskjellige bedriftene har. I et fragmentert marked (mange og små aktører) er ofte produktene like og konkurransen på pris stor, mens i et konsolidert marked (få og store aktører) konkurreres det gjerne på andre aspekter enn kun pris (eksempelvis kvalitet og service).

Mediebransjen i Norge er et konsolidert marked, den består av få og store aktører. Schibsted, A-pressen og Edda Media (tidligere Orkla media før det ble kjøpt av Mecom) er de dominerende aktørene, og disse konsernene har eierandeler i et stort nummer av bedriftene som befinner seg i norsk medieindustri²⁰. Konkurransen mellom aktørene er til dels ganske høy, men på en del lokale plan (lokalaviser) kan det forekomme at flere av de store konsernene har mindre eierposter i de samme avisene.

Etterspørselsforhold²¹

Etterspørselsforhold har mye å si for konkurranseintensiteten. I voksende markeder kan alle bedrifter øke sin fortjeneste fordi totalmarkedet er oppadgående, mens om markedet er stagnerende er en bedrift avhengig av å ta markedsandeler fra sine konkurrenter for å kunne vokse.

Avismarkedet er nedadgående, denne trenden har vist seg over flere år, og ingenting indikerer at denne utviklingen ikke vil fortsette. Utviklingen for papiraviser representerer en mulig trussel for Media Norge.

For tv er andelen som ser tv på en hverdag stabilt høy (85 % i 2006). For at Media Norge sine lokal-tver skal øke sin oppslutning, er de avhengige av å ta seere fra andre kanaler, for det er lite sannsynlig at totalmarkedet for tv-titting vil gå vesentlig opp i den nærmeste tiden (når den allerede ligger på 85 % må folketallet stige kraftig for at totalt antall tv-seere skal stige noe særlig).

²⁰ www.medieregisteret.no

²¹ Kilder for tall: medienorge.uib.no og Statistisk sentralbyrå

For radio ligger andelen som lytter på radio på 54 % i 2006, og i gjennomsnitt sto radioen på i 155 minutter blant de som hørte på radio. Andelen radiolyttere har vært synkende over tid. Mediekanalen radio er en kanal som det er mulig å vokse i både gjennom å kapre lyttere fra andre radiokanaler og gjennom å få økt den totale lyttermassen. Ett område som det er mulig å øke lyttermassen gjennom er distribusjon av radio over nettet. Dette er særlig aktuelt for lokalradioer, som gjennom distribusjon også over Internet kan nå en større potensiell lyttergruppe enn kun den massen som befinner seg innen lokalradioområdet (eksempelvis personer som har flyttet fra sine oppvekstrakter). For å kunne øke sin lyttermasse er det viktig med programmer som lyttere ønsker og faktisk lytter til.

Området Internet er det feltet som har hatt størst framgang den siste tiden, og er også det området det er knyttet størst forventning om framtidig vekst til. Andelen som har tilgang til Internet og tid brukt per dag på Internet har vært voksende de siste årene. I 2006 benyttet 60 % av befolkningen Internet en gjennomsnittsdag. Bruken av Internet til å lese nyheter har i tillegg vært det bruksområdet som har hatt sterktest vekst de siste årene, av de som benytter Internet bruker 60 % nettet for å lese nyhetssider, og 51 % benytter nettutgaver av papiraviser som kilde for sin nyhetslesing. Nyhetsformidling på nett er med andre ord et voksende marked, og det er viktig for mediehusene å være til stede i dette mediet og opprettholde sin posisjon som en ledende nyhetsformidler for både lokale nyheter og sentrale nyheter.

Markedet for papiraviser og tv er stagnert/synkende, så vekst i disse områdene fordrer at en tar brukere fra konkurrenter. For Internet er markedet stigende, så vekst kan komme av både økt totalmarked og gjennom å ta brukere fra konkurrenter. Når det kommer til radio er markedet vært nedadgående, men det er potensial for vekst gjennom å få andelen radiolyttere opp igjen. Papirmarkedet og tv-markedet er en trussel for bransjen og Media Norge, mens økt marked for Internet utgjør en mulighet. Radiomarkedet utgjør også en svak mulighet

Utgangsbarrierer

Utgangsbarrierer går på økonomiske, følelsesmessige eller strategiske forhold som forhindrer et selskap fra å forlate bransjen selv om lønnsomheten ikke er tilfredsstillende. Høye utgangsbarrierer vil føre til at bedrifter drøyer lengre før de velger å gå ut av bransjen, dette fører til at konkurransen i nedadgående bransjer forblir hard lengre enn om barrierene hadde vært lavere.

For aviser er de følelsesmessige aspektene et viktig hinder, særlig for de avisene som har lang eksistenshistorikk (alle avisene i Media Norge har eksistert i over 100 år). Dette aspektet kan få avisene til å fortsette å drive i avisbransjen selv om de økonomisk sett burde trekke seg ut av avisdrift.

Store bransjespesifikke investeringer kan også få en bedrift til å fortsette i en bransje hvor lønnsomheten er for dårlig. For nye aktører som kun satser på elektroniske medier kan dette være tilfellet med store investeringer i merkevareoppbygging eller publiseringsprogramvare. Store investeringer på disse frontene kan få aktøren til å fortsette sin nettsatsing selv om lønnsomheten ikke utvikler seg tilfredsstillende i forhold til målsettinger.

5.2.4. Kunders forhandlingsmakt

Hvor stor en kundes forhandlingsmakt er kommer an på antallet kunder og hvor store de ulike kundene er. Er det mange små kunder, er makten mindre enn om kundene er få og store.

Kunder for Media Norge er både kjøpere/lesere av nyheter og annonsører.

Når det kommer til abonnenter av papiravisene, er disse mange og små. Den enkelte abonnent kan ikke gjøre mye for å presse priser på avisene. Det at en enkelt person avslutter sitt abonnement har ikke veldig stor betydning for en avis sin lønnsomhet, det er først når det blir mange som avbestiller at det merkes. Alle avisene i Media Norge er dominerende aktører i sine områder og er dermed et naturlig valg om den enkelte leser ønsker å oppdatere seg på næryhetsfronten gjennom å lese en avis. Den enkelte abonnent har lite forhandlingsmakt og representerer ingen trussel. Når det kommer til nettaviser er det også her mange og små lesere. Det er mye lettere for store grupper å ved ett museklikk velge andre leverandører. Altså vil mediehusene måtte bruke større ressurser på å beholde en leser på nett enn hva tilfellet er for papirmedier.

Annonsører er den andre sentrale kundegruppen for mediehusene. Annonsører er færre og større enn hva tilfellet er for lesere, og har dermed større forhandlingsmakt enn hva lesere har. Lokale annonsørers forhandlingsmakt reduseres gjennom at det enkelte mediehus er en dominerende aktør i sitt nærmiljø og gjennom at mediehuset også har kontrollen over flere mediekanaler (avis, nett, lokaltv og lokalradio). For lokale annonsører er altså forhandlingsmakten relativ liten. Når det kommer til nasjonale annonsører, er disse gjerne større og færre. For å redusere disses forhandlingsmakt, har mediehusene i Media Norge

annonsesamarbeid gjennom selskapet Fire Store AS (fra og med 2008 gjennom selskapet Media Norge Salg AS som erstattet Fire Store AS). Ved å samkjøre sin virksomhet på denne måten, har også de nasjonale annonsørens forhandlingsposisjon blitt svekket. Annonsører som kommer gjennom dette annonsesamarbeidet står for en stor andel av avisenes totale inntekter, og det enkelte mediehus forhandlingsmakt overfor nasjonale annonsører hadde vært betraktelig svekket om det ikke hadde vært for dette samarbeidet.

Kunders forhandlingsmakt representerer ingen stor trussel for Media Norge.

5.2.5. Leverandørers forhandlingsmakt

Hvor stor leverandørers forhandlingsmakt er kommer, på samme måte som for kunder, an på hvor store og hvor mange leverandører som det er i markedet. Mange og små betyr at makten er redusert (bra for aktuell bedrift) mens få og store betyr at den enkelte leverandør sin makt blir større.

Den suverent viktigste innsatsfaktoren innen nyhetsformidling er de ansatte. Uten journalister, fotografer, grafikere og andre ansatte hadde det ikke vært særlig med nyheter å presentere. De ansatte i mediebransjen er godt organiserte gjennom ulike interesseorganisasjoner, og dermed er deres forhandlingsmakt høy. Er en ansatt ikke fornøyd med sine arbeidsbetingelser, kan vedkommende velge å si opp sin stilling, og dermed ta med seg all sin ekspertise og erfaring ut av mediehuset. Dette kan være særlig ille om det er snakk om høyt kvalifisert og høyt profilerte medarbeidere. Om ansatte krever for gode betingelser i forhold til mediehusenes inntjening, kan dette representere en trussel for Media Norge. Se for øvrig også internanalyse for kommentar angående ansatte.

Når det kommer til funksjoner som trykking og distribusjon, har de fleste avisene i Media Norge løst dette gjennom vertikal integrasjon. Den enkelte avis sitter som eier og driver av trykkeriene og står selv for å bringe avisene rundt til abonnenter.

5.2.6. Makroøkonomiske forhold

Makroøkonomiske forhold er politiske, lovmessige eller andre samfunnsmessige forhold som kan påvirke et markeds konkurransesituasjon.

Det overveiende hinderet for etablering av Media Norge har kommet som følge av lovmessige forhold. Det har vært store forsinkelser knyttet til gjennomføring av fusjonen, særlig på grunnlag av at Medietilsynet opprinnelig ikke godkjente fusjonen.

Medietilsynet kan med henvisning til Medieeierskapsloven²² gripe inn og nekte en fusjon som vil føre til at en bedrift får betydelig eierstilling i det nasjonale mediemarkedet. Betydelig eierstilling innebærer kontroll over en andel på 1/3 eller mer av det samlede dagsopplaget for dagspressen. I følge beregninger gjort av Medietilsynet vil Schibsted ha en eierandel på 34 % om Media Norge fusjonen gjennomføres (beregnet med utgangspunkt i dagsopplagstall fra 2006). Loven åpner for at et selskap kan inneha kontroll over 1/3 om eierskapet ikke undergraver Medieeierskapslovens formål om en presse som fremmer ytringsfriheten og sikrer et allsidig medietilbud. Medietilsynet forbød opprinnelig i vedtak av 2. juli 2007²³ Media Norge fusjonen. Denne avgjørelsen ble klaget inn til Klagenemnda for Eierskap i Media som i vedtak av 26. februar 2008²⁴ omgjorde Medietilsynets forbud mot fusjonen. Vilårene som er satt for å tillate fusjonen er at Schibsted selger hele sin eierpost i Adresseavisen ASA og selger seg ned til maksimalt 40 % eierandel i Harstad Tidende. Videre skal det i alle fire aviser opprettes uavhengige stiftelser som mellom annet skal godkjenne alle beslutninger knyttet til ansettelse av ansvarlige redaktører og alle endringer i den enkelte avis sin publisistiske plattform.

Konkurransetilsynet vurderte også å forby fusjonen med det grunnlag at det nye konsernet ville få en dominerende stilling innen trykkerimarkedet for riks- og dominerende regionaviser²⁵. Konkurransetilsynet har også satt betingelser for gjennomføring av fusjonen. Alle trykkeriene skal her opprettholde gitte betingelser angående priser og varighet av trykkeriavtaler med andre riks og regionsaviser. Disse betingelsene er med og reduserer Media Norge sitt potensial for å øke fortjeneste knyttet til trykkeritjenester.

²² Medieeierskapsloven av 13. juni 1997, nr. 53.

²³ Vedtak i medhold av medieeierskapsloven § 9 om inngrep mot etableringen av Media Norge av 2. juli 2007.

²⁴ Vedtak i klage over Medietilsynets forbud mot etableringen av Media Norge ASA

²⁵ Vedtak V2007 -13 – Media Norge ASA (...) inngrep mot foretakssammenslutning” av 11. juni 2007.

Norsk økonomi er inne i gode tider, det har lenge vært oppgangstider og sysselsettingen er høy. Dette påvirker særlig avisene gjennom at oppgangstider generelt også fører til økning i annonse- og reklamevolum. Reklamer og annonser har stått for en stadig økende andel av totale inntekter for mediehusene i Media Norge de siste årene, og dermed vil en fortsatt økning i annonsemarkedet merkes godt på bunnlinsen for konsernet.

5.3. Intern ressursorientert analyse

Gjennom den interne analysen er målet å finne fram til ressurser som setter Media Norge i en posisjon som muliggjør/forklarer bedre lønnsomhet enn bransjen. Jeg vil her gå gjennom ulike ressurser som Media Norge innehar, og som jeg mener utgjør en styrke for konsernet. Den interne analysen utgjør i SWOT-modellen komponentene styrker og svakheter.

Jeg benytter SVIMA-verktøyet for å vurdere hva slags fortrinn de ressursene jeg vurderer som strategisk viktige utgjør. Følgende fem kriterier legges til grunn ved en SVIMA-analyse²⁶:

- § Sjelden: Ressursen må være sjelden for at den skal utgjøre et fortrinn.
- § Viktig: Om ressursen ikke er viktig for kostnads- eller inntektsnivå, kan den ikke utgjøre et konkurransefortrinn.
- § Ikke imiterbar: Ressurser som konkurrenter lett kan kopiere/substituere, kan ikke forklare et varig konkurransemessig fortrinn.
- § Mobilisert: Ressursen må være utnyttet i den forstand at den skaper økonomiske verdier for bedriften.
- § Appropriert: Om det er bedriften selv som sitter igjen med de økonomiske verdier som ressursen skaper.

Alt ettersom hvilke av de overstående fem kriterier er oppfylt, kan ressursens fortrinn grovt sett klassifiseres etter følgende tabell.

²⁶ Jakobsen og Lien – ”Ekspansjon – strategi for forretningsutvikling”. Gyldendal Fakta 2001

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 5-1: SVIMA-klassifisering

De ressursene jeg ser nærmere på er alle viktige, mobiliserte og approprierbare. Dermed vil jeg bare gå nærmere inn på om den enkelte ressurs er sjelden eller ikke-imiterbar. Altså vil de ressursene jeg går nærmere inn på utgjøre en paritet, et midlertidig fortrinn eller et varig, beholdt fortrinn.

5.3.1. Kryssbruk av materiale

Gjennom å være inne i flere mediekkanaler – som radio, tv, Internet og papir – er det mulighet for å utnytte produsert nyhetsmateriale flere ganger. En sak kan publiseres på nett med en gang den har inntruffet, altså kontinuerlig nyhetsoppdatering gjennom hele døgnet. I papirutgaven kan en lage mer dybde- og bakgrunnsartikler om siste døgns nyheter. Samtidig kan en legge ut klipp av levende bilde og lyd på nettstedet, klipp som er produsert for lokal-tv sendingene og/eller radiosendingene. På denne måten kan en journalists arbeid brukes flere ganger.

Denne ressursen er verken sjelden eller ikke-imiterbar. De fleste mediehus har mulighet for og utnytter denne muligheten for kryssbruk. Om muligheten for kryssbruk ikke hadde vært til stede, kunne det utgjort en konkurransemessig ulempe, men denne ressursen kan ikke danne grunnlag for en rentabilitet ut over normalen i bransjen. Ressursen er en paritet.

5.3.2. Merkevarer

For alle mediehusene som er med i Media Norge er det papiravisen og navnet som er flaggskipet. Alle avisene har lange tradisjoner og et velkjent og veletablert merkenavn. De har gjennom sin lange fartstid opparbeidet seg en posisjon som den største lokalnyhetsformidler i sine respektive regioner.

Et sentralt moment for å holde på lesere er at man blir vant til hvordan en avis er lagt opp, hvordan nyheter presenteres og at en vet hvordan formidlingen er i omfang og nøyaktighet. Når det kommer til nett, har gjerne folk en tendens til å foretrekke en avis de har kjennskap til fra før, altså er det en fordel å bygge opp under et merkenavn en har opparbeidet seg gjennom papiravisen. Det at lesere er vant og godt innforstått med hvordan "sin" lokalavis presenterer nyhetene er meget viktig for å forhindre at lesere bytter til andre nyhetsformidlere.

Denne ressursen er både sjelden og ikke-imiterbar. Den er sjelden i den forstand at om noen bestemmer seg for å gå inn og konkurrere i en eller flere av regionene hvor Media Norge har avis, så vil den nye konkurrenten måtte bygge seg opp et nytt merkenavn, og dette er noe som tar tid. Merkevarer er også beskyttet mot plagiering, og er dermed også ikke imiterbar. Dette er et varig, beholdt fortinn.

5.3.3. Størrelse

Gjennom å slå seg sammen vil Media Norge blir en stor aktør i markedet. Det er mulig å rasjonalisere deler av driften gjennom samkjøring av aktiviteter. Eksempelvis kan avisene ved store idrettsarrangementer og kulturhendelser rasjonalisere ressursbruk ved å sende journalister som lager saker for alle avisene. Det er også lettere for en stor aktør å framforhandle gode avtaler enn hva tilfellet er om en skulle kommet til et forhandlingsbord som flere mindre aktører.

Ved å opprette konsernet Media Norge vil det også åpne seg muligheter gjennom at konsernet vil få en betraktelig større finansiell kapitalbase enn det enkelte mediehus sitter med. Det å ha en solid finansiell kapital er viktig for å kunne gå inn og satse på nye trender og retninger i mediebildet. Hvordan hadde eksempelvis avisenes posisjon vært i dag om de ikke hadde hatt kapital til å satse på nett? Dette er en viktig ressurs, men ressursen er ikke sjelden. De fleste mediehusene i Norge har en sunn økonomi og kapital nok til å kunne gå inn i nye satsinger.

Verken ressursen størrelse eller finansiell kapital er sjelden. Som påpekt under den eksterne analysen er mediebransjen i Norge bestående av få og store aktører. Ressursene er også imiterbare. Konkurrenter kan også velge å fusjonere om de ser at det er åpenbare og store fordeler ved å organisere seg som større aktører. Ressursene er pariteter.

5.3.4. Ansatte

Ansatte er en av de viktigste ressursene for mediehusene. Mediebransjen er en arbeidsintensiv bransje, en journalists jobb kan ikke gjøres av en maskin. For en bedrift er det ikke bare å ansette en ny medarbeider og forvente at vedkommende fra første stund er en ressurs som vet alt som forventes av den ansatte og kjenner til bedriftens uskrevne rutiner og regler. Det tar tid å bygge opp effektive og viktige ansatte, og det er viktig at konsernet evner å holde på sine medarbeidere, ellers kan de i verste fall plutselig bli en ressurs for konkurrenter.

De ansatte er en sjelden ressurs ved at det tar tid, innsats og kapital å ansette og lære opp nye medarbeidere. Det er også alltid en viss risiko for at nyansatte medarbeidere viser seg å ikke innfri som forventet eller slutte. Dermed er gode og kompetente ansatte en sjelden ressurs. Av de samme grunner er ressursen de ansatte utgjør også til en viss grad vanskelig å imitere. En ansatt som er en stor ressurs ett sted, trenger ikke nødvendigvis å være en like god medarbeider i en annen bedrift. Ressursen de ansatte utgjør er et varig, beholdt fortrinn.

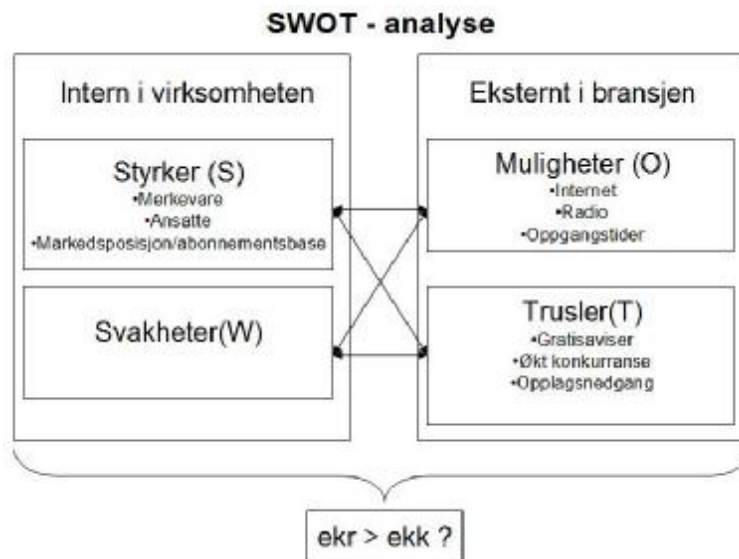
5.3.5. Markedsposisjon/abonnementsbase

Det enkelte mediehus har en stor fordel ved at de har en stor abonnementsbase. Dette sikrer at publikasjonene blir solgt (det trengs ikke sensasjonsoverskrifter hver dag for å tiltrekke kjøpere, noe som til en viss grad er tilfellet for rene løssalgsaviser). Ved å levere ut avisene rett til den enkelte husstand tidlig om morgenen, forsikrer også avisene seg om at det er deres publikasjon som er den første plassen mange går for å oppdatere seg på nyhtesfronten. Dette gjør også at annonsører ser på avisene som et velegnet sted for å sette inn reklamer. Så lenge det er etterspørsel etter papiraviser levert rett til døren, så vil avisenes posisjon representere et konkurransefortrinn. Fordelen ved å ha en stor abonnementsbase er også til stede selv om fokus i større og større grad går over mot andre mediekanaler. Basen kan utnyttes til å kjøre målrettede informasjonskampanjer for de andre og nye mediekanaler som det enkelte mediehus satser på (eksempelvis ved å annonsere for og henvise til sine nettutgaver i papiravisen/henvise til at det er ytterligere og kontinuerlig oppdatert informasjon vedrørende omtalte saker på avisens nettsted).

Markedsposisjon/abonnementsbase er et sjeldent og vanskelig imiterbart fortrinn i den forstand at de enkelte mediehusenes markedsposisjon er bygd opp over lang tid, og dermed er det ikke bare for en ny konkurrent å komme på markedet og forvente at det vil strømme til nye lesere. Det er ikke bare for en ny avis å etablere seg i eksemplis Stavanger og forvente

at lesere av Stavanger Aftenblad vil strømme til og kjøpe/lese den nye avisen. Men om den nye aktøren klarer å overbevise byens befolkning om at det nye produktet er minst like bra som Aftenbladets, vil ressursens fordel være borte. Ressursen utgjør et midlertidig til varig fortrinn.

5.4. Oppsummering av strategisk analyse



Figur 5-3: Oppsummering SWOT-analyse

De største mulighetene er knyttet til veksten i forbindelse med Internet, og til en viss grad også muligheten for å øke innen radio. Det siste positive trekket er at det er oppgangstider og økning i annonseetterspørselen, noe som medfører fortsatt mulighet for økning i fortjeneste for Media Norge.

Det som kan true lønnsomheten for Media Norge er at opplaget for papiraviser er på vikende front, samtidig som det er en betraktelig større konkurranse knyttet til å vokse på Internet hvor det er mange tilbydere og lav bytteterskel for brukere av nettaviser. Dette er samtidig den kanalen hvor veksten er størst.

Medieeierskapslovgivningen var opprinnelig et stort usikkerhetsmoment som kunne sette en stopper for hele fusjonsprosessen, og som har ført til at fusjonsprosessen har tatt betraktelig lenger tid enn opprinnelig planlagt. Først i februar 2008 kom Klagenemnda for Eierskap i Media fram til at fusjonen, på gitte vilkår, kan tillates.

De ressursene som jeg har identifisert som varige, beholdte fortrinn bør Media Norge forsøke å utnytte så godt som mulig. Media Norge bør sørge for å bygge videre på de etablerte

merkevarene i den videre satsingen innen nye medier. Det er viktig å forsøke å holde på og bygge under posisjonen som den ledende nyhetsformidleren i de regionene hvor Media Norge er tilstede. Sist, men ikke minst, er det viktig å være oppmerksom på at de ansatte er nøkkelressurs for konsernet, og at de er essensielle for å kunne levere det produktet som kundene/leserne etterspør.

6. Regnskapsanalyse

Målet med regnskapsanalysen er å danne seg et bilde av den historiske utviklingen, den nåværende stilling og framtidig utviklingspotensial for Media Norge avisene. Ved regnskapsanalysen benytter jeg meg hovedsakelig av årsregnskap, kvartalsrapporter og innsikt som jeg har fått gjennom den strategiske analysen.

6.1. Forberedelse til regnskapsanalyse²⁷

Før jeg begynner med selve regnskapsanalysen, må følgende momenter avklares:

- § Fokus for analysen
- § analysenivå
- § analyseperiode
- § valg av komparativ bransje.

6.1.1. Analysefokus

Valg av analysefokus kommer an på hva analysen skal brukes til. Det er mange interessenter knyttet til en bedrift, og alle har ulike behov for informasjon. Eksempler på interessenter er ansatte, leverandører, konkurrenter, myndigheter og eiere. Regnskapsanalyse er særlig aktuelt for innskytere av kapital i bedriften, enten gjennom lån (kreditororientert analyse) eller gjennom investering (investororientert analyse).

Kreditororientert analyse er aktuelt for eksisterende og potensielle långivere. Långivere er primært interessert i å vurdere selskapets evne til å overholde sine låneforpliktelser. De ønsker informasjon som kan benyttes for å avgjøre om de skal låne ut penger til selskapet og hvilken kredittrisiko som bør prises inn i lånerenten.

Investororientert analyse er aktuelt for eksisterende og potensielle investorer. Investorer er primært interessert i å vurdere selskapets evne til å tjene penger og evnen til å oppnå avkastning ut over avkastningskravet. De ønsker informasjon som kan benyttes for å vurdere om de skal kjøpe seg opp/inn eller selge seg ned/ut av virksomheter.

²⁷ Forelesningsnotater BUS 425, NHH våren 2006. Kjell H. Knivsflå

Målet med min oppgave er å estimere verdien av konsernet Media Norge. Det fokuset som passer best til dette er et investororientert fokus. Jeg velger derfor å benytte investororientert analyse i oppgaven.

6.1.2. Analysenivå

Om en bedrift driver innen flere forskjellige forretningsområder, kan det være hensiktsmessig å analysere hvert område separat. Problemet knyttet til dette er at det ofte er begrenset regnskapsinformasjon knyttet til de ulike forretningsområdene, noe som vanskeliggjør denne oppdelingen. Dette er tilfellet for bedriftene jeg analyserer. Det er i høyden oppgitt delvise tall for de ulike segmentene (som regel det bare spesifisert inntekter for hvert segment, mens kostnader og andre poster ikke er fordelt). Om jeg skal gjøre en fordeling av kostnader, vil denne fordelingen nødvendigvis basere seg på skjønnsmessig fordeling. Ved å gjøre dette risikerer jeg å komme fram til tall som i liten grad reflekterer faktiske forhold. Jeg vurderer derfor at det er mer hensiktsmessig å legge analysenivået på bedriftsnivå i denne oppgaven.

6.1.3. Analyseperiode

Hvor lang analyseperiode som bør velges, kommer an på hvor stabil virksomheten som analyseres har vært over tid. For virksomheter som har vært relativt stabile, bør det benyttes en lang analyseperiode, gjerne på rundt 10 år. Om virksomheten derimot er labil på grunn av stadige oppkjøp og inntreden i nye forretningsområder, bør det brukes en kortere analyseperiode, rundt 4 år, siden eldre regnskapstall da ikke er særlig relevante i forhold til dagens situasjon for bedriften.

Alle mediehusene i Media Norge har lang eksistens, og det er dermed god tilgang på historiske regnskapstall. Siden mediesituasjonen er i rask endring, med framvekst av nye medieområder, er ikke veldig gamle tall gode indikatorer på hvordan framtidig utvikling vil bli. Jeg velger derfor å benytte en analysehorisont på 6 år, altså perioden 2001-2006.

6.1.4. Komparativ bransje

Jeg velger å sammenligne de fire mediehusene som skal inngå i Media Norge mot hverandre. I tillegg lar jeg Adresseavisen inngå i bransjen.

6.2. Omgruppering for investororientert analyse

Regnskapstall som de er rapportert i årsregnskapene til mediehusene finnes i appendiks 1. Oppstillingsplanen etter god regnskapsskikk og etter regnskapsloven §§ 6-1 og 6-2 har et kreditororientert fokus. Fokuset er på om verdiskapningen er større enn kostnaden ved bruk av gjeld, og i balanseoppstillingen er eiendeler gruppert etter hvor likvide de er (fordeling i omløpsmidler og anleggsmidler), og gjeld er gruppert etter forfall. For å tilpasse til et investororientert perspektiv, omgrupperer regnskapsoppstillingene som er presentert i selskapenes årsregnskap.

Omgrupperingen for investororientert analyse er gjort etter følgende fire steg (Penman 2003):

- § Omgrupper avsatt utbytte fra gjeld til egenkapital
- § Kartlegg ”dirty surplus” og klassifiser dette som resultatelement
- § Skill mellom normalt og unormalt resultat
- § Skill mellom drift og finansiering

6.2.1. Omgrupper avsatt utbytte fra gjeld til egenkapital

Etter god regnskapsskikk og N-GAAP²⁸ føres avsatt utbytte som kortsiktig gjeld. Om man har et investororientert fokus, blir denne klassifiseringen ikke korrekt. Utbytte er en utbetaling av overskudd til aksjeeiere, men aksjeeierne er også de som eier selskapet. En kan verken ha til gode eller skyldte penger til seg selv. Dermed omklassifiserer jeg avsatt utbytte fra kortsiktig gjeld til egenkapital. Etter IFRS²⁹ gjøres det ikke avsetninger for foreslått utbytte, fra og med 2005³⁰ skal alle bedrifter som er børsnoterte utarbeide rapporter i samsvar med IFRS-rammeverket.

I appendiks 2 presenteres de omgrupperte endringene i egenkapital for avisene.

²⁸ N-GAAP: Norwegian generally accepted accounting standards.

²⁹ IFRS: International Financial Reporting Standards

³⁰ Alle børsnoterte selskaper har i sine årsrapporter for 2005 også laget oppsett for 2004 i samsvar med IFRS for å opplyse om sammenlignbare tall. Jeg har valgt å benytte disse omarbeidede 2004-tallene i regnskapsanalysen.

6.2.2. Kartlegg ”dirty surplus” og klassifiser dette som resultatelement

I henhold til regnskapslovens § 4-3 skal som en hovedregel alle inntekter og kostnader resultatføres³¹. Dermed skal i teorien egenkapital endre seg av kun to grunner:

- § Opptjening av egenkapital gjennom nettoresultat
- § Kapitalendring

”Dirty surplus” er et brudd på dette kongruensprinsippet og skjer ved at kostnader og inntekter blir ført direkte mot egenkapitalen eller ikke i det hele tatt blir regnskapsført (”hidden dirty surplus”). ”Dirty surplus” kan utgjøre store beløp, særlig i forbindelse endring av regnskapsprinsipper.

Følgende bemerkes når det gjelder ”dirty surplus” for mediehusene (kommentarer henviser til presentasjon av egenkapital i appendiks 1):

- § For Stavanger Aftenblad er ”dirty surplus” posten føring direkte mot egenkapital.
 - Året 2004 er litt spesielt på grunn av omlegging fra N-GAAP til IFRS. Etter N-GAAP klassifiseres avsatt utbytte som kortsiktig gjeld, mens dette ikke gjøres etter IFRS. Av denne grunn blir ”dirty surplus” for 2004 lik føring direkte mot egenkapital minus betalt utbytte.
- § For Aftenposten er ”dirty surplus” de to postene endring i regnskapsprinsipp og føring direkte mot egenkapital.
- § ”Dirty surplus” for Bergens Tidende og Fædrelandsvennen er posten føring direkte mot egenkapital.

6.2.3. Skill mellom normalt og unormalt resultat

Unormale poster er poster som bare virker inn på et eller et fåtall perioder, og som dermed ikke er relevante i forhold til budsjettering og framskriving. Det normaliserte resultatet er mest hensiktsmessig ved framskriving, mens det fullstendige resultatet er aktuelt å bruke ved risikoanalyse. Unormalt resultat kan deles inn i unormalt finansresultat og unormalt driftsresultat.

³¹ Loven angir følgende andre føringer som kan/skal føres direkte mot egenkapital: virkning av endring i regnskapsprinsipp og korrigerende av feil i tidligere års regnskap.

Unormalt netto finansresultat		
	Unormale finansinntekter	UFI
-	Unormale finanskostnader	UFK
=	Unormalt finansresultat	UFR
-	28 % skatt på unormalt finansresultat	0,28*UFR
+	Ekstraordinært og diskontinuerlig netto finansresultat	ENFR
+	Finansielt "dirty surplus"	FDSP
=	Unormalt netto finansresultat	UNFR

Tabell 6-1: Unormalt netto finansresultat

Finansielle forhold danner som regel ikke grunnlag for utsatt skatt/skattefordel, dermed er skattesatsen 28 %, som er selskapsskattesatsen i Norge. Finansielt "dirty surplus" er 0 for alle bedriftene jeg analyserer. Dette kommer av at jeg ikke har noen informasjon om hvor stor andel av den identifiserte "dirty surplus" som er finansiell og hvor stor andel som er driftsrelatert, og dermed har jeg valgt å behandle all identifisert "dirty surplus" som driftsrelatert.

Unormalt netto driftsresultat		
	Unormale driftsinntekter	UDI
-	Unormale driftskostnader	UDK
=	Unormalt driftsresultat	UDR
-	driftsrelatert skatt på unormalt driftsresultat	dss*UDR
+	Unormalt nettoresultat fra driftstilknyttet selskap	UNDRT
+	Ekstraordinært og diskontinuerlig netto driftsresultat	ENDR
+	Driftsrelatert "dirty surplus"	DDSP
-	Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	(dss-ndss)*DR
=	Unormalt netto driftsresultat	UNDR

Tabell 6-2: Unormalt netto driftsresultat

Driftsskattesatsen (dss) er den rapporterte skattesatsen for bedriften det enkelte år.

$$dss = \frac{SK - 0,28 * (FR + UFR)}{DR + UDR}$$

SK = rapportert skattekostnad, FR = finansresultat (finansinntekter – finanskostnader), UFR = unormalt finansresultat, DR = driftsresultat, UDR = unormalt driftsresultat.

Normalisert driftsskattesats (ndss) er den gjennomsnittlige driftsskattesatsen over analyseperioden

$$ndss = \frac{dss_1 + dss_2 + \dots + dss_T}{T} \text{ hvor T er antall perioder.}$$

Spesifikasjon av unormalt netto driftsresultat for det enkelte mediehus i Media Norge finnes i appendiks 3.

6.2.4. Skill mellom drift og finansiering

I investororientert analyse er det interessant å se hvor mye driften kaster av seg, og hvor store kostnader det er knyttet til finansieringen av bedriften. Av denne grunn omgrupperer jeg resultatregnskapene slik at det blir tydelig skille mellom drift og finansiering, og balansen omgrupperes slik at fokuset ligger på netto driftskapital og ikke finansiell kapital.

Omgrupperte regnskapstall for bedriftene finnes i appendiks 4.

6.3. Analyse og justering av målefeil

Målefeil kan grovt sett deles i tre kategorier:

- § Målefeil som oppstår på grunn av bruk av korrekt historisk kost.
- § Målefeil på grunn av ”feil” bruk av korrekt historisk kost ved praktisering av god regnskapsskikk.
- § Kreativ regnskapsføring.

Målet med justering er å få årsregnskapstall som bedre gjenspeiler den underliggende økonomiske situasjonen i selskapene. Å få til dette er en ambisiøs målsetting. I praksis er det vanlig å kun justere svært åpenbare feil. Om en bør justere eller ikke, er det delte synspunkter på.

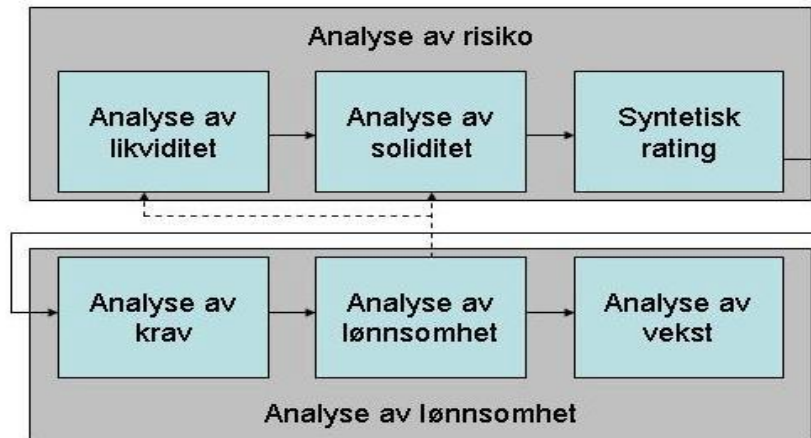
Hovedargumentet mot å justere er at kostnaden er større enn nytten. Som ekstern analytiker har jeg dårligere informasjon om interne forhold enn de som utarbeider regnskapet, dessuten har målefeil en tendens til å viske hverandre ut. Dermed vil forsøk på å justere ikke nødvendigvis redusere støyen i tallene, man risikerer isteden å innføre mer støy.

Hovedargumentet for justering er at nytten er større enn kostnaden. Ofte er potensialet for målefeil i regnskapstallene stort, særlig i forbindelse med immaterielle eiendeler. En hver velbegrunnet justering vil være med å redusere målefeilene og føre til bedre tall å basere videre analyse på.

Mitt synspunkt er at kostnaden ved justering oftest er større enn nytten. Dermed velger jeg å ikke justere regnskapstallene for eventuelle målefeil.

6.4. Forholdstallsanalyse

I de neste to kapitlene vil jeg gjennomføre en forholdstallsanalyse. Målet med forholdstallsanalysen er å få innsikt i underliggende økonomiske forhold hos bedriftene i Media Norge. Forholdstallsanalysen deles inn i risikoanalyse og lønnsomhetsanalyse, i henhold til figur nedenfor.



Figur 6-1: Rammeverk for forholdstallsanalyse

7. Analyse av risiko

Risikoanalysen deles inn i tre deler:

- § Likviditetsanalyse. Fokuset her er på kortsiktig kredittrisiko, om bedriften har likvide midler til å dekke krav ved forfall.
- § Soliditetsanalyse. Her fokuserer jeg på langsiktig kredittrisiko, om bedriften har økonomiske ressurser til å stå i mot lengre perioder med tap.
- § Likviditetsanalysen og soliditetsanalysen oppsummeres gjennom en syntetisk rating. Her graderes bedriftene i forhold til forholdstallene som jeg regnet ut i de to første delene av risikoanalysen.

7.1. Tidsvekting

I tillegg til å finne forholdstall for den enkelte periode, utarbeider jeg også et tidsvektet gjennomsnitt for den enkelte bedriften og bransjen. Grunnen til at jeg benytter et tidsvektet snitt og ikke vanlig gjennomsnitt, er at jeg ønsker å legge mer vekt på de siste observasjonene fordi jeg anser at de senere årene er mer relevant for framtiden.

Ved tidsvekting, benytter jeg følgende vekting:

År	Vekt
2001	0,12
2002	0,14
2003	0,16
2004	0,18
2005	0,20
2006	0,20
Sum	1,00

7.2. Likviditetsanalyse

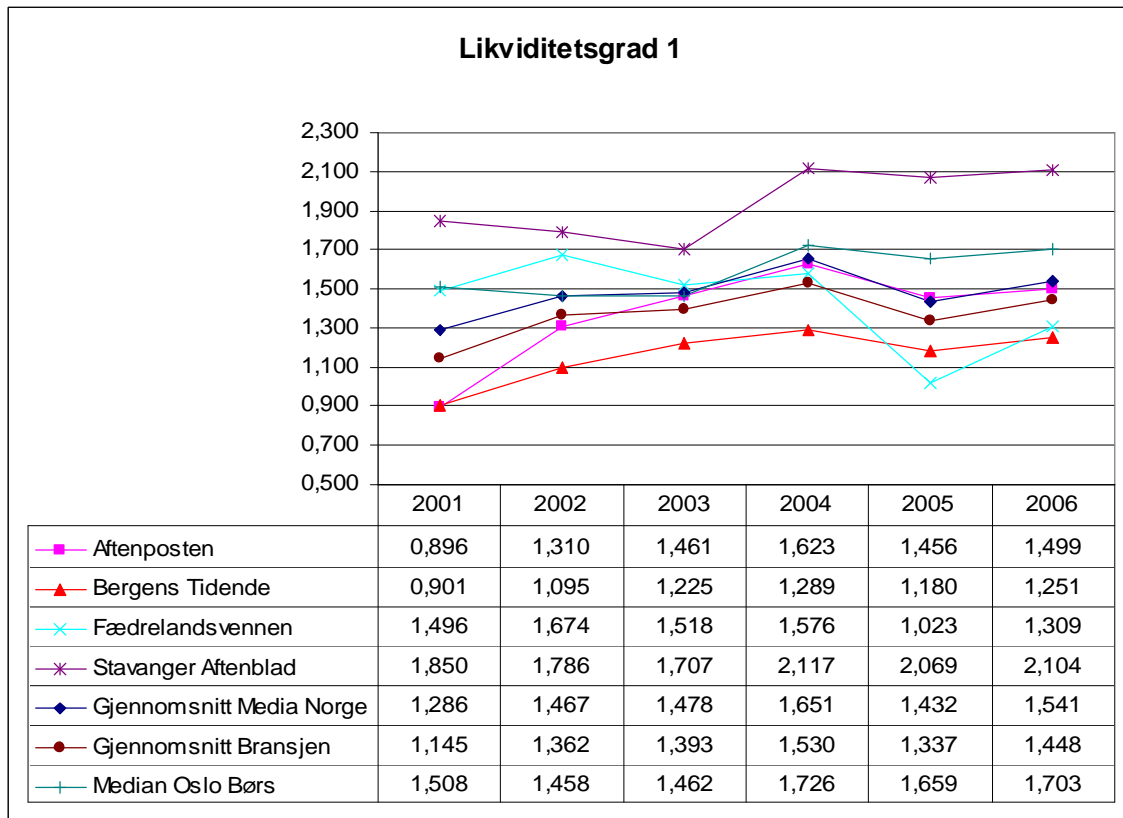
Gjennom diverse forholdstall og kontantstrømoppsett søker jeg ved likviditetsanalysen å danne meg et bilde av om de forskjellige bedriftene har likvide midler til å dekke krav ved forfall.

7.2.1. Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 (lg1) er hvor stor andelen omløpsmidler er i forhold til kortsiktig gjeld. Lg1 angir med andre ord hvor stor andel de mest likvide eiendeler er i forhold til gjeld med kort

forfallstid. $lg1_t = \frac{DOM_t + FOM_t}{KDG_t + KFG_t}$, DOM = driftsrelaterte omløpsmidler, FOM = finansielle

omløpsmidler, KDG = kortsiktig driftsrelatert gjeld, KFG = kortsiktig finansiell gjeld.



Figur 7-1: Likviditetsgrad 1

Gjennomsnitt Media Norge er det gjennomsnittlige årlige snittet til de fire Media Norge avisene. Gjennomsnitt bransjen er det gjennomsnittlige årlige snittet til Media Norge avisene pluss Adresseavisen. Gjennomsnittstall for Oslo Børs³² er også tatt med.

§ Medianen for mediebedrifter som var registrert på Oslo Børs var 1,266 for perioden 1993-2006.

³² Knivsfå, BUS 424 høsten 2007. Forelesningsnotater.

- § Gjennomsnittlig tidsvektet likviditetsgrad 1 for Media Norge bedriftene er for analyseperioden 1,488
- § Gjennomsnittlig tidsvektet snitt for bransjen er 1,383.

Likviditetsgrad 1 for Aftenposten har vært stigende i første del av analyseperioden, før den i 05 og 06 har stabilisert seg på et nivå rundt 1,5. Det tidsvektede snittet er på 1,407 for Aftenposten, høyere enn tidsvektet snitt i bransjen, og medianen for mediebedrifter på Oslo Børs. Alt i alt har utviklingen av likviditetsgrad 1 vært bra for Aftenposten, og det ligger nå på et tilfredsstillende nivå.

Bergens Tidende har gjennom hele perioden ligget under snittet både for bransjen og for Oslo Børs. Etter et lite tilbakefall i 2005 har forholdstallet gjennom analyseperioden vært oppadgående. Tidsvektet snitt for Bergens Tidende er på 1,176, lavere enn både snittet for bransjen og medianen for mediebedrifter på Oslo Børs. Alt i alt er likviditetsgrad 1 noe svak for Bergens Tidende.

For Fædrelandsvennen sin del har likviditetsgrad 1 ligget stabilt rundt og over 1,5, men i 2005 gikk forholdstallet ned til 1,023. Denne store nedgangen er ikke bra, men når vi ser på 2006, ser det ut som nedgangen i 05 var mer et engangstilfelle enn starten på en trend. Det tidsvektede snittet for bedriften er 1,407, altså høyere enn både bransjesnittet og medianen for mediebedrifter på Oslo Børs. Hele analyseperioden sett under ett er likviditetsgrad 1 tilfredsstillende for Fædrelandsvennen.

Stavanger Aftenblad er den av bedriftene i Media Norge med absolutt høyest likviditetsgrad. Den har gjennom hele perioden ligget godt over alle medianer og snitt som jeg sammenligner med. Når det kommer til den tidsvektede likviditetsgrad 1, så er den 1.961, også dette godt over både bransjesnitt for analyseperioden og alle mediebedrifter på Oslo Børs. Likviditetsgrad 1 er for Stavanger Aftenblad meget god, og har til og med vært oppadgående gjennom analyseperioden.

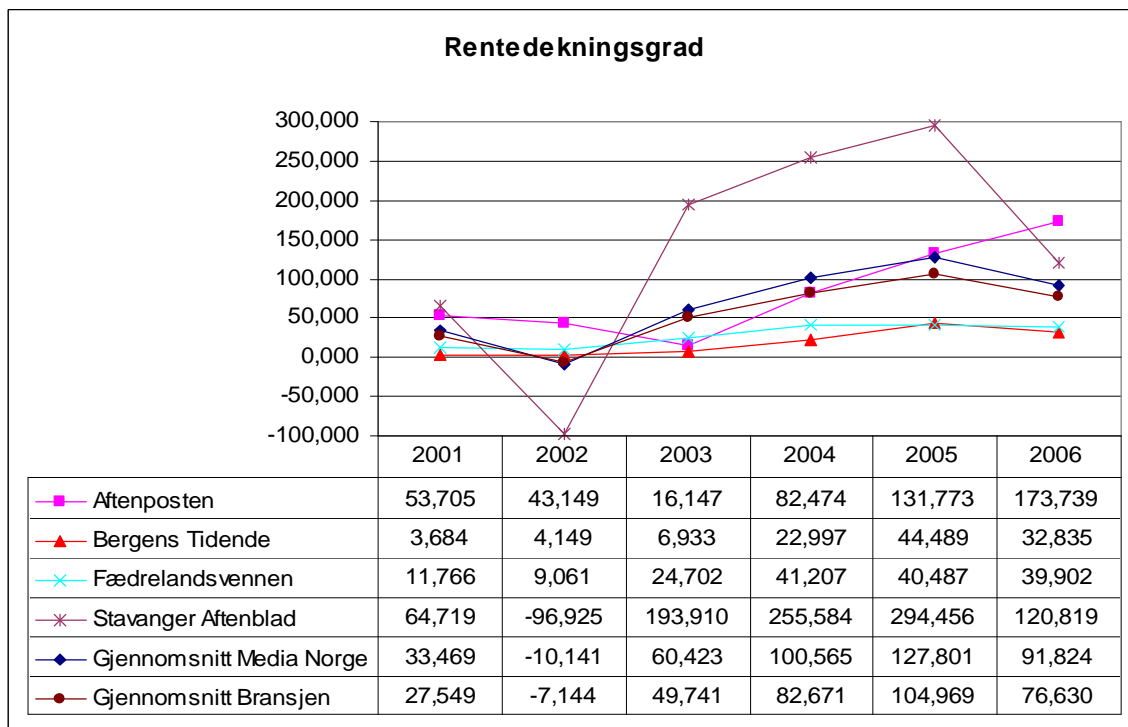
7.2.2. Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgrad (rdg) er hvor stor netto driftsresultat og netto finansinntekter er i forhold

til netto finanskostnad. $rdg_t = \frac{NDR_t + NFI_t}{NFK_t}$. NDR = Netto driftsresultat, NFI = Netto

finansinntekt, NFK = Netto finanskostnad.

Rentedekningsgrad gir informasjon om evnen til å betjene finansielle kostnader. Dess større rentedeckningsgraden er, dess bedre. En rentedeckningsgrad under 1 er ikke bra, ettersom det betyr at en må ty til låneopptak eller tære på egenkapitalen for å betjene de finansielle kostnadene. Ett problem som er knyttet til forholdstallet rentedeckningsgrad er at det ikke tar hensyn til avdrag, det er kun dekningen av finanskostnader som det sees på.



Figur 7-2: Rentedekningsgrad

Median rentedeckningsgrad for mediebedrifter på Oslo Børs i perioden 1999-2004 var på 7,041. Det tidsvektede gjennomsnittet for bedriftene i bransjen jeg har definert var for perioden 2001-2006 61,465.

Aftenposten ligger godt over gjennomsnittet gjennom både år for år, og perioden sett under ett – tidsvektet rdg er 91,017. Trenden har, med unntak av 2003, vært oppadgående.

Bergens Tidende har også hatt en stigende trend for rentedekningsgraden, helt fram til 06 hvor det har vært en nedgang. Tidsvektet gjennomsnitt er 21,737 for Bergens Tidende, noe som er godt over medianen for mediebedrifter på Oslo Børs, men lavere enn gjennomsnittet for bransjen i analyseperioden

Også for Fædrelandsvennen sitt vedkommende har trenden vært oppadgående helt til 2004, hvor forholdstallet har stabilisert seg på rundt 40. Tidsvektet snitt for perioden er på 30,128.

Nok en gang er det Stavanger Aftenblad som (sammen med Aftenposten) trekker opp gjennomsnittet for Media Norge. Bortsett fra i 2002, hvor rentedekningsgraden var svært lav på grunn av negativt driftsresultat, så har Stavanger Aftenblad hatt den suverent høyeste rentedekningsgraden. I 2006 har forholdstallet blitt redusert til om lag en tredjedel av nivået foregående år. På tross av denne sterke reduksjonen, er rentedekningsgraden ekstremt solid for selskapet, det er intet som tyder på problem med å betjene gjelden. Det tidsvektede snittet er, på tross av stor negativ verdi i 2002, på 154,283 langt over medianen for mediebedrifter på Oslo Børs, og bransjesnitt for analyseperioden.

7.2.3. Kontantstrøm

Gjennom å sette opp en kontantstrømoversikt som fokuserer på likviditet, kan jeg få oversikt over og innsikt i hvilke kilder som skaper verdier i selskapene.

Det som er av betydning i denne kontantstrømoppstillingen, er hvordan nivået og utviklingen er for:

- § Fri kontantstrøm fra drift. Her kan jeg se om verdiskapningen fra driften er positiv, med andre ord om hovedgesjeften er lønnsom.
- § Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift. Her ser jeg hvor mye som er igjen etter at ekstern finansiering har fått sitt. Er denne positiv innebærer det at bedriften er finansiert på en måte slik at driften genererer mer verdier enn det den koster å drive.
- § Fri kontantstrøm til finansiell investering. Hvor mye som er igjen etter at også aksjeeiere har fått utbytte. Er dette en negativ størrelse betaler bedriften ut mer i utbytte enn det den får inn det enkelte år. Negativt beløp her over lengre perioder innebærer at eierne taper bedriften for verdier.
- § Endring i finansielle eiendeler. Hvor mye som er igjen i bedriften til å bygge opp finansielle reserver. Dess større finansielle eiendeler, dess bedre rustet er selskapet til

å kunne entre nye forretningsområder eller gjøre nyinvesteringer om det skulle bli nødvendig.

Fri kontantstrøm med fokus på likviditet, Aftenposten								
Aftenposten konsern (NOK 1000)		2001	2002	2003	2004	2005	2006	
	Netto driftsresultat	NDR	27 786	61 719	36 102	87 111	171 334	206 334
+	Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-50 903	-46 340	1 303	-149 313	79	7 670
-	Endring i netto driftseiendeler	ΔNDE	-45 525	-81 879	31 922	-36 597	64 132	-14 039
=	Fri kontantstrøm fra drift	FKD	22 408	97 258	5 483	-25 605	107 281	228 043
-	Netto finanskostnad	NFK	1 022	1 970	3 456	1 181	1 401	1 293
+	Endring i finansiell gjeld	ΔFG	-10 460	-106 250	-2 555	14 683	190 113	-20 657
-	Netto minoritetsresultat	NMR	-3 590	2 023	9 772	20 957	37 282	44 134
+	Endring i minoritetsinteresser	ΔMI	9 225	1 853	6 997	20 717	6 168	-20 887
=	Fri kontantstrøm til ek fra drift	FKED	23 741	-11 132	-3 303	-12 343	264 879	141 072
-	Netto betalt utbytte	NBU	14 599	-752	-5 229	4 177	159 968	110 286
=	Fri kontantstrøm til fin invest fra drift	FKFI	9 142	-10 380	1 926	-16 520	104 911	30 786
+	Netto finansinntekter	NFI	27 122	23 281	19 704	10 274	13 296	18 332
+	Unormalt netto finansresultat	UNFR	0	-853	839	1 331	6 180	0
=	Endring i finansielle eiendeler	ΔFE	36 264	12 048	22 468	-4 916	124 387	49 118
+	Finansielle eiendeler 01.01	FE[t-1]	36 927	73 191	85 239	107 707	102 791	227 178
=	Finansielle eiendeler 31.12	FE[t]	73 191	85 239	107 707	102 791	227 178	276 296

Tabell 7-1: Kontantstrøm, Aftenposten

For Aftenposten har kontantstrømmen fra drift vært positiv gjennom hele analyseperioden bortsett fra i 2004. Grunnen til at fri kontantstrøm var negativ i 2004 skyldes hovedsakelig at selskapet dette året endret regnskapsprinsipp knyttet til bokføring av pensjoner. Etter bunnpunktet i fri kontantstrøm fra drift i 04, har det gått oppover igjen de to siste årene i analyseperioden.

For det meste har Aftenposten betalt ned på sin finansielle gjeld, men i 2005 økte gjelden kraftig. Dette har sammenheng med at dette året det krevdes investeringer for å legge om til tabloidformat i denne perioden.

Negativt netto betalt utbytte – som tilfellet var i 2002 og 2003 – innebærer at aksjonærene betaler inn penger til selskapet (dette ble gjort gjennom konsernbidrag).

Fri kontantstrøm til finansielle investeringer er også positivt gjennom hele analyseperioden bortsett fra i 2002 og 2004. I alle andre år har altså har Aftenposten betalt ut mindre til långivere og aksjonærer enn hva de har fått inn fra driften. Aftenposten har gjennom hele perioden bygd opp sin base av finansielle eiendeler og sitter per 31.12.2006 med i overkant av MNOK 276 i finansielle eiendeler. Av dette utgjorde kontanter og bankinnskudd 92,5 %. Med andre ord har mediehuset bygd seg opp en god beholdning av finansielle eiendeler, og vil ikke ha noen problemer med å betale krav etter hvert som de forfaller eller ha problemer med å gjennomføre nyinvesteringer om det skulle bli behov for det.

Fri kontantstrøm med fokus på likviditet, Bergens Tidende								
Bergens Tidende konsern (NOK 1000)			2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Netto driftsresultat	NDR	24 998	27 830	40 507	56 053	88 133	79 636
+	Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-1 033	-12 496	-390	-12 156	5 696	3 217
-	Endring i netto driftseiendeler	ΔNDE	7 806	-35 250	8 650	-30 325	32 252	19 559
=	Fri kontantstrøm fra drift	FKD	16 158	50 584	31 467	74 222	61 578	63 294
-	Netto finanskostnad	NFK	7 948	7 510	6 273	2 521	2 148	2 685
+	Endring i finansiell gjeld	ΔFG	-844	-6 305	-3 604	-7 979	-44 351	-6 420
-	Netto minoritetsresultat (inkl. evt. unormalt res.)	NMR	-184	-538	0	0	0	0
+	Endring i minoritetsinteresser	ΔMI	-210	-487	0	0	0	0
=	Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift	FKED	7 340	36 819	21 590	63 721	15 078	54 189
-	Netto betalt utbytte	NBU	20 816	15 593	20 582	28 067	35 083	42 100
=	Fri kontantstr til fin inves fra drift	FKFI	-13 476	21 226	1 008	35 654	-20 005	12 089
+	Netto finansinntekter	NFI	4 287	3 331	2 983	1 932	7 451	8 523
+	Unormalt netto finansresultat	UNFR	0	0	0	0	0	0
=	Endring i finansielle eiendeler	ΔFE	-9 189	24 557	3 991	37 586	-12 554	20 612
+	Finansielle eiendeler 01.01	FE[t-1]	93 361	84 172	108 729	112 720	150 306	137 752
=	Finansielle eiendeler 31.12	FE[t]	84 172	108 729	112 720	150 306	137 752	158 364

Tabell 7-2: Kontantstrøm, Bergens Tidende

Også hos Bergens Tidende er fri kontantstrøm fra drift positiv, det samme er tilfellet for fri kontantstrøm til egenkapital fra drift. Bergens Tidende har betalt ned på sin gjeld over hele perioden, endring i finansiell gjeld er hele tiden negativ. Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift er positiv, altså er driften lønnsom selv etter at långivere har blitt betalt. I 2001 og 2005 betalte Bergens Tidende ut mer i utbytte enn den frie egenkapitalen som ble generert det året, dermed blir fri kontantstrøm til egenkapital fra drift negativ disse to årene. Mediehuset har, analyseperioden sett under ett, økt beholdningen av finansielle eiendeler, noe som er bra i forhold til å kunne betjene gjeld ved forfall. Det er også en fordel for å kunne gjøre eventuelle nye investeringer som selskapet ser nødvendig.

Fri kontantstrøm med fokus på likviditet, Fædrelandsvennen								
Fædrelandsvennen konsern (NOK 1000)		2001	2002	2003	2004	2005	2006	
	Netto driftsresultat	NDR	9 498	10 234	18 130	23 370	29 757	34 618
+	Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-21 343	-1 131	-39	-2 837	140	-14 364
-	Endring i netto driftseiendeler	ΔNDE	22 108	-11 939	-10 676	3 256	44 315	63 505
=	Fri kantanstrøm fra drift	FKD	-33 953	21 042	28 767	17 277	-14 418	-43 252
-	Netto finanskostnad	NFK	1 076	1 387	844	605	809	924
+	Endring i finansiell gjeld	ΔFG	16 402	-6 295	-595	7 269	12 898	15 319
-	Netto minoritetsresultat (inkl. evt. unormalt res.)	NMR	-132	-156	-65	0	655	63
+	Endring i minoritetsinteresser	ΔMI	173	-193	-64	-118	1 514	-761
=	Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift	FKED	-18 322	13 323	27 329	23 824	-1 469	-29 681
-	Netto betalt utbytte	NBU	10 121	11 162	32 003	11 333	24 366	16 000
=	Fri kontantsr til fin invest fra drift	FKFI	-28 443	2 161	-4 674	12 491	-25 835	-45 681
+	Netto finansinntekter	NFI	3 159	2 331	2 714	1 552	2 979	2 271
+	Unormalt netto finansresultat	UNFR	-5 286	-7 813	5 903	3 156	6 691	2 311
=	Endring i finansielle eiendeler	ΔFE	-30 570	-3 321	3 944	17 198	-16 165	-41 099
+	Finansielle eiendeler 01.01	FE[t-1]	121 144	90 574	87 253	91 197	108 395	92 230
=	Finansielle eiendeler 31.12	FE[t]	90 574	87 253	91 197	108 395	92 230	51 131

Tabell 7-3: Kontantstrøm, Fædrelandsvennen

Driften har kastet positivt av seg for Fædrelandsvennen i perioden 2002-2004, i 01 og 05-06 har driften generert negative kontantstrømmer. I 2001 var det store engangskostnader som førte til negativ kontantstrøm, mens i 2005 og 2006 har det vært kjøp av driftseiendeler som førte til at kontantinnstrømmingen ble negativ. Dette er i stor grad knyttet til at selskapet i disse to årene har økt satsing på nett og redesigning av nettsider og grafisk layout (mellom annet omlegging til tabloid i 2006). Kun i 2002 og 2003 har Fædrelandsvennen redusert sin finansielle gjeld, men den har økt i de resterende periodene. Altså har selskapet investert en god del i løpet av analyseperioden. I 2001, 2003, 2005 og 2006 betalte Fædrelandsvennen mer ut til långivere og eiere enn det driften genererte, dermed blir fri kontantstrøm til finansiell investering fra drift negativ i disse årene. Perioden sett under ett har Fædrelandsvennen hatt en reduksjon i sine finansielle eiendeler (mest markant nedgang var det i 2006, noe som igjen kan knyttes til store investeringer i Internet og layout). At bedriften ikke i særlig grad har bygd opp sine finansielle reserver er isolert sett ikke helt bra, men en grunn til at mediehuset ikke har bygd opp reserver er trolig at andelen finansielle eiendeler i forhold til totale eiendeler var relativt høy ved inngangen til analyseperioden. Jeg har altså ingen grunn til å frykte at Fædrelandsvennen skulle ha noen problemer med å betale krav etter hvert som de kommer til forfall. Om selskapet også framover har store kostnader knyttet til utbygging, må de om ikke mange år ut i markedet og hente inn ytterligere likvider, enten gjennom låneopptak eller gjennom emisjoner.

Fri kontantstrøm med fokus på likviditet, Stavanger Aftenblad								
Stavanger Aftenblad konsern (NOK 1000)		2001	2002	2003	2004	2005	2006	
	Netto driftsresultat	NDR	17 604	-32 973	33 797	43 349	60 127	58 351
+	Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-1 347	-3 634	-683	-45 842	4 312	-4 570
-	Endring i netto driftseiendeler	ΔNDE	211	-41 654	-30 440	-12 463	-9 547	34 047
=	Fri kontantstrøm fra drift	FKD	16 046	5 047	63 554	9 970	73 986	19 734
-	Netto finanskostnad	NFK	507	294	200	184	222	543
+	Endring i finansiell gjeld	ΔFG	124	5 025	-4 240	25 537	-21	42 854
-	Netto minoritetsresultat (inkl. evt. unormalt res.)	NMR	0	0	0	0	0	0
+	Endring i minoritetsinteresser	ΔMI	0	0	0	0	0	0
=	Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift	FKED	15 663	9 778	59 114	35 323	73 742	62 045
-	Netto betalt utbytte	NBU	27 310	27 298	75 276	16 262	75 156	34 126
=	Fri kontantstr til fin invest fra drift	FKFI	-11 647	-17 520	-16 162	19 061	-1 414	27 919
+	Netto finansinntekter	NFI	15 201	4 430	5 016	3 760	5 383	7 240
+	Unormalt netto finansresultat	UNFR	-11 242	-4 771	2 627	5 597	14 726	10 148
=	Endring i finansielle eiendeler	ΔFE	-7 688	-17 861	-8 519	28 417	18 696	45 307
+	Finansielle eiendeler 01.01	FE[t-1]	184 124	176 436	158 575	150 056	178 473	197 169
=	Finansielle eiendeler 31.12	FE[t]	176 436	158 575	150 056	178 473	197 169	242 476

Tabell 7-4: Kontantstrøm, Stavanger Aftenblad

Stavanger Aftenblad har hatt en positiv kontantstrøm fra drift over hele analyseperioden, det samme er tilfellet for den frie kontantstrømmen fra egenkapital fra drift. Det er ingen klar trend for noen av disse kontantstrømmene, den har gått kraftig opp ett år for så å gå noe ned igjen det neste. Siden 2004 har den finansielle gjelden økt en del, over analyseperioden har det blitt tatt opp mer i finansielle forpliktelser enn det har blitt betalt ned. I 2001-2003 og 2005 delte mediehuset ut mer i utbytte enn den frie kontantstrømmen som var igjen til egenkapital fra drift, noe som fører til at den frie kontantstrømmen til finansiell investering blir negativ i disse årene. Etter at beholdningen av finansielle eiendeler var nedadgående i starten av perioden, har det fra og med 2004 vært en positiv utvikling for finansielle eiendeler. Per 2006 er beholdningen av finansielle eiendeler på MNOK 242. Også mediehuset Stavanger Aftenblad har etter hvert bygd seg opp en god beholdning av finansielle eiendeler, så heller ikke her er det noen grunn til å frykte problemer med å betjene krav som kommer til forfall.

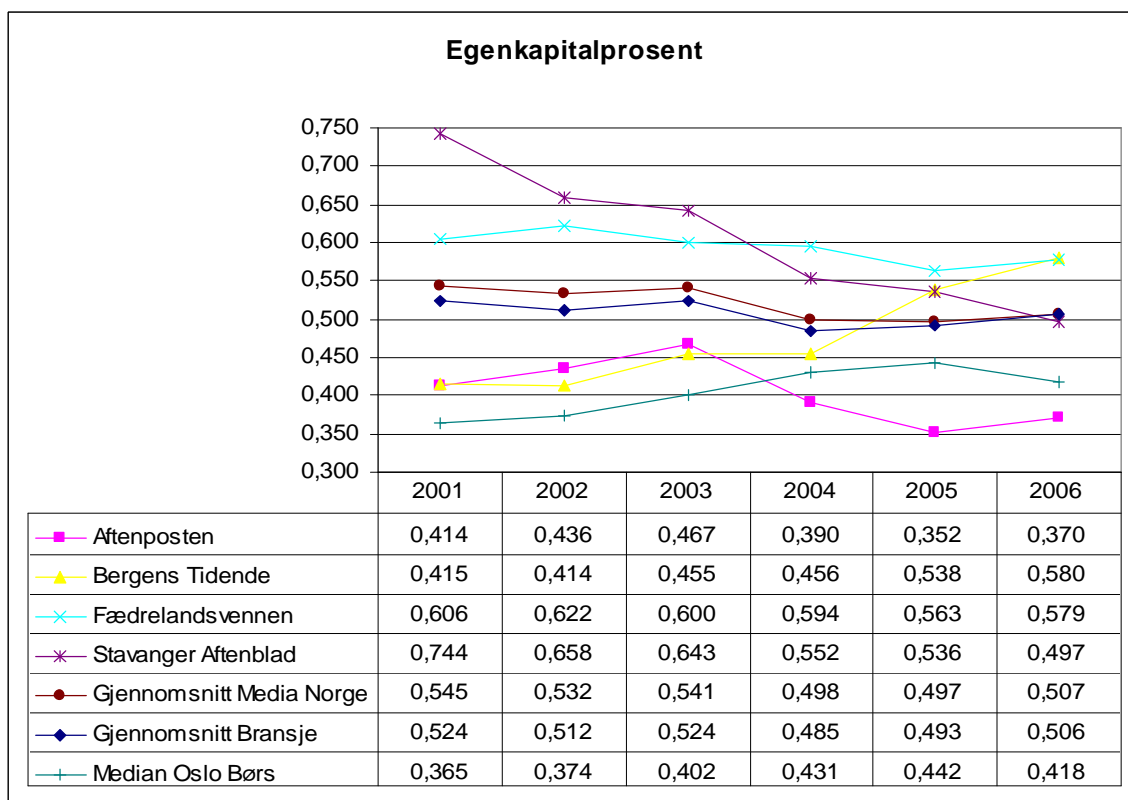
7.3. Soliditetsanalyse

Gjennom soliditetsanalyse vurderer jeg hvordan bedriftene er rustet til å stå i mot framtidige tap. Til dette benytter jeg meg av forholdstallet egenkapitalprosent og en statisk finansieringsmatrise.

7.3.1. Egenkapitalprosent

$$ekp_t = \frac{EK_t + MI_t}{TK_t} . \text{ EK = egenkapital, MI = minoritetsinteresser, TK = total kapital.}$$

Egenkapitalprosenten (ekp) det fremste målet på en bedrifts soliditet, fordi tap for bedriften føres mot egenkapitalen. Hvor stor egenkapitalprosenten er forteller meg altså noe om hvor stor bufferen mot framtidige tap er. Hvordan en bedrift er finansiert avhenger i stor grad av i hvilken bransje den driver innen. For mediebedrifter registrert på Oslo Børs var den gjennomsnittlige egenkapitalprosenten på 53,8 % i perioden 1993-2006, dette er noe over gjennomsnittet for alle bedrifter på Oslo Børs – medianen her var på 39,9 %.



Tabell 7-5: Egenkapitalprosent

Alle mediehusene, bortsett fra Aftenposten, ligger over medianen for Oslo Børs det enkelte år, de har altså større grad av egenkapitalfinansiering enn hva som er en gjennomsnittlig bedrift på Oslo Børs hadde. Dette er bra, sett ut fra et soliditetsperspektiv.

Ser en på utviklingen over analyseperioden så har Stavanger Aftenblad sin ekp vært nedadgående, noe som isolert sett ikke er positivt. Med tanke på at egenkapitalnivået var på

over 74 % i 2001, er det ikke nødvendigvis et tegn på problemer at egenkapitalens andel har gått nedover. En del bedrifter ønsker å være en del lånefinansiert for å tvinge ledelsen til å drive rasjonelt og ikke ha mulighet for å bruke en stor egenkapitalbase som "sovepute". Ser en på kontantstrømmen fra likviditetsanalysen, så ser jeg at finansielle eiendeler har økt, og at bedriften over en periode har betalt ut utbytte som er større enn det årlige resultatet. Altså kommer nedgangen i egenkapitalandelen som følge av at styret bevist har gått inn for å redusere egenkapitalandelen, og ikke som en følge av at driften eller finansieringen av driften koster mer enn den kaster av seg. Det at egenkapitalprosenten har ligget på et nivå rundt 50 % de tre siste periodene kan tyde på at ledelsen har kommet fram til et egenkapitalnivå de er fornøyde med.

Også for Fædrelandsvennen er det nedgang i egenkapitalprosenten over analyseperioden, og også her var egenkapitalandelen meget høy i 2001. Nedgangen har vært mye mindre enn den var for Stavanger Aftenblad. Ved å se på kontantstrømmen for Fædrelandsvennen ser en at gjelden hele tiden har gått oppover, noe som naturlig nok fører til at egenkapitalandelen går ned. På samme måte som for Stavanger Aftenblad kan denne økningen i gjeldsandelen komme av et ønske om at mediehusets ledelse ikke får for store frie midler og dermed er nødt til å opprettholde fokus på å drive rasjonelt. Heller ikke for Fædrelandsvennen gir egenkapitalprosenten noen grunn til bekymring.

Bergens Tidende har over analyseperioden økt sin egenkapitalandel, og dette kommer som en følge av en kombinasjon av økning i egenkapitalen og en reduksjon i gjelden. Begge deler er positivt for bedriften, og jeg kan konkludere at egenkapitalsituasjonen er god også for denne bedriften.

Aftenposten er den av mediehusene jeg analyserer som gjennom hele analyseperioden har den laveste egenkapitalandelen, det er heller ikke bra at andelen har gått ned i løpet av analyseperioden. I periodene 2004 og 2005 var Aftenpostens egenkapitalandel lavere enn medianen også for Oslo Børs, nok et dårlig tegn. Alt i alt er Aftenposten den eneste av de fem mediehusene som har en egenkapitalandel som peker seg ut i negativ retning. En egenkapitalandel på 37 % er ikke lavt, og det at andelen har gått noe opp fra 05 til 06 gjør at heller ikke egenkapitalsituasjonen for dette mediehuset framstår som veldig bekymringsfullt.

7.3.2. Statisk finansieringsmatrise

En statisk finansieringsmatrise gir et bilde av hvordan bedriften er finansiert, så jeg kan se om det er store forskjeller mellom bedriftene hvordan de har valgt å bygge opp måten de finansierer driften på. Eiendeler er rangert fra etter hvor likvide de er, og finansiering etter forfallsstruktur (egenkapital er den minst risikable og mest langsiktige finansieringsmåte). Dess fortore det skraverte området når bunnen, dess mindre risikabel er bedriftens finansieringsstruktur. Prosentandelene inne i matrisen angir hvordan anleggs-/omløpsmidlene er finansiert. Når det eksempelvis står 34,8 % i matrisen DOM/LDG for Aftenposten, innebærer dette at driftsrelaterte omløpsmidler er 34,8 % finansiert ved hjelp av langsiktig driftsrelatert gjeld.

Følgende forkortelser er benyttet i den statiske finansieringsmatrisen		
EK - Egenkapital	MI – Minoritetsinteresser	LDG – Langsiktig driftsrelatert gjeld
KDG – Kortsiktig driftsrelatert gjeld	KFG – Kortsiktig finansiell gjeld	TE – Totale eiendeler
DAM – Driftsrelaterte anleggsmidler	FAM – Finansielle anleggsmidler	DOM – Driftsrelaterte omløpsmidler
FOM – Finansielle omløpsmidler	TK - Totalkapital	

Statisk finansieringsmatrise, Aftenposten							
	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	100,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	32,2 %
FAM	100,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,1 %
DOM	4,2 %	2,7 %	34,8 %	0,3 %	50,8 %	7,1 %	52,8 %
FOM	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	100,0 %	13,8 %
TK	35,6 %	1,5 %	18,4 %	0,2 %	26,9 %	17,6 %	100,0 %

Tabell 7-6: Statisk finansieringsmatrise, Aftenposten

Aftenposten har en meget sikker finansieringsstruktur, alle anleggsmidler er fullt ut finansiert ved hjelp av egenkapital. Aftenposten skiller seg ut fra de andre mediehusene ved å være den bedriften hvor driftsrelaterte anleggsmidler utgjør den absolutt laveste andelen av totale eiendeler, mens driftsrelaterte omløpsmidler står for en vesentlig høyere andel av totale eiendeler. Dette har sammenheng med at jeg ved omgrupperingen omklassifiserte relativt store beløp knyttet til konsernfinansiering fra kontanter som det var presentert som i avlagt regnskap til kortsiktig fordring (kommentert i appendiks 4).

Statisk finansieringsmatrise, Bergens Tidende							
	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	91,7 %	0,0 %	8,3 %				63,3 %
FAM			92,7 %	7,3 %			2,9 %
DOM				43,5 %	56,5 %		15,6 %
FOM					99,1 %	0,9 %	18,3 %
TK	58,0 %	0,0 %	7,9 %	7,0 %	26,9 %	0,2 %	100,0 %

Tabell 7-7: Statisk finansieringsmatrise, Bergens Tidende

Bergens Tidende finansierer alle anleggsmidler med langsiktig gjeld, dette er bra. Bare 7,3 % av anleggsmidlene er finansiert ved hjelp av finansiell gjeld. Alt i alt ser finansieringen for selskapet grei ut.

Statisk finansieringsmatrise, Fædrelandsvennen							
	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	93,8 %	0,4 %	5,8 %				61,5 %
FAM			70,9 %	29,1 %			1,0 %
DOM				38,7 %	61,3 %		22,9 %
FOM					12,5 %	87,5 %	14,6 %
TK	57,7 %	0,2 %	4,3 %	9,2 %	15,9 %	12,8 %	100,0 %

Tabell 7-8: Statisk finansieringsmatrise, Fædrelandsvennen

Fædrelandsvennen har en finansieringsstruktur hvor alle anleggsmidler (driftsrelaterte og finansielle) er finansiert med egenkapital og langsiktig gjeld, noe som er bra. Kun 5,8 % av driftsrelaterte anleggsmidler er gjeldsfinansiert. Alt i alt ser også finansieringen av Fædrelandsvennen grei ut.

Statisk finansieringsmatrise, Stavanger Aftenblad							
	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	100,0 %						43,8 %
FAM	100,0 %						1,3 %
DOM	27,5 %	0,0 %	72,5 %				16,7 %
FOM			11,9 %	19,8 %	45,8 %	22,5 %	38,2 %
TK	49,7 %	0,0 %	16,6 %	7,6 %	17,5 %	8,6 %	100,0 %

Tabell 7-9: Statisk finansieringsmatrise, Stavanger Aftenblad

Stavanger Aftenblad har den minst risikable finansieringen av alle mediehusene, ettersom egenkapitalen finansierer driftsrelaterte anleggsmidler og finansielle anleggsmidler hundre prosent, og i tillegg til det 27,5 % av de driftsrelaterte omløpsmidlene.

7.4. Syntetisk rating

Med utgangspunkt i ratingsbyrået Standard & Poor's³³ ratingklasser vil jeg gjennomføre en syntetisk rating av Media Norge bedriftene. Standard & Poor's opererer med 10 ratingklasser, hvor AAA er det beste og D er det absolutt dårligste (rating D innebærer at bedriften i realiteten er konkurs). En gjennomsnittsbedrift på Oslo Børs vil ligge på en rating rundt BBB/BB. Jeg benytter de fire forholdstallene likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet for å gjøre en syntetisk rating på det enkelte mediehuset.

³³ www.standardpoors.com

Syntetisk rating						
Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedeckningsgrad	Egenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet	Konkurs-sannsynlighet	Kreditrisikofaktor
	lg1	rdg	ekp	ndr		
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350	0,0001	0,100
	8,900	11,600	0,895	0,308		
AA	6,200	6,300	0,850	0,266	0,0012	0,150
	4,600	4,825	0,755	0,216		
A	3,000	3,350	0,660	0,166	0,0024	0,250
	2,350	2,755	0,550	0,131		
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096	0,0037	0,400
	1,450	1,690	0,380	0,082		
BB	1,200	1,220	0,320	0,068	0,0136	0,600
	1,050	1,060	0,270	0,054		
B	0,900	0,900	0,220	0,040	0,0608	1,000
	0,750	0,485	0,175	0,026		
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012	0,3085	3,000
	0,550	-0,345	0,105	-0,002		
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016	0,5418	9,000
	0,450	-1,170	0,030	-0,030		
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044	0,7752	27,000
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058		
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072	0,9999	1000,000

Tabell 7-10: Syntetisk ratingoversikt³⁴

7.4.1. Netto driftsrentabilitet

For å gjennomføre en syntetisk rating trenger jeg også forholdstallet netto driftsrentabilitet, som jeg ikke har beregnet. Netto driftsrentabilitet (ndr) angir hvor stort netto driftsresultat er i forhold til gjennomsnittlig netto driftskapital, altså avkastningen på netto driftseiendeler.

$$ndr_t = \frac{NDR_t}{NDK_{t-1} + (\Delta NDK_t - NDR_t) / 2}, \text{ NDR} = \text{netto driftsresultat, NDK} = \text{netto driftskapital.}$$

Netto driftsrentabilitet							
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	tidsvektet
Adresseavisen	0,076	0,115	0,175	0,245	0,283	0,306	0,215
Aftenposten	0,036	0,088	0,052	0,132	0,271	0,322	0,167
Bergens Tidende	0,078	0,092	0,143	0,211	0,352	0,284	0,210
Fædrelandsvennen	0,090	0,092	0,190	0,262	0,271	0,215	0,198
Stavanger Aftenblad	0,083	-0,152	0,228	0,356	0,587	0,505	0,308

Tabell 7-11: Netto driftsrentabilitet

Nå har jeg alle de forholdstallene jeg trenger for å kunne gjennomføre en syntetisk rating av mediehusene.

³⁴ Tabellen er hentet fra forelesningsnotater i BUS 425.

7.4.2. Syntetisk rating for det enkelte mediehus

Syntetisk rating, Aftenposten								
Aftenposten konsern		2001	2002	2003	2004	2005	2006	tidsvektet
Likviditetsgrad 1	lg1	B	BB	BBB-	BBB	BBB-	BBB	BB+
Rentedekningsgrad	rdg	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Egenkapitalprosent	ekp	BBB	BBB	BBB	BBB	BB	BB	BB+
Netto driftsrentabilitet	ndr	B	BBB	B	A	AA	AAA	BBB+
Gjennomsnittsrating		BB/BBB	BBB	BBB	A	A	A	BBB+

Tabell 7-12: Syntetisk rating, Aftenposten

Aftenposten har hatt en stigende trend for ratingen, og har hele tiden ligget over gjennomsnittsratingen på Oslo Børs. Tidsvektet snitt for Aftenposten er en sterk BBB, noe som innebærer at konkurssansynligheten ligger på lave 0,37 %. Det er lave tall tidlig i perioden som er med og trekker ned tidsvektet rating, som vi ser ligger gjennomsnittsratingen for selskapet på A for de tre siste periodene.

Syntetisk rating, Bergens Tidende								
Bergens Tidende konsern		2001	2002	2003	2004	2005	2006	tidsvektet
Likviditetsgrad 1	lg1	B	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Rentedekningsgrad	rdg	A	A	AA	AAA	AAA	AAA	AA
Egenkapitalprosent	ekp	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	A	BBB
Netto driftsrentabilitet	ndr	BB	BBB	A	A	AAA	AA	A
Gjennomsnittsrating		BB+	BBB	BBB+	BBB/A	A	A	BBB+

Tabell 7-13: Syntetisk rating, Bergens Tidende

Også Bergens Tidende har hatt en positiv utvikling for sin rating over analyseperioden, i 2001 lå de omtent akkurat på gjennomsnittet for Oslo Børs, mens de per 2006 ligger noe over. Tidsvektet ligger den på sterk BBB, noe som innebærer en konkurssansynlighet på 0,37 %, altså er det også heller liten sannsynlighet/risiko for at Bergens Tidende vil måtte innstille sin virksomhet i løpet av kort tid.

Syntetisk rating, Fædrelandsvennen								
Fædrelandsvennen konsern		2001	2002	2003	2004	2005	2006	tidsvektet
Likviditetsgrad 1	lg1	BBB	BBB	BBB	BBB	B	BB	BB
Rentedekningsgrad	rdg	AAA	AA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA-
Egenkapitalprosent	ekp	A	A	A	A	A	A	A
Netto driftsrentabilitet	ndr	BBB	BBB	A	AA	AA	AA-	A
Gjennomsnittsrating		A	BBB/A	A	A+	A	A	A

Tabell 7-14: Syntetisk rating, Fædrelandsvennen

Fædrelandsvennen har ligget stabilt på en syntetisk rating rundt A gjennom hele analyseperioden. Dette på tross av en nedgang for likviditetsgrad 1 i 2005, dens nedgang oppveies ratingmessig av en oppgang i netto driftsrentabilitet. Med en tidsvektet rating på A, så er konkurssansynligheten/risikoen på lave 0,24 %.

Syntetisk rating, Stavanger Aftenblad								
Stavanger Aftenblad konsern		2001	2002	2003	2004	2005	2006	tidsvektet
Likviditetsgrad 1	lg1	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Rentedekningsgrad	rdg	AAA	D	AAA	AAA	AAA	AAA	AA-
Egenkapitalprosent	ekp	A	A	A	A	BBB	BBB	BBB+
Netto driftsrentabilitet	ndr	BBB-	D	AA	AAA	AAA	AAA	A
Gjennomsnittsrating		A	CCC	A+	A/AA	A+	A+	BBB/A

Tabell 7-15: Syntetisk rating, Stavanger Aftenblad

Stavanger Aftenblad hadde en nedtur i 2002, med svært dårlig rentedekningsgrad og netto driftsrentabilitet, noe som trakk ratingen ned til CCC. Fra og med 2003 har ratingen ligget stabilt på nivået sterk A, altså over gjennomsnittet for Oslo Børs. Tidsvektet så er det 2002 som trekker ned og sørger for at gjennomsnittlig tidsvektet rating ikke når helt opp til A, men ender opp like under dette. Konkursansynligheten er fortsatt lav, med i underkant av 0,37 % sannsynlighet for konkurs i løpet av de nærmeste årene.

8. Avkastningskrav

Avkastningskrav brukes som målestokk for rentabilitet og til diskontering for å flytte verdier mellom perioder. Når avkastningskravet brukes som målestokk, er det for å vurdere om driften er lønnsom, noe den er kun om den målte rentabiliteten er høyere enn det tilhørende avkastningskravet. Til diskonteringsformål er avkastningskravet en passende risikostørrelse å benytte for å flytte kontantstrømmer mellom tidsperioder.

Rentabilitetstall som jeg regner ut i neste kapittel er nominelle, etterskuddsbaserte og etter skatt. For å ha sammenlignbare avkastningskrav, vil jeg i dette kapitlet regne ut nominelle krav som er etter skatt.

Når jeg skal vekte kapitalbaser i de neste to kapitlene, benytter jeg gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital i løpet av året: $\text{Inngående kapital} + (\Delta\text{kapital} - \text{nettoresultat til kapital})/2$.

8.1. Egenkapitalkrav

For å estimere egenkapitalkravet, benytter jeg kapitalverdimodellen - CAPM (capital asset pricing modell). Denne modellen har som forutsetning at kapitalmarkedene fungerer ”perfekt”, at investorer kan kvitte seg med usystematisk risiko ved diversifisering, og dermed kun blir betalt for å bære systematisk risiko. Denne forutsetningen kan vise seg å være noe urealistisk, kapitalmarkedet er av ulike grunner som oftest preget av en viss grad av markedssvikt gjennom eksempelvis informasjonsasymmetri mellom investorer og virksomheter. Ved å gjøre et tillegg for illikviditet i kapitalverdimodellen, kan jeg til en viss grad fange opp dette. Egenkapitalkravet (ekk) blir dermed: $ekk = r_f + \beta_{ek} * (r_m - r_f) + ilp$.
 r_f = risikofri rente, β_{ek} = egenkapitalbeta, $(r_m - r_f)$ = risikopremie, ilp = illikviditetspremie.

8.1.1. Risikofri rente

Risikofri rente er den avkastningen en kan vente å få på plasseringer uten risiko. For å finne risikofri rente, benytter jeg norske statsobligasjoner. Ved å bruke statsobligasjoner med lang forfallstid, vil en få en viss stabilisering av den risikofrie renten, og dermed også avkastningskravet. Men langsiktige statsobligasjoner inneholder også en likviditetspremie, gjennom at det prises inn forventning om framtidig utvikling for rentenivå og inflasjon. Det er vanskelig å i praksis finne størrelsen på denne likviditetspremien; den varierer mye over tid, og kan til og med bli negativ om det er perioder med høyt rentenivå. Dette momentet taler

mot å bruke langsiktige obligasjoner. Ved å benytte 3 års statsobligasjoner, unngår jeg at likviditetspremien kommer inn som et alt for stort støyledd, samtidig som jeg får en viss stabilisering³⁵. Siden egenkapitalrentabiliteten er en etter-skatt rente, trekker jeg fra 28 % skatt for å komme fram til den risikofrie renten som legges til grunn for å regne ut egenkapitalkravet.

Risikofri rente								
	2001	2002	2003	2004	2005	2006		2001-2006
3 års norsk statsobligasjon	0,064	0,064	0,042	0,030	0,029	0,037		0,044
- 28 % skatt	0,018	0,018	0,012	0,008	0,008	0,010		0,012
= Risikofri rente etter skatt	0,046	0,046	0,031	0,021	0,021	0,025		0,032

Tabell 8-1: Risikofri rente³⁶

8.1.2. Egenkapitalbeta

Betaverdien til et selskap forteller noe om hvordan en aksjes avkastning varierer i forhold til en bestemt markedsportefølje. En betaverdi på over 1 betyr at aksjen svinger mer enn markedet, mens under 1 innebærer at den svinger mindre enn markedet. Stavanger Aftenblad er registrert på Oslo børs, mens Bergens Tidende sine aksjer kan handles på den unoterte listen i regi av Norges Fondsmeglerforbund. Aftenposten og Fædrelandsvennen sine aksjer har ikke noen organiserte fora å handle gjennom. Det er ikke spesielt høy omsetning i aksjene til noen av disse fem mediehusene, så det er vanskelig å komme fram til et betaestimat på grunnlag av historiske kursdata fra den enkelte virksomhet. Jeg velger derfor å estimere betaverdien for Schibsted og benytte denne som utgangspunkt for å estimere betaen for de fem mediehusene. Dette gjør jeg gjennom å justere den estimerte betaen for Schibsted for ulikheter i egenkapitalstrukturen til de forskjellige selskapene.

Schibsted er registrert på Oslo Børs, og dermed ville det være naturlig å kjøre en regresjon med Schibsteds aksjeutvikling opp mot utviklingen for Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX), men ett problem med dette er at Oslo Børs er en meget oljedrevet børs (den er dominert av selskaper som driver inne olje, og da særlig StatoilHydro) og dermed vil hendelser som påvirker oljeselskaper få meget stor innvirkning på OSEBX. Av denne grunn velger jeg å knytte betaestimeringen opp mot verdensindeksen (msci world). For å finne

³⁵ Gjesdal, Frøystein og Johnsen, Thore (1999): Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering, Cappelen akademisk forlag, Oslo

³⁶ Rente på 3 års norsk statsobligasjon er hentet fra www.norges-bank.no.

kursdata har jeg benyttet Datastream³⁷, en database med oversikt over historisk utvikling for aksjer og indekser.

Source	SS	df	MS			
Model	.111188313	1	.111188313	Number of obs =	59	
Residual	.206145269	57	.003616584	F(1, 57) =	30.74	
Total	.317333582	58	.005471269	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.3504	
				Adj R-squared =	0.3390	
				Root MSE =	.06014	

dlnsch	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
dlnmsci	1.139287	.2054722	5.54	0.000	.7278365	1.550738
_cons	.0167003	.0078321	2.13	0.037	.0010168	.0323839

Tabell 8-2: Betaestimat Schibsted

Som vi ser av utskriften fra Datastream er betaestimatet 1,14, og forklaringsgraden er på 35 % (r-squared).

Betaverdier har en tendens til å være tilbakevendende mot 1, derfor benytter jeg Bloombergs formel for å justere betaestimat mot 1³⁸.

Bloomberg justering: $b = (2/3) * b' + (1/3) * 1$, b' = opprinnelig betaestimat.

Justert betaestimat for Schibsted: $b = (2/3) * 1,139 + (1/3) * 1 = 1,093$.

For å estimere beta for det enkelte mediehus, tar jeg utgangspunkt i betaen for Schibsted og justerer denne for ulikheter i kapitalstruktur i de forskjellige mediehusene. Jeg benytter gjennomsnittlig egenkapitalandel (inkludert minoritetsandel) i forhold til netto driftskapital over perioden 01-06 som justeringsnøkkel.

Først finner jeg beta for netto driftskapital for Schibsted med utgangspunkt i følgende formel:

$$b_{NDK} = b_{EK} * \frac{EK + MI}{NDK} + b_{NFG} * \frac{NFG}{NDK}$$

Jeg antar at den systematiske risikoen til finansiell

gjeld blir oppveid av den systematiske risikoen til finansielle eiendeler, så $\beta_{NFG} = 0$. For perioden 01-06 har Schibsted en gjennomsnittlig (EK+MI)/NDK på 66 %. For Schibsted blir

³⁷ www.datastream.com.

³⁸ Koller, Goedhart og Wessels (1999). Valuation. Measuring and managing the value of companies. Wiley, New York

da $b_{NDK-SCH} = 1,093 * 0,66 = 0,721$. For å estimere betaverdien til mediebedriftene benytter

jeg nå formelen $b_{EK} = \frac{1}{ekp} * b_{NDK-SCH}$.

	gjennomsnittlig ekp 01-06	β_{EK}
Aftenposten	86,3 %	0,836
Bergens Tidende	105,5 %	0,684
Fædrelandsvennen	145,5 %	0,529
Stavanger Aftenblad	183,8 %	0,393

Tabell 8-3: Betaestimat

Som vi ser av tabellen, så blir betaverdien lavere dess høyere egenkapitalandel. Dette henger sammen med at jo høyere egenkapitalandelen er, jo lavere er den finansielle risikoen, noe som fører til lavere egenkapitalbeta.

8.1.3. Risikopremie

Risikopremien er forskjellen mellom risikofri rente og forventet avkastning på porteføljen til en veldiversifisert investor. Det er ingen "fasit" for hvilken risikopremie som bør benyttes, og ingen modell eller teori har fått aksept som den dominerende og korrekte måte å fastsette dette på. En mulighet er å analysere markedets risikopremie over analyseperioden, men problemet er da om analyseperioden korrekt gjenspeiler den underliggende markedspremien. Thore Johnsen og Frøystein Gjesdal argumenterer for å bruke en risikopremie på 5 % i sin bok "Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering"³⁹. Jeg legger dette til grunn, og bruker dermed en nominell markedsrisikopremie etter skatt på 5 % over analyseperioden.

8.1.4. Illikviditetspremie

For selskaper som det er lite handel i, eller som ikke i det hele tatt er børsnoterte, er det aktuelt å legge til en illikviditetspremie (Gjesdal og Johnsen, 1999). Grunnen til dette er at det kan være vanskelig for eiere å raskt få solgt aksjer i selskaper hvor det er lite handel eller som ikke er på børs. Det kan også oppstå informasjonsasymmetri fordi ledelsen er mer sparsommelig med å komme med informasjon i små selskaper, dessuten har ofte små selskaper en ensidig forretningsvirksomhet og noen få dominerende eiere. Dermed bør det legges til en ekstra premie på egenkapitalkravet for å kompensere eiere for disse usikkerhetene. Det er ingen klar teori på hvor stort dette tillegget bør være, men for unoterte

³⁹ Gjesdal, Frøystein og Johnsen, Thore. Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering. Cappelen akademisk forlag, 1999

aksjer og aksjer med lite handel kan et nivå på 0-5 % være passende. Hvor høyt nivået bør være i det enkelte tilfellet er opp til en konkret vurdering av det enkelte selskap.

For Stavanger Aftenblad som er børsnotert, men har lite handel, setter jeg en illikviditetspremien til 2 %. De resterende tre mediehusene – Aftenposten, Bergens Tidende og Fædrelandsvennen – er ikke børsnoterte, så for disse setter jeg illikviditetspremien til 3 %.

8.1.5. Egenkapitalkrav

Jeg har ved hjelp av kapitalverdimodellen kommet fram til et egenkapitalkrav som gjelder over hele perioden, men på grunn av at jeg ikke har funnet betaestimat for den enkelte periode, kan jeg heller ikke regne ut egenkapitalkravet for den enkelte periode. Ved å gå via netto driftsbeta kan jeg komme fram til dette. Først finner jeg gjennomsnittlig netto driftsbeta for hele analyseperioden, så benytter jeg meg av Miller & Modiglianis 1 teorem⁴⁰ som hevder at et firma sin verdi er uavhengig av måten den er finansiert på. Altså er netto driftsbeta den enkelte periode lik gjennomsnittet for hele analyseperioden.

$$b_{NDK} = b_{EK} * \frac{EK + MI}{NDK} + b_{NFG} * \frac{NFG}{NDK}. \text{ Fortsatt har jeg som antagelse at } \beta_{NFG} = 0 \text{ fordi den}$$

systematiske risikoen til finansiell gjeld og finansielle eiendeler oppveier hverandre.

	β_{NDK}
Aftenposten	0,824
Bergens Tidende	0,737
Fædrelandsvennen	0,775
Stavanger Aftenblad	0,755

Tabell 8-4: Netto driftsbeta

Med utgangspunkt i formelen for netto driftsbeta kan jeg da finne egenkapitalbetaen;

$$b_{EK} = b_{NDK} \frac{EK + MI}{NDK}$$

Nå kan jeg regne egenkapitalkravet for hver periode, ved å bruke formelen:

$$ekk = r_f + b_{ek} * (r_m - r_f) + ilp.$$

⁴⁰ Brealey, Myers & Marcus. Fundamentals of Corporate Finance. McGraw-Hill, 2004.

Egenkapitalbeta og egenkapitalkrav								
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	gjennomsnitt
Aftenposten	β[EK]	0,843	0,839	0,834	0,830	0,833	0,837	0,836
	ekk	0,119	0,118	0,102	0,093	0,093	0,099	0,104
Bergens Tidende	β[EK]	0,819	0,790	0,742	0,677	0,596	0,561	0,684
	ekk	0,117	0,116	0,098	0,085	0,081	0,085	0,096
Fædrelandsvennen	β[EK]	0,467	0,540	0,503	0,465	0,535	0,744	0,529
	ekk	0,100	0,103	0,086	0,075	0,078	0,094	0,088
Stavanger Aftenblad	β[EK]	0,452	0,468	0,418	0,382	0,334	0,343	0,393
	ekk	0,089	0,089	0,071	0,060	0,058	0,064	0,072

Tabell 8-5: Egenkapitalbeta og egenkapitalkrav

For samtlige av bedriftene jeg analyserer, har egenkapitalkravet gått nedover fra perioden 01-05, mens det fra 05 til 06 har gått noe opp igjen. Den viktigste grunnen til dette er at risikofri rente har begynt å gå oppover her (fra 05 til 06 har min estimerte risikofrie rente økt med 0,4 prosentpoeng). Dette samsvarer med at styringsrenten i Norge i denne perioden har vært svært lav, og at vi fra og med 06 har begynt å se at rentene er på vei mot høyere og mer normale nivåer igjen.

8.2. Minoritetskrav

Jeg velger å sette minoritetskravet lik egenkapitalkravet + 3 prosentpoeng. Grunnen til at jeg gjør et slikt tillegg er at minoritetsinteressene, gjennom å være aksjonærer som eier 0-50 % i datterselskap av konsernet, ofte blir "låst inne" og ikke står like fritt til å selge aksjene sine som de skulle ønsket.

8.3. Finansielle gjelds- og eiendelskrav

Netto finansielt gjeldskrav (nfgk) er finansielt gjeldskrav multiplisert med gjennomsnittlig andel finansiell gjeld (i forhold til gjennomsnittlig netto finansiell gjeld) fratrukket finansielt eiendelskrav multiplisert med gjennomsnittlig andel finansielle eiendeler:

$$nfgk = fgk * \frac{FG}{NFG} - fek * \frac{FE}{NFG}. FG - \text{finansiell gjeld, FE - finansielle eiendeler, fgk -}$$

finansielt gjeldskrav, fek – finansielt eiendelskrav, NFG – netto finansiell gjeld.

For å finne disse størrelsene, starter jeg først med å beregne finansielt eiendelskrav, gitt visse forutsetninger. Deretter estimerer jeg betaverdien for finansiell gjeld med forutsetning at beta til netto finansiell gjeld er null (min forutsetning er fortsatt den samme som ble tatt ved beregning av egenkapitalbeta: Den systematiske risikoen til finansiell gjeld og finansielle

eiendeler oppveier hverandre). Etter å ha funnet betaverdien for finansiell gjeld kan jeg estimere finansielt gjeldskrav, og dermed komme fram til netto finansielt gjeldskrav.

8.3.1. Finansielt eiendelskrav

Finansielle eiendeler består av kontanter (KON), fordringer (FOR) og investeringer (INV).

Jeg forutsetter så følgende:

- § Kontanter er risikofrie, så avkastningskravet blir lik risikofri rente, r_f .
- § Fordringer antar jeg er like risikable som gjennomsnittet på Oslo Børs, altså at de skal ha et kredittrisikotillegg som BBB-ratet gjeld. Kravet blir da: $1,4 * r_f$. (BBB-rating har et kredittrisikotillegg på 0,4).
- § For investeringer setter jeg kravet lik risikopremien til markedet, dermed blir kravet lik $r_f + r_m$.

Formelen for finansielt eiendelskrav blir: $fek = \frac{KON}{FE} * r_f + \frac{FOR}{FE} * 1,4r_f + \frac{INV}{FE} * (r_f + r_m)$.

8.3.2. Beta til finansiell gjeld

For å beregne finansielt gjeldskrav trenger jeg et estimat på betaveriden til finansiell gjeld.

$b_{NFG} = b_{FG} * \frac{FG}{NFG} - b_{FE} * \frac{FE}{NFG}$. Jeg har fortsatt forutsatt at $\beta_{NFG} = 0$, dermed blir

$$b_{FG} * \frac{FG}{NFG} = b_{FE} * \frac{FE}{NFG}.$$

Betaverdien til finansielle eiendeler er et resultat av hvor stor andelen kontanter (KON),

fordringer (FOR) og investeringer (INV) er: $b_{FE} = b_{KON} * \frac{KON}{FE} + b_{FOR} * \frac{FOR}{FE} + b_{INV} * \frac{INV}{FE}$.

En naturlig fortsettelse av forutsetningene jeg gjorde i forbindelse med estimering av finansielt eiendelskrav, er følgende:

- § Kontanter og investeringer (etter avsetninger for tap) er risikofrie, $\beta_{KON} = \beta_{FOR} = 0$.
- § Investeringer svinger likt med markedet, $\beta_{INV} = 1$.

Betaverdien til finansielle eiendeler blir da: $b_{FE} = \frac{INV}{FE}$. Setter jeg dette inn i formelen for

beta til finansiell gjeld, får jeg $b_{FG} = \frac{(b_{FE} * \frac{FE}{NFG})}{\frac{FG}{NFG}}$.

8.3.3. Finansielt gjeldskrav

Finansielt gjeldskrav (fgk) kan jeg nå finne ved hjelp av følgende formel: $fgk = \text{risikofri rente} + \beta_{FG} * \text{markedets risikopremie} + \text{kredittrisikopremie}$.

- § Risikofri rente er den samme som jeg fant fram til når jeg regnet meg fram til egenkapitalkravet.
- § Markedets risikopremie estimerte jeg også under egenkapitalkravet
- § Kredittrisikopremien er den kredittrisikofaktoren som samsvarer med den syntetiske ratingen det enkelte år for det enkelte mediehus multiplisert med risikofri rente: $r_f * \text{kredittrisikofaktor}$. Hvilken kredittrisikofaktor som skal legges på den enkelte ratingklasse finnes i tabellen for syntetisk ratingoversikt.

Etter å ha beregnet overstående betaverdier og krav, kan jeg beregne meg fram til netto finansielt gjeldskrav.

8.3.4. Netto finansielt gjeldskrav for det enkelte mediehus

Nedenfor følger oppsummering over utregning av netto finansielt gjeldskrav for det enkelte mediehus.

Netto finansielt gjeldskrav, Aftenposten									
	Aftenposten konsern		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2001-2006
	Finansielt gjeldskrav	fgk	0,076	0,069	0,052	0,031	0,032	0,040	0,050
*	Finansiell gjeldsvekt	FG/NFG	1,192	1,515	2,521	2,976	2,671	3,546	2,403
-	Finansielt eiendelskrav	fek	0,061	0,060	0,047	0,027	0,026	0,031	0,042
*	Finansiell eiendelsvekt	FE/NFG	0,192	0,515	1,521	1,976	1,671	2,546	1,403
=	Netto finansielt gjeldskrav	nfgk	0,079	0,073	0,059	0,037	0,043	0,065	0,061

Tabell 8-6: Netto finansielt gjeldskrav, Aftenposten

Netto finansielt gjeldskrav, Bergens Tidende									
	Bergens Tidende konsern		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2001-2006
	Finansielt gjeldskrav	fgk	0,079	0,068	0,046	0,034	0,034	0,045	0,051
*	Finansiell gjeldsvekt	FG/NFG	3,687	5,574	57,316	-4,605	-1,377	-0,631	9,994
-	Finansielt eiendelskrav	fek	0,054	0,052	0,035	0,025	0,026	0,032	0,037
*	Finansiell eiendelsvekt	FE/NFG	2,687	4,574	56,316	-5,605	-2,377	-1,631	8,994
=	Netto finansielt gjeldskrav	nfgk	0,144	0,143	0,684	-0,015	0,015	0,024	0,174

Tabell 8-7: Netto finansielt gjeldskrav, Bergens Tidende

Netto finansielt gjeldskrav, Fædrelandsvennen									
	Fædrelandsvennen konsern		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2001-2006
	Finansielt gjeldskrav	fgk	0,194	0,146	0,117	0,107	0,086	0,067	0,119
*	Finansiell gjeldsvekt	FG/NFG	-0,494	-0,814	-0,701	-0,668	-1,010	-9,306	-2,166
-	Finansielt eiendelskrav	fek	0,091	0,083	0,064	0,054	0,053	0,057	0,067
*	Finansiell eiendelsvekt	FE/NFG	-1,494	-1,814	-1,701	-1,668	-2,010	-10,306	-3,166
=	Netto finansielt gjeldskrav	nfgk	0,041	0,031	0,027	0,019	0,019	-0,034	-0,046

Tabell 8-8: Netto finansielt gjeldskrav, Fædrelandsvennen

Netto finansielt gjeldskrav, Stavanger Aftenblad									
	Stavanger Aftenblad konsern		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2001-2006
	Finansielt gjeldskrav	fgk	0,251	0,325	0,144	0,149	0,131	0,129	0,188
*	Finansiell gjeldsvekt	FG/NFG	-0,207	-0,243	-0,275	-0,365	-0,435	-0,558	-0,347
-	Finansielt eiendelskrav	fek	0,083	0,076	0,055	0,054	0,053	0,061	0,063
*	Finansiell eiendelsvekt	FE/NFG	-1,207	-1,243	-1,275	-1,365	-1,435	-1,558	-1,347
=	Netto finansielt gjeldskrav	nfgk	0,048	0,015	0,030	0,019	0,019	0,023	0,020

Tabell 8-9: Netto finansielt gjeldskrav, Stavanger Aftenblad

8.4. Netto driftskapitalkrav

Netto driftskapitalkrav er kravet til avkastning på nettodriftskapital, og finnes ved følgende

formel: $ndk = ekk * \frac{EK}{NDK} + mik * \frac{MI}{NDK} + fgk * \frac{NFG}{NDK}$. Netto driftskapitalkrav er som vi ser

et vektet avkastningskrav i forhold til hvilke størrelser som inngår i netto driftskapital.

Netto driftskapitalkrav, Aftenposten									
	Aftenposten konsern		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2001-2006
	Egenkapitalkrav	ekk	0,119	0,118	0,102	0,093	0,093	0,099	0,104
*	Egenkapitalandel	EK/NDK	0,962	0,961	0,968	0,959	0,941	0,957	0,958
+	Minoritetskrav	mik	0,149	0,148	0,132	0,123	0,123	0,129	0,134
*	Minoritetsandel	MI/NDK	0,016	0,021	0,019	0,034	0,048	0,028	0,027
+	Netto finansielt gjeldskrav	nfgk	0,079	0,073	0,059	0,037	0,043	0,065	0,061
*	Netto finansiell gjeldsandel	NFG/NDK	0,023	0,018	0,013	0,007	0,011	0,015	0,015
=	Netto driftskapitalkrav	ndk	0,118	0,118	0,102	0,093	0,093	0,099	0,104

Tabell 8-10: Netto driftskapitalkrav, Aftenposten

Gjennomsnittet for perioden 01-06 er på 10,4 %. Nok en gang er grunnen til at netto driftskapitalkrav har gått opp fra 05 til 06 at det har vært en økning i den risikofrie renten.

Dette er en utvikling vi finner igjen for netto driftskapitalkrav for samtlige av bedriftene som jeg analyserer her i oppgaven.

Netto driftskapitalkrav, Bergens Tidende									
	Bergens Tidende konsern		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2001-2006
	Egenkapitalkrav	ekk	0,117	0,116	0,098	0,085	0,081	0,085	0,096
*	Egenkapitalandel	EK/NDK	0,897	0,930	0,993	1,088	1,236	1,314	1,076
+	Minoritetskrav	mik	0,147	0,146	0,128	0,115	0,111	0,115	0,126
*	Minoritetsandel	MI/NDK	0,002	0,002	0,000	0,000	0,000	0,000	0,001
+	Netto finansielt gjeldskrav	nfgk	0,144	0,143	0,684	-0,015	0,015	0,024	0,174
*	Netto finansiell gjeldsandel	NFG/NDK	0,101	0,068	0,007	-0,088	-0,236	-0,314	-0,077
=	Netto driftskapitalkrav	ndk	0,120	0,117	0,102	0,094	0,096	0,104	0,090

Tabell 8-11: Netto driftskapitalkrav, Bergens Tidende

Gjennomsnittlig netto driftskapitalkrav over analyseperioden er på 9,0 %. Fra og med 2003 har ikke det vært minoritetsinteresser i Bergens Tidende.

Netto driftskapitalkrav, Fædrelandsvennen									
	Fædrelandsvennen konsern		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2001-2006
	Egenkapitalkrav	ekk	0,100	0,103	0,086	0,075	0,078	0,094	0,088
*	Egenkapitalandel	EK/NDK	1,655	1,433	1,539	1,665	1,444	1,036	1,462
+	Minoritetskrav	mik	0,130	0,133	0,116	0,105	0,108	0,124	0,118
*	Minoritetsandel	MI/NDK	0,003	0,003	0,002	0,001	0,004	0,007	0,003
+	Netto finansielt gjeldskrav	nfgk	0,041	0,031	0,027	0,019	0,019	-0,034	-0,046
*	Netto finansiell gjeldsandel	NFG/NDK	-0,658	-0,437	-0,541	-0,666	-0,448	-0,042	-0,465
=	Netto driftskapitalkrav	ndk	0,139	0,134	0,118	0,111	0,104	0,100	0,151

Tabell 8-12: Netto driftskapitalkrav, Fædrelandsvennen

Gjennomsnittlig netto driftskapitalkrav over analyseperioden er på 15,1 %. Dette er det eneste selskapet hvor netto driftskapitalkrav ikke har økt fra 05 til 06.

Netto driftskapitalkrav, Stavanger Aftenblad									
	Stavanger Aftenblad konsern		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2001-2006
	Egenkapitalkrav	ekk	0,089	0,089	0,071	0,060	0,058	0,064	0,072
*	Egenkapitalandel	EK/NDK	1,672	1,612	1,804	1,977	2,260	2,202	1,921
+	Minoritetskrav	mik	0,089	0,089	0,071	0,060	0,058	0,064	0,072
*	Minoritetsandel	MI/NDK	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
+	Netto finansielt gjeldskrav	nfgk	0,048	0,015	0,030	0,019	0,019	0,023	0,020
*	Netto finansiell gjeldsandel	NFG/NDK	-0,672	-0,612	-0,804	-0,977	-1,260	-1,202	-0,921
=	Netto driftskapitalkrav	ndk	0,117	0,135	0,105	0,100	0,107	0,113	0,119

Tabell 8-13: Netto driftskapitalkrav, Stavanger Aftenblad

Gjennomsnittlig driftskapitalkrav over analyseperioden er 11,9 %. Stavanger Aftenblad har ikke hatt minoritetsinteresser i løpet av analyseperioden.

9. Lønnsomhetsanalyse

I lønnsomhetsanalysen analyserer jeg egenkapitalrentabiliteten i forhold til egenkapitalkravet.

Avkastningen på investert kapital er det som er mest interessant for potensielle investorer.

Egenkapitalrentabiliteten (ekr) finner jeg ved hjelp av følgende formel:

$$ekr_t = \frac{NRE_t}{[EK_{t-1} + (EK_t - EK_{t-1} - NRE_t) / 2]} \cdot \text{Ved å benytte denne formelen for}$$

egenkapitalrentabilitet, så benytter jeg meg av gjennomsnittlig egenkapital i perioden. Jeg vil sammenligne egenkapitalrentabiliteten for det enkelte mediehus med det tilhørende egenkapitalkravet. Superrentabiliteten er forskjellen mellom faktisk egenkapitalrentabilitet og kravet til avkastning til egenkapitalen. Dess større superrentabilitet, dess bedre for selskapet.

9.1. Aftenposten

Egenkapitalrentabilitet									
	Aftenposten konsern		2001	2002	2003	2004	2005	2006	Tidsvektet
	Egenkapitalrentabilitet	ekr	0,103	0,145	0,069	0,128	0,285	0,338	0,191
-	Egenkapitalkrav	ekk	0,119	0,118	0,102	0,093	0,093	0,099	0,102
=	Superrentabilitet		-0,015	0,027	-0,034	0,035	0,193	0,240	0,089

Tabell 9-1: Egenkapitalrentabilitet og superrentabilitet, Aftenposten

For Aftenposten sin del har egenkapitalrentabiliteten vært større enn kravet i 4 av 6 perioder, i 01 og 03 var superrentabiliteten negativ. Fra bunnen i 2003 har superrentabiliteten hatt en positiv utvikling fram til analyseperiodens beste resultat i 2006, med en superrentabilitet på 24,0 %. Tidsvektet ligger superrentabiliteten på 8,9 %.

9.2. Bergens Tidende

Egenkapitalrentabilitet									
	Bergens Tidende konsern		2001	2002	2003	2004	2005	2006	Tidsvektet
	Egenkapitalrentabilitet	ekr	0,075	0,086	0,132	0,192	0,302	0,232	0,183
-	Egenkapitalkrav	ekk	0,117	0,116	0,098	0,085	0,081	0,085	0,094
=	Superrentabilitet		-0,042	-0,030	0,034	0,107	0,221	0,147	0,089

Tabell 9-2: Egenkapitalrentabilitet og superrentabilitet, Bergens Tidende

Også Bergens Tidende startet analyseperioden med negativ superrentabilitet, i dette tilfellet var det negativt i de to første periodene. Gjennom hele perioden har superrentabiliteten gått oppover, med en topp i 2005. I 2006 har superrentabiliteten gått noe nedover igjen, men den ligger fortsatt på et komfortabelt høyt nivå, en meravkastning på 14,7 % over kravet er meget godt. Tidsvektet snitt for analyseperioden er på 8,9 %.

9.3. Fædrelandsvennen

Egenkapitalrentabilitet									
Fædrelandsvennen konsern			2001	2002	2003	2004	2005	2006	Tidsvektet
	Egenkapitalrentabilitet	ekr	0,067	0,071	0,137	0,164	0,197	0,215	0,152
-	Egenkapitalkrav	ekk	0,100	0,103	0,086	0,075	0,078	0,000	0,069
=	Superrentabilitet		-0,033	-0,032	0,051	0,089	0,120	0,215	0,083

Tabell 9-3: Egenkapitalrentabilitet og superrentabilitet, Fædrelandsvennen

Fædrelandsvennen hadde, i likhet med Bergens Tidende, negativ superrentabilitet i de to første periodene. Etter den tid har det gått oppover, og i 2006 var rentabiliteten hele 21,5 % over kravet. Tidsvektet over analyseperiodene genererte Fædrelandsvennen enn superrentabilitet til egenkapitalen på 8,3 %.

9.4. Stavanger Aftenblad

Egenkapitalrentabilitet									
Stavanger Aftenblad konsern			2001	2002	2003	2004	2005	2006	Tidsvektet
	Egenkapitalrentabilitet	ekr	0,091	-0,082	0,145	0,195	0,282	0,256	0,165
-	Egenkapitalkrav	ekk	0,089	0,089	0,071	0,060	0,058	0,064	0,070
=	Superrentabilitet		0,002	-0,172	0,073	0,135	0,225	0,192	0,095

Tabell 9-4: Egenkapitalrentabilitet og superrentabilitet, Stavanger Aftenblad

Kun i 2002 genererte Stavanger Aftenblad en negativ superrentabilitet til egenkapitalen, men til gjengjeld var den svært negativ (hele -17,2 %). Etter bunnen i 2002 har det gått oppover før det i 06 igjen har gått litt ned, til i overkant av 19 %. Tidsvektet gjennom analyseperioden har Stavanger Aftenblad hatt en egenkapitalrentabilitet som er 9,5 % høyere enn egenkapitalkravet.

9.5. Oppsummering

Ser vi på den generelle utviklingen, ser vi at alle selskapene jeg analyser har hatt en svært god utviklingen i egenkapitalrentabiliteten over analyseperioden. Men det er også en viss indikasjon på at toppen er nådd, for de fleste enten i 05 eller i 06. Med tanke på at alle oppnår rentabilitet på mellom 15 til 25 % meravkastning i forhold til kravene, så er det ikke unaturlig at superrentabiliteten ikke kan øke vesentlig mer, men at det framover er større sannsynlighet for at det kommer til å bli en viss nedgang eller stabilisering i meravkastningen.

10. Vekstanalyse

Vekst er den prosentvise endringen i et regnskapstall over tid. Det er to hovedgrunner til å analysere vekst:

- § Lengre perioder med negativ vekst i inntekter tærer på egenkapitalen og gjør en bedrift i dårligere stand til å overleve ytterligere perioder med dårlig lønnsomhet. Vekstanalyse blir på denne måten en del av soliditetsanalysen av en bedrift.
- § Vekst er en underliggende verdidriver ved fundamental verdsettelse.

10.1. Driftsinntektsvekst

Driftsinntektsveksten (*div*) er hvor mye totale driftsinntekter vokser fra periode til periode:

$$div_t = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_{t-1}} = \frac{\Delta DI_t}{DI_{t-1}}$$

Driftsinntektsvekst								
	2001	2002	2003	2004	2005	2006		gjennomsnitt
Aftenposten	-0,040	-0,032	-0,016	0,022	0,139	0,102		0,029
Bergens Tidende	0,053	0,006	0,017	0,105	0,125	0,095		0,067
Fædrelandsvennen	0,032	0,005	0,057	0,092	0,217	0,199		0,100
Stavanger Aftenblad	0,038	-0,058	0,039	0,059	0,137	0,138		0,059

Tabell 10-1: Driftsinntektsvekst

Av tabellen ser jeg at samtlige har hatt vekst i driftsinntektene i løpet av analyseperioden, Aftenposten lavest med en gjennomsnittlig vekst på 2,9 % og Fædrelandsvennen høyest med et gjennomsnitt på 10 %. For alle mediehusene er det hovedsakelig vekst i annonseinntekter som sørger for at totale driftsinntekter vokser. Ser en på Aftenposten har de i 2005 hatt vekst i inntektene fra salg av aviser, noe som kommer av at Aftenposten la om til tabloidformat i løpet av 2005, og har på grunn av dette opplevd at den negative opplagstrenden har stoppet opp og reversert⁴¹. Dette lover positivt for de fire andre avisene, ettersom også disse la om til tabloidformat den 16. oktober 2006. På kort sikt forventer jeg at denne omleggingen vil føre til oppbremsing av opplagsnedgangen også i 07 og delvis 08, og for en periode økning i opplagsinntekter også for de andre tre mediehusene. Effekten av at de gode tidene i Norge (og særlig lav arbeidsledighet) forventer jeg også vil fortsette i gjennom 07, mens utviklingen i 08 tyder på at veksten kommer til å gå noe ned.

⁴¹ Aftenposten årsrapport 2005

10.2. Egenkapitalvekst

Egenkapitalveksten er hvor mye egenkapitalen endrer seg fra periode til periode. Jeg ser på både fullstendig egenkapitalvekst (fekv) og normalisert egenkapitalvekst (ekv).

$$\text{Fullstendig egenkapitalvekst: } fekv_t = \frac{\Delta EK_t}{EK_{t-1}}$$

$$\text{Normalisert egenkapitalvekst: } ekv_t = (1 - eku) * ekr_t.$$

$$\text{Egenkapitalutbyttet (eku) den enkelte periode er } eku_t = \frac{FUT_t}{NRE_t}. \text{ FUT = foreslått utbytte, NRE}$$

= normalisert nettoresultat til egenkapitalen. Jeg benytter gjennomsnittet av medianen for de fem bedriftene i Media Norge som estimat på eku for perioden; eku = 0,574.

Egenkapitalvekst									
			2001	2002	2003	2004	2005	2006	gjennomsnitt
Aftenposten	fekv		-0,014	0,059	0,081	-0,116	-0,013	0,132	0,022
	ekv		0,044	0,062	0,029	0,054	0,121	0,144	0,076
Bergens Tidende	fekv		-0,001	-0,013	0,055	0,049	0,198	0,120	0,068
	ekv		0,032	0,036	0,056	0,082	0,129	0,099	0,072
Fædrelandsvennen	fekv		-0,129	-0,052	-0,038	0,086	0,082	0,043	-0,001
	ekv		0,028	0,030	0,058	0,070	0,084	0,092	0,060
Stavanger Aftenblad	fekv		-0,020	-0,175	-0,114	-0,036	0,035	0,136	-0,029
	ekv		0,039	-0,035	0,062	0,083	0,120	0,109	0,063

Tabell 10-2: Egenkapitalvekst

Ingen av avisene har hatt markert vekst i egenkapitalen i løpet av analyseperioden, om vi ser på fullstendig egenkapitalvekst. Høyest ligger Bergens Tidende som gjennomsnittlig har økt sin egenkapital med 6,8 % i løpet av perioden, mens Stavanger Aftenblad har hatt den dårligste utviklingen med en gjennomsnittlig nedgang på 2,9 % i løpet av perioden.

Om jeg derimot ser på den normaliserte egenkapitalveksten, så blir utfallet annerledes. Her har alle bedriftene hatt en vekst som ligger mellom 6,0 % (Fædrelandsvennen) og 7,6 % (Aftenposten). Den normaliserte egenkapitalveksten er gjerne sett på som den vedvarende veksten i egenkapitalen, hvor en ser bort fra unormale kapitalinnskudd eller uttak. Det er den normaliserte veksten som er mest relevant å se på når jeg skal begynne med framskriving.

11. Framtidsregnskap

Før jeg kan gjennomføre en verdsettelse av bedriftene i Media Norge, må jeg gjøre meg opp en formening om hvordan utviklingen vil fortsette framover. Dette gjør jeg gjennom å benytte innsikten fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen for å framskrive verdidrivere og utarbeide framtidbudsjett. Etter budsjetthorisonten går jeg over til kun å framskrive kravene, og dermed komme fram til en horisontverdi på bedriftens egenkapital.

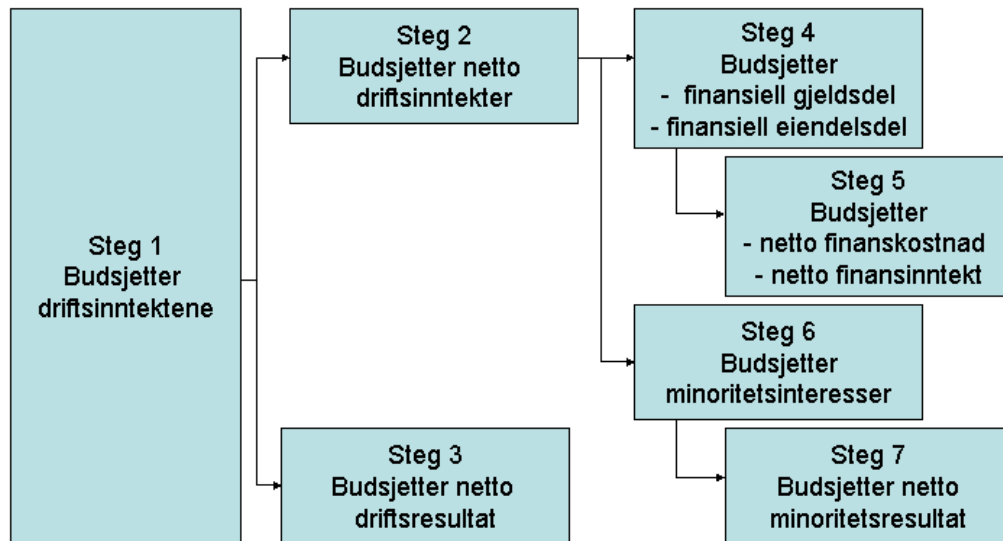
11.1. Budsjetthorisont

For hvor lang tid framover det bør utarbeides budsjett, kommer an på to faktorer:

- § Hvor langt unna den enkelte bedrift er sin ”steady state”, altså når bedriften har en tilnærmet konstant vekst.
- § Kvaliteten på regnskapsføringen. Dess bedre regnskapsføringen er, dess kortere tidsrom trenger jeg å sette opp budsjett for.

Alle bedriftene i Media Norge utarbeider regnskap etter god regnskapsskikk, fra og med 2004 har Stavanger Aftenblad gått over til å rapportere i samsvar med IFRS. Jeg anser at kvaliteten på regnskapene til bedriftene er gode, og regnskapsføring etter god regnskapsskikk skulle indikere at jeg bør velge en budsjetthorisont på 6-16 år. Hvor innen dette intervallet jeg ender opp, kommer an på hvor langt unna bedriftene er unna sin steady state. En fusjon av bedriftene inn i konsernet Media Norge muliggjør økning i driftsinntekter og kostnadsreduksjoner, i tillegg så antar jeg at inntekter fra nye medier å distribuere nyheter gjennom går oppover framover. I løpet av en 10-årsperiode har nok mediehusene nådd sitt steady-state nivå. Jeg velger dermed en budsjetthorisont på 10 år, altså 2007-2016.

11.2. Rammeverk for budsjettering



Figur 11-1: Rammeverk for budsjettering

Når jeg skal velge budsjetteringsmodell, velger jeg en modell som er forholdsvis enkel og som kun inneholder de viktigste budsjettdriverne. Grunnen til at jeg ikke velger en mer kompleks modell, er at kvaliteten på budsjetteringen ikke nødvendigvis går opp selv om modellen er mer kompleks og inneholder flere variabler. Dermed velger jeg en modell hvor jeg kun trenger å estimere utviklingen til de viktigste budsjettdriverne.

Til den modellen jeg har valgt, må jeg estimere utviklingen til følgende budsjettdriverne:

1. Driftsinntektsveksten $DI_t = (1 + div_t) * DI_{t-1}$
2. Omløpet til netto driftseiendeler $NDE_{t-1} = DI_t / onde_t$
3. Netto driftsmargin $NDR_t = ndm_t * DI_t$
- 4.1. Finansiell gjeldsdel $FG_t = fgd_t * NDE_t$
- 4.2. Finansiell eiendelsdel $FE_t = fed_t * NDE_t$
- 5.1. Finansiell gjeldsrente $NFK_t = fgr_t * FG_{t-1}$
- 5.2. Finansiell eiendelsrente $NFI_t = fer_t * FE_{t-1}$
6. Minoritetsdel $MI_t = mid_t * NDE_t$
7. Netto minoritetsrentabilitet $NMR_t = mir_t * MI_{t-1}$

11.3. Utvikling i budsjett drivere

I stedet for å estimere hvordan den enkelte budsjett driver utvikler seg det enkelte år, velger jeg å estimere hvordan de aktuelle forholdstall er i fire perioder:

Periode	År	Begrunnelse
1	2007	Ved utarbeidelse av denne oppgaven er jeg allerede i 2008, og jeg har dermed godt grunnlag for å kunne si noe om faktisk utvikling for forholdstallene i 2007.
2	2008	Også 2008 vil det være mulig å gjøre konkrete forutsetninger for, med utgangspunkt i utviklingen i 2007.
M	2012	Jeg legger her inn 2012 som et "mellomår" hvor eventuelle forutsetninger om mellomlange strategiske endringer kan legges inn.
T	2016	Dette er horisontåret, og her forutsetter jeg at alle forholdstall har nådd sitt "steady-state" nivå.

Mellom periodene 2 til M og M til T lar jeg forholdstallene utvikle seg lineært.

I appendiks 5 er det oversikt over den historiske utviklingen for alle aktuelle budsjett drivere for det enkelte mediehus.

11.3.1. Driftsinntektsvekst

$$DI_t = (1 + div_t) * DI_{t-1}. \text{ DI} = \text{Driftsinntekt, div} = \text{driftsinntektsvekst.}$$

Veksten i driftsinntekter er en av de sentrale størrelsene å estimere. Som vi ser av rammeverket jeg har valgt å benytte meg av, er alle andre estimater et resultat av denne estimerte størrelsen.

Når jeg skal estimere veksten i driftsinntekter, tar jeg utgangspunkt i følgende forutsetninger: I 2007 har de gode tidene til en viss grad fortsatt. Veksten i driftsinntekter estimerer jeg til å ligge på rundt 10 % for mediehusene.

I 2008 ser vi tendenser til at det er visse avmatninger i den generelle økonomien. Rentenivået går oppover og utviklingen på børsen har vært betraktelig mer ustabil. Ledighetsnivået er fortsatt lavt, noe som har mye å si for annonseinntekter (mange stillinger som utlyses). Jeg velger derfor å sette veksten i 2008 til 8 %.

I løpet av analyseperioden antar jeg at selskapene vil få en periode med lavere driftsinntektsvekst. Dette som følge av utfordringer knyttet til ytterligere nedgang i salg av papiraviser, og at det tar noe tid å finne metoder for å omstille seg over til å tjene godt på nye

medier (som for eksempel å klare å tjene like godt på annonsering på nett som i papiraviser).

Jeg estimerer på bakgrunn av dette driftsinntektsveksten i periode M til 4 %.

Når det gjelder driftsinntektsveksten i steady-state, kan ikke denne være høyere enn den samlede veksten i økonomien, denne anslår jeg til å være 2,5- 3 % (basert på historisk utvikling). I tillegg tar jeg hensyn til inflasjon på gjennomsnittlig 2,5 % (jeg baserer meg her på sentralbanken sitt inflasjonsmål). Langsiktig vekst i driftsinntektene blir dermed 5 – 5,5 %. Jeg velger å legge til grunn en steady-state vekst på 5 %.

11.3.2. Omløpet til netto driftseiendeler

$$NDE_{t-1} = \frac{DI_t}{onde_t} \cdot NDE$$
 NDE = netto driftseiendeler, DI = driftsinntekt, onde = omløpet til netto driftseiendeler.

Når jeg skal estimere omløpet til netto driftseiendeler, antar jeg at selskapene etter hvert vil konvergere mot et gjennomsnittlig omløp som tilsvarer gjennomsnittlig historisk omløp for avisene jeg analyserer. Dette har jeg i tabell i appendiks 5 beregnet til å være like i underkant av 3, altså setter jeg omløpet i netto driftseiendeler til å være 3 i periode T (og dermed også steady-state nivået). For de mediehusene som ligger på et omløpsnivå rundt 3, lar jeg onde ligge på 3 gjennom hele estimatperioden. For Aftenposten og Stavanger Aftenblad, som i 2006 har en onde som ligger vesentlig over 3, lar jeg onde gradvis gå mot 3 gjennom estimatperioden.

11.3.3. Netto driftsmargin

$$NDR_t = ndm_t * DI_t$$
 NDR = netto driftsresultat, DI = driftsinntekter, ndm = netto driftsmargin.

I løpet av analysetiden anslår jeg at mediehusene i praksis gjennomfører fusjonen slik at konsernet Media Norge opprettes. Min antagelse er at dette vil medføre en del engangskostnader, slik at netto driftsmargin i løpet av analyseperioden vil få en markant ”dupp”. Jeg setter dermed netto driftsmargin i periode M til 3,5 %. I horisonten setter jeg nok en gang verdien til å være bransjens snitt over analyseperioden, i periode T estimerer jeg dermed netto driftsmargin til å være 6 %. I 2007 lar jeg utviklingen fra 06 fortsette (ettersom jeg er i 08 nå, og vet at det ikke er særskilte forhold som taler for at det skal være store endringer i 07 forhold til 06). I 08 antar jeg at selskapene vil få en viss nedgang i driftsmarginen, som følge av at det er noe dårligere tider (høyere rentenivå, nedgang på

børsen, noe høyere ledighet etc.), noe som direkte påvirker mediehusenes reklame- og opplagsinntekter.

11.3.4. Finansiell eiendelsdel og finansiell gjeldsdel

$FG_t = fgd_t * NDE_t$. FG = finansiell gjeld, NDE = netto driftseiendeler, fgd = finansiell gjeldsdel.

$FE_t = fed_t * NDE_t$. FE = finansielle eiendeler, NDE = netto driftseiendeler, fed = finansiell eiendelsdel.

Ettersom jeg forutsetter at fusjonen vil bli gjennomført, antar jeg at finansieringsstrukturen i de forskjellige selskapene vil konvergere mot en felles størrelse.

Nok en gang tar jeg utgangspunkt i det tidsvektede gjennomsnittet for selskapene når jeg setter horisontverdien. Jeg antar at i periode T vil den finansielle gjeldsdelen være 0,4, mens den finansielle eiendelsdelen er 0,6. Selskapene har en noe ulik finansiell gjelds- og eiendelsstruktur. Jeg lar derfor denne utviklingen gå mot hhv 0,4 og 0,6 over analyseperioden.

11.3.5. Minoritetsdel

$MI_t = mid_t * NDE_t$. MI = minoritetsinteresser, NDE = netto driftseiendeler, mid = minoritetsdel.

Bergens Tidende og Stavanger Aftenblad har ikke minoritetsinteresser. Jeg lar dette være uendret. Aftenposten har per 31.12.2006 en minoritetsdel på 3,6 %. Denne lar jeg gå mot 5 % i periode M, og lar den ligge uendret fra M til T.

Fædrelandsvennen har per 31.12.2006 0,4 % minoritetsinteresser. Jeg lar denne gå mot 2,5 % i periode T, og lar utviklingen gå lineært opp til dette nivået over analyseperioden.

11.3.6. Finansiell gjeldsrente, finansiell eiendelsrente og netto minoritetsrentabilitet

$NFK_t = fgr_t * FG_{t-1}$. NFK = netto finanskostnad. FG = finansiell gjeld, fgr = finansiell gjeldsrente

$NFI_t = fer_t * FE_{t-1}$. NFI = netto finansinntekt, FE = finansielle eiendeler, fer = finansiell eiendelsrente.

$NMR_t = mir_t * MI_{t-1}$. netto minoritesresultat, MI = minoritetsinteresser, mir = minoritetsrentabilitet.

Jeg antar at selskapene får en avkastning på sine finansielle investeringer og rente på sin finansielle gjeld som er riktig i forhold til underliggende risiko. Altså antar jeg at rentabiliteten er lik kravet. Det samme forutsetter jeg for minoritetsrentabiliteten.

Tabell med mine estimat for utvikling i budsjett drivere finnes i appendiks 6.

11.4. Framtidsregnskap

Etter at jeg har estimert budsjett drivere, kan jeg lage framtidsregnskap for alle mediehusene.

Disse finnes i appendiks 7.

12. Framtidskrav

Før jeg kan estimere framtidig verdi av selskapene, trenger jeg også å estimere utviklingen i kapitalkrav. Jeg trenger å estimere alle krav som inngår i netto driftskapitalkrav, altså framtidig utvikling i egenkapitalkrav, minoritetskrav og netto finansielt gjeldskrav.

For å beregne framtidskrav, benytter jeg meg av samme formler som jeg benyttet for å beregne historiske krav i kapittel 8. I tillegg benytter jeg meg av framtidsregnskapene som jeg utarbeidet i forrige kapittel.

Følgende forutsetninger er tatt i denne forbindelse.

- § **Risikofri rente:** Jeg vet at 3 års norsk statsobligasjon for 2007 er 4,79 %. Jeg antar at denne på horisontleddet vil gå ned til 4,7 %, noe som gir en risikofri rente etter skatt på 3,4 % på horisonten. Jeg lar renteutviklingen være lineær mellom 2007 og 2016.
- § **Illikviditetspremie:** Jeg legger til grunn at etter gjennomføringen av fusjonen, vil det være en del omsetning av aksjene i Media Norge. Jeg lar dermed illikviditetspremien gå ned til null i periode T.
- § **Utbytteskatt.** Fra og med 2006 er det innført utbytteskatt på utbytte ut over skjermingsrenten som betales til personer (dette gjelder ikke utbytte til selskaper). Utbyttebeskatningen er med og hever kravet til avkastning på egenkapital. Total beskatning knyttet til utbytte utbetalt til personlige skatteyttere blir dermed 48,16 % (selskapets beskatning av overskudd + skatt på utbytte for den som mottar utbyttet). På grunn av at en viss andelen av utbyttet er skattefritt (skjermingsrenten) pluss at det ikke er skatt på utbytte som betales ut til selskaper (personer som investerer stort i selskaper kan da i stor grad unngå/utsette utbyttebeskatningen ved å opprette investeringsselskaper og la mottatt utbytte bli stående i investeringsselskap), blir den faktiske utbytteskatten betraktelig lavere. Jeg estimerer den til å gå mot 3 % på horisonten, og at utviklingen er lineær.
- § **Ekstra illikviditetspremie minoriteter:** Aftenposten og Fædrelandsvennen har minoritetsinteresser. Jeg estimerer illikviditetspremien for disse til å gå ned fra 3 % i 2006, til 2 % i 2016.
- § **Kreditrisikopremie:** Jeg antar at risikopremie for det enkelte selskap i analyseperioden ligger på samme nivå som i 2006. Altså er kreditrisikopremien for Aftenposten satt til risikofri rente * 0,25 over hele framtidsperioden (Aftenposten

hadde syntetisk rating A i 2006, noe som tilsier en kreditrisikopremie på 0,25 av risikofri rente).

I appendiks 8 finnes utregning av netto driftskapitalkrav og superprofitt for det enkelte år.

13. Verdsettelse

For å verdsette bedriftene, velger jeg å benytte superprofitt fra netto driftskapital.

Formelen for nåverdien av et selskap er da:

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0 - VMI_0.$$

På grunn av at jeg har forutsatt at netto finansielt gjeldskrav = netto finansiell gjeldsrentabilitet og netto minoritetskrav = netto minoritetsrentabilitet gjennom, blir henholdsvis VNFK = NFG og VMI = MI i periode 0.

Virkelig verdi av netto driftskapital finner jeg ved hjelp av følgende formel:

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

VNDK = Nåverdi av netto driftskapital

NDK = Netto driftskapital

SPD = Superprofitt fra drift

ndk = netto driftskapitalkrav

ndv = netto driftskapitalvekst

For å være sikker på at jeg har kommet i steady state, setter jeg horisontverdien til 2017 (T=2017).

Nedenfor følger verdsettelse for de ulike mediehusene.

13.1. Aftenposten

Superprofitt fra drift (SPD). Aftenposten														
	MNOK	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	Superprofitt fra drift		142	103	88	71	50	28	56	88	123	162	168	176
	/ Diskonteringsfaktor		1,107	1,225	1,352	1,489	1,635	1,791	1,956	2,130	2,312	2,501	2,706	
=	Nåverdi		128	84	65	47	31	15	29	41	53	65	62	
	NDK[0]	736												
+	Σnåverdi	621												
+	Horisontverdi	2 052											2 052	
=	VNDK[0]	3 409												
-	NFG[0]	52												
-	MI[0]	27												
=	VEK[0]	3 330												

Tabell 13-1: Superprofitt fra drift, Aftenposten

13.2. Bergens Tidende

Superprofitt fra drift (SPD). Bergens Tidende														
	MNOK	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	Superprofitt fra drift		54	49	41	31	19	6	17	29	42	57	60	63
/	Diskonteringsfaktor		1,114	1,245	1,383	1,530	1,685	1,848	2,019	2,199	2,387	2,582	2,793	
=	Nåverdi		48	40	30	20	11	3	8	13	18	22	21	
	NDK[0]	330												
+	Σnåverdi	235												
+	Horisontverdi	708											708	
=	VNDK[0]	1 273												
-	NFG[0]	-105												
-	MI[0]	0												
=	VEK[0]	1 377												

Tabell 13-2: Superprofitt fra drift, Bergens Tidende

13.3. Fædrelandsvennen

Superprofitt fra drift (SPD). Fædrelandsvennen														
	MNOK	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	Superprofitt fra drift		17	19	16	13	9	4	9	15	21	27	29	30
/	Diskonteringsfaktor		1,095	1,207	1,325	1,449	1,579	1,716	1,858	2,005	2,157	2,312	2,479	
=	Nåverdi		15	15	12	9	6	3	5	7	10	12	12	
	NDK[0]	210												
+	Σnåverdi	106												
+	Horisontverdi	550											550	
=	VNDK[0]	866												
-	NFG[0]	21												
-	MI[0]	1												
=	VEK[0]	844												

Tabell 13-3: Superprofitt fra drift, Fædrelandsvennen

13.4. Stavanger Aftenblad

Superprofitt fra drift (SPD). Stavanger Aftenblad														
	MNOK	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	Superprofitt fra drift		47	49	43	34	23	11	18	25	33	42	42	45
/	Diskonteringsfaktor		1,115	1,240	1,363	1,494	1,634	1,782	1,939	2,104	2,277	2,459	2,657	
=	Nåverdi		42	40	31	22	14	6	9	12	15	17	16	
	NDK[0]	162												
+	Σnåverdi	225												
+	Horisontverdi	553											553	
=	VNDK[0]	940												
-	NFG[0]	-143												
-	MI[0]	0												
=	VEK[0]	1 083												

Tabell 13-4: Superprofitt fra drift, Stavanger Aftenblad

13.5. Verdi av Media Norge

Ved å summere estimert verdi for det enkelte selskapet, kommer jeg fram til estimert verdi for det framtidige konsernet Media Norge.

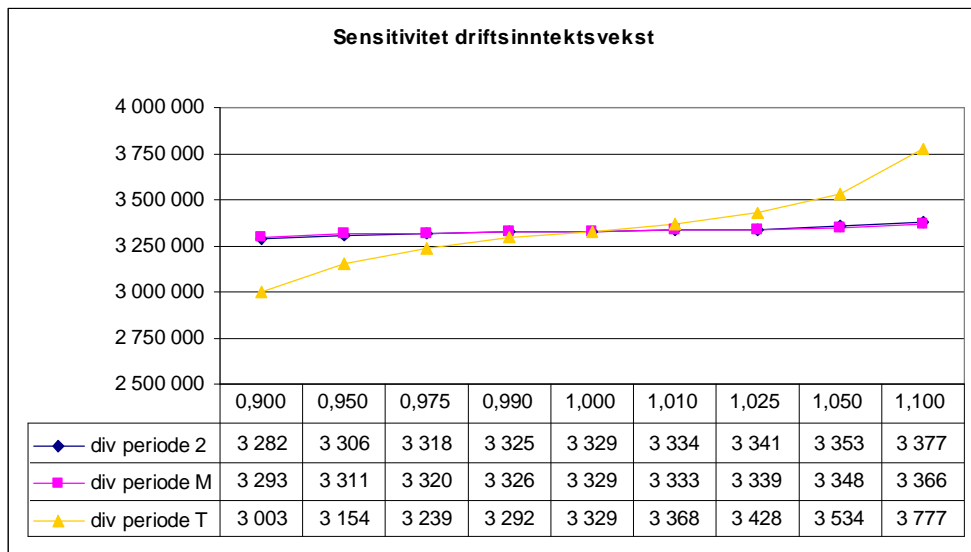
	Avis	Verdi
	Aftenposten	3 330
+	Bergens Tidende	1 377
+	Fædrelandsvennen	844
+	Stavanger Aftenblad	1 083
=	Verdi Media Norge	6 634

Mitt verdiestimat for Media Norge er 6,6 milliarder kroner. Dette er verdiestimatet per 31.12.2006.

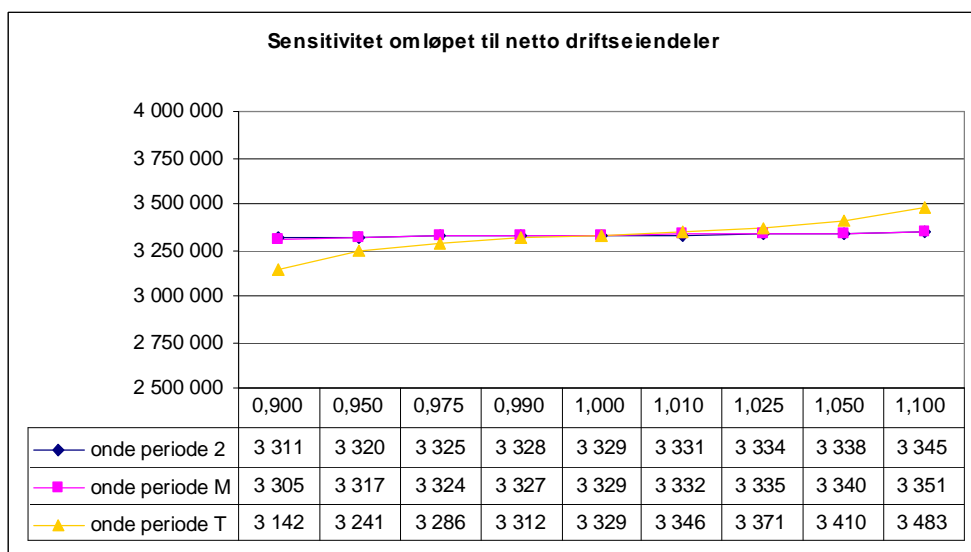
14. Usikkerhet i verdiestimatet

I dette kapitlet analyserer jeg i hvor stor grad endringer i mine forutsetninger for verdidrivere påvirker estimert verdi. Jeg har analysert effekten av endring i de viktigste verdidrivere i hhv periode 2, M og T.

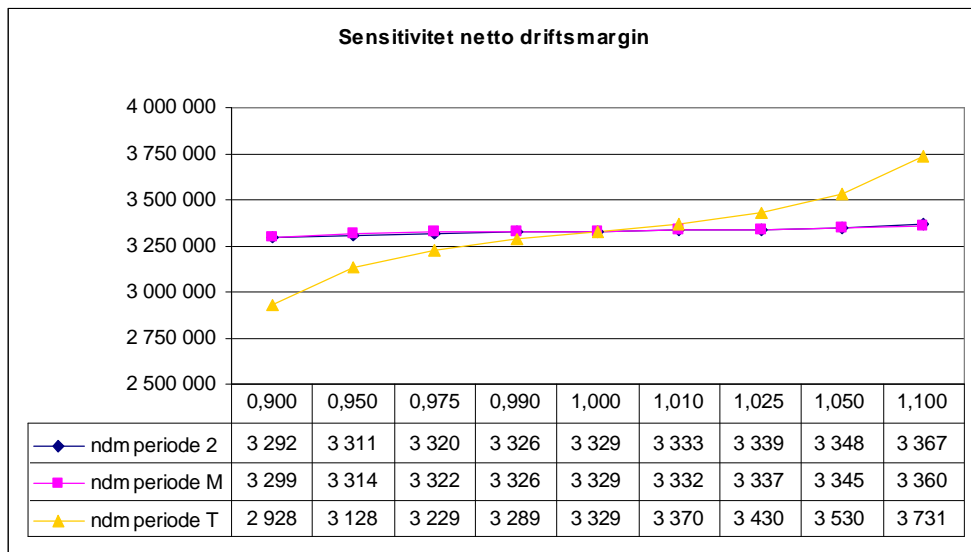
14.1. Aftenposten



Figur 14-1: Sensitivitet driftsinntektsvekst, Aftenposten



Figur 14-2: Sensitivitet omløpet til netto driftseiendeler, Aftenposten



Figur 14-3: Sensitivitet netto driftsmargin, Aftenposten

Som vi ser av tabellene over, er det endring i estimat på horisonten som er den faktoren som får størst effekt for alle verdidrivere. Videre ser vi at det er endringer i forutsetninger om driftsinntektsvekst som er den faktoren som i størst grad påvirker verdiestimatet. Endringer i forutsetninger for omløpet til netto driftseiendeler er det estimatet som i minst grad påvirker verdiestimatet.

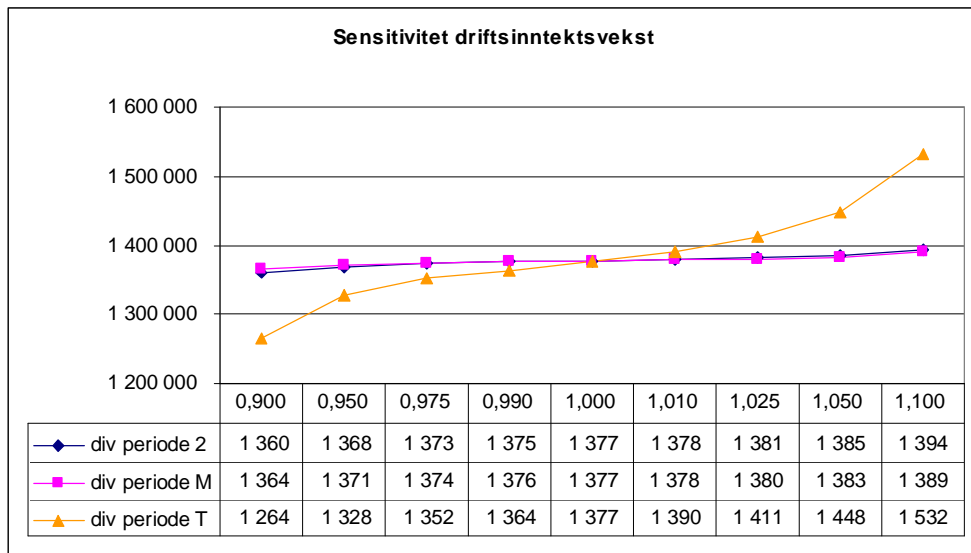
Ser vi nærmere på tabellene, ser vi at i periode 2 og M vil en 10 % økning eller reduksjon i estimatet for driftsinntektsvekst påvirke verddivurderingen med rundt 1 %. En 10 % endring i horisontleddet vil derimot ha en effekt på over 13 % om økningen er positiv.

Omtrent samme effekt får endring i horisontverdien til netto driftsmargin.

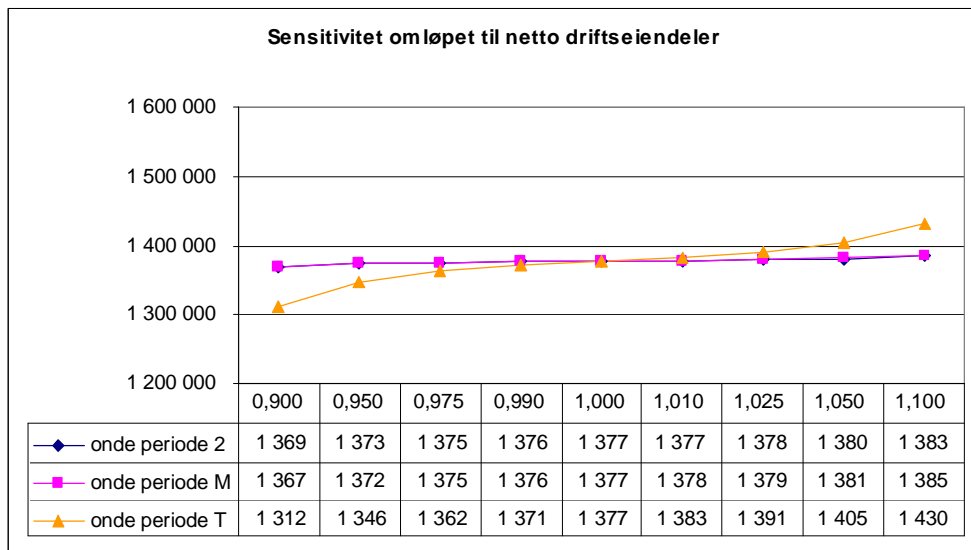
Da jeg estimerte netto driftsmargin, la jeg til grunn at det i løpet av analyseperioden ville komme ekstrakostnader knyttet til fusjonen, og la dermed til grunn en driftsmargin på 3,5 % på horisontverdien. Som vi ser av tabellen for netto driftsmargin, så vil en ytterligere 10 % reduksjon i driftsmarginen i periode M kun gjøre mitt verdiestimat 1 % lavere.

Det at det er endringer i verdi på horisontleddet som har størst effekt for verddivurderingen er i henhold til forventning. Ser vi på beregningen av verdien til Aftenposten i forrige kapittel, ser vi at horisontleddet er den dominerende faktoren. 61,6 % av verdien til Aftenposten ligger i horisontleddet.

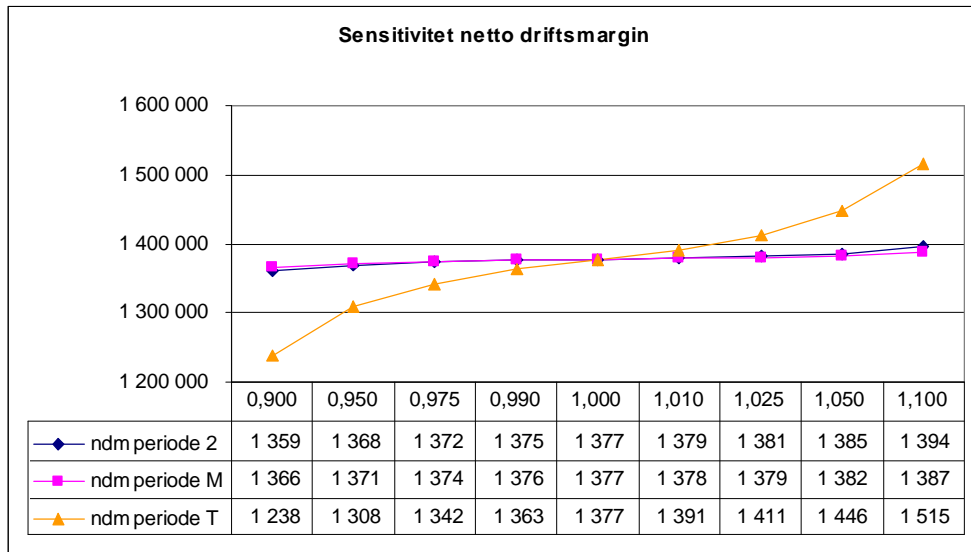
14.2. Bergens Tidende



Figur 14-4: Sensitivitet driftsinntektsvekst, Bergens Tidende



Figur 14-5: Sensitivitet omløpet til netto driftseindeler, Bergens Tidende



Figur 14-6: Sensitivitet netto driftsmargin, Bergens Tidende

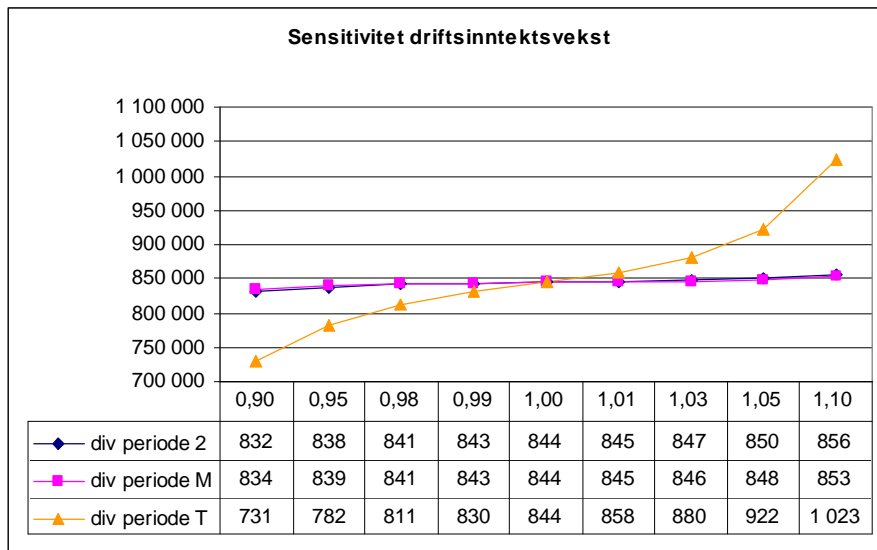
Også for Bergens Tidende ser vi at det er driftsinntektsveksten som er den forutsetninger som endringer i vil påvirke verdiestimatet i størst grad. Nok en gang er det også estimat på horisontverdien som har størst effekt.

I forhold til Aftenposten utgjør horisontleddet en noe lavere andel av total estimert verdi for Bergens Tidende, horisontleddet utgjør 51 % av total estimert verdi.

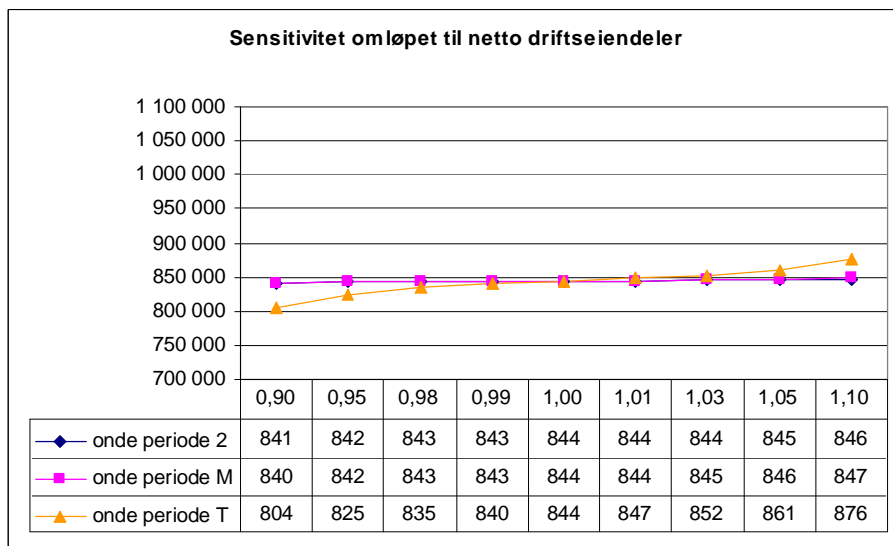
Av denne grunn får endringer i estimater for utvikling i horisontledd en noe lavere effekt.

Eksempelvis vil en 10 % reduksjon i driftsinntektsveksten i periode T (og steady state) føre til en 8 % reduksjon i verdiestimatet for Bergens Tidende (mot 9,8 % reduksjon for Aftenposten).

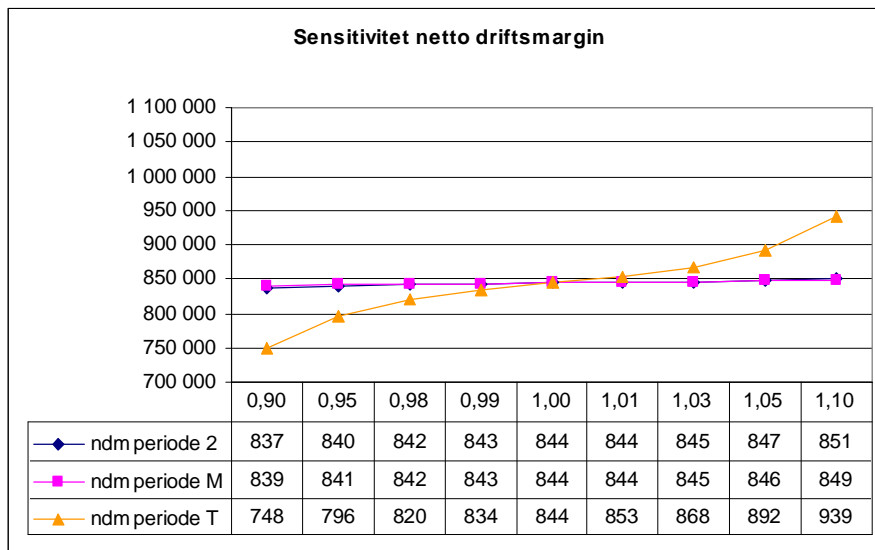
14.3. Fædrelandsvennen



Figur 14-7: Sensitivitet driftsinntektsvekst, Fædrelandsvennen



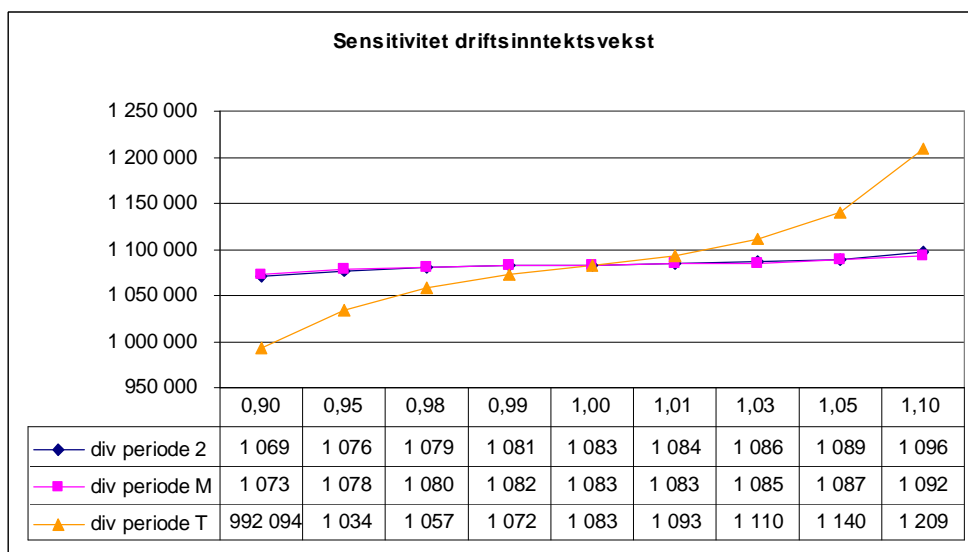
Figur 14-8: Sensitivitet omløpet til netto driftseiendeler, Fædrelandsvennen



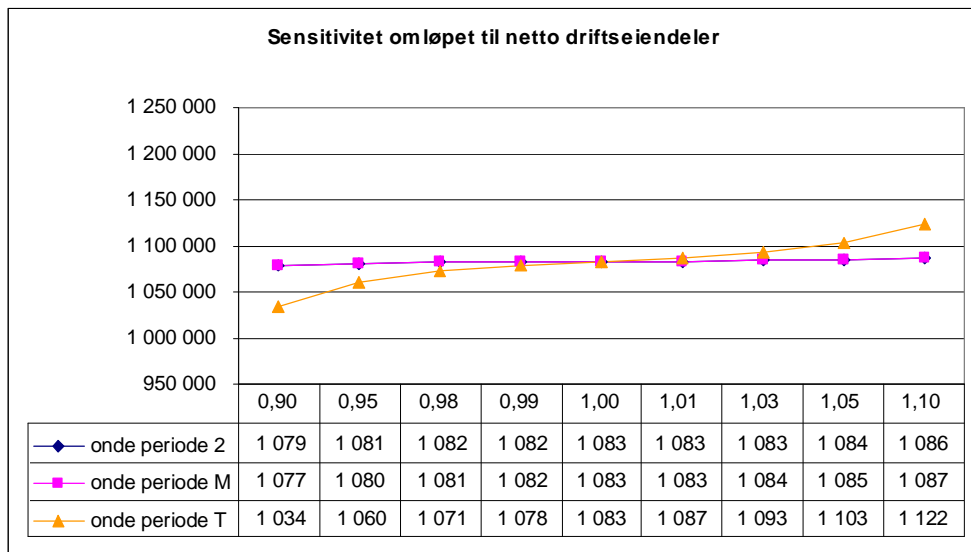
Figur 14-9: Sensitivitet netto driftsmargin, Fædrelandsvennen

Fædrelandsvennen er det mediehuset hvor horisontleddet er den mest dominerende faktoren av verdsettelsen, horisontverdien utgjør 65 % av estimert verdi. Her vil en 10 % nedgang i netto driftsmargin på horisonten, føre til at verdiestimatet reduseres med 13 %, mens en 10 % økning på sin side vil føre til at verdiestimatet blir hele 21 % høyere.

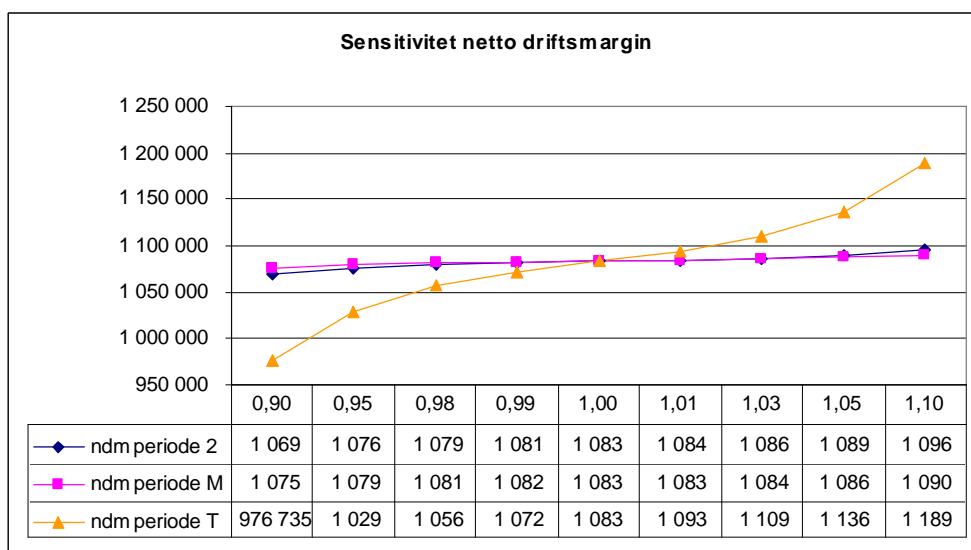
14.4. Stavanger Aftenblad



Figur 14-10: Sensitivitet driftsinntektsvekst, Stavanger Aftenblad



Figur 14-11: Sensitivitet omløpet til netto driftseiendeler, Stavanger Aftenblad



Figur 14-12: Sensitivitet netto driftsmargin, Stavanger Aftenblad

Sammen med Bergens Tidende er Stavanger Aftenblad de to mediehusene horisontverdien utgjør ”minst” andel av totalt verdiestimat. Også for Stavanger Aftenblad utgjør horisontverdien 51 % av totalt verdiestimat.

14.5. Oppsummering av sensitivitetsanalyse

Som vi ser av tabeller presentert tidligere i kapittelet, er det usikkerhetsmomenter heftet ved verdiestimatet jeg har kommet fram til. Særlig vil utvikling i verdidrivere på horisonten være størrelser som i stor grad kan påvirke verdien av selskapene. Det sensitivitetsanalysen viser,

er at det er viktig for mediehusene å holde fokus på inntjening og vekst i driftsinntekter. De må sørge for å holde fokus på å utnytte strategisk viktige ressurser, som merkevaren og markedsposisjonen de har opparbeidet seg i sine regioner. Det er viktig for Media Norge å satse på nye medier, ettersom det tradisjonelle avissalget er på vikende front. I satsing på nye medier/kommunikasjonskanaler blir det viktig å dra nytte av merkevaren som de har opparbeidet seg. Mislykket satsing/at Media Norge er for sen til å utnytte nye markedsmuligheter vil lett kunne påvirke driftsmarginen, og som vi ser av sensitivitetsanalysen skal det ikke mye endringer til før verdien av selskapene endres relativt mye.

15. Referanseliste

Forelesningsnotater:

- § Knivsfå, Kjell Henry (2006) Forelesningsnotater i BUS 425 – Regnskapsanalyse og verdsettelse for våren 2006. NHH
- § Knivsfå, Kjell Henry (2005 og 2007) Forelesningsnotater i BUS 424 – Strategisk regnskapsanalyse for høsten 2005 og 2007. NHH.
- § Stensaker, Inger (2005) Forelesningsnotater STR210 – Foretaksstrategi og –etikk. Norges Handelshøyskole, våren 2006. NHH.

Bøker

- § Brealey, Myers & Marcus (2004) “*Fundamentals of Corporate Finance*”. McGraw-Hill.
- § Gjesdal, Frøystein og Johnsen, Thore (1999) “*Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*”. Cappelen akademisk forlag.
- § Hill, C. & Jones, G., (2004) “*Strategic Management – an integrated approach*”. Houghton Mifflin.
- § Jakobsen, Erik W og Lien, Lasse B. (2001) “*Ekspansjon – Strategi for forretningsutvikling*”. Gyldendal Fakta
- § Johnsen, Atle og Kvaal, Erlend (1999) “*Regnskapsloven*”. Cappelen Akademisk Forlag.
- § Koller, Goedhart og Wessels (1999) “*Valuation. Measuring and managing the value of companies*”. Wiley.
- § Penman, Stephen H. (2004) “*Financial Statement Analysis and security valuation*”. McGrawHill

Dokumenter:

- § Kaupthing ASA, Medici Corporate AS og First Securities ASA (2007) “*Informasjonsdokument*” av 10. januar 2007 sendt aksjonærer i forbindelse med ekstraordinær generalforsamling vedr Media Norge Fusjon
- § Klagenemnda for eierskap i Media (2008) “*Vedtak i klage over Medietilsynets forbud mot etableringen av Media Norge ASA*” av 26.2.2008.
- § Konkurransetilsynet (2007) “*Vedtak V2007 -13 – Media Norge ASA (...) inngrep mot foretakssammenslutning*” av 11. juni 2007.
- § Mediebedriftenes landsforening (2006) “*Opplagsoversikt*”
- § Medietilsynet (2007) “*Vedtak i medhold av medieeierskapsloven § 9 om inngrep mot etableringen av Media Norge*” av 2. juli 2007.
- § Statistisk sentralbyrå (2007) “*Norsk Mediebarometer 2006*”
- § TNS Gallups (2007) “*Forbruker og Media for 3. kvartal 2007*”.

Årsrapporter

- § Adresseavisen. Årsrapporter 2001-2006.
- § Aftenposten. Årsrapporter 2001-2006.
- § Bergens Tidende årsrapporter 2001-2006.
- § Fædrelandsvennen årsrapporter 2001-2006.
- § Schibsted ASA. Årsrapporter 2005 og 2006.

§ Stavanger Aftenblads årsrapporter 2001-2006.

Artikler:

- § Dagbladet 15. september 2006. "*Norge Helt tabloid*". Avisene Adresseavisen, Bergens Tidende, Fædrelandsvennen og Stavanger Aftenblad la om til tabloidformat den 16. september 2006.
- § Dagens Næringsliv 21. oktober 2006. "*Gratisaviskrig*"
- § Schibsted ASA (2006) "*Pressemelding vedrørende Schibsteds salg av eierandel i TV2*" av 24. oktober 2006.

Andre kilder:

- § www.medieregisteret.no
- § medienorge.uib.no
- § Regnskapsloven av 17. juli 1998, nr. 56.
- § Medieierskapsloven av 13. juni 1997, nr. 53

Appendiks

Appendiks 1.	Rapporterte regnskapstall	106
Appendiks 2.	Omgruppert endring i egenkapital	114
Appendiks 3.	Unormale resultatposter.....	116
Appendiks 4.	Omgrupperte regnskapstall	118
Appendiks 5.	Historisk utvikling i budsjett drivere.....	123
Appendiks 6.	Framtidig utvikling i budsjett drivere.....	125
Appendiks 7.	Framtidsregnskap	127
Appendiks 8.	Netto driftskapitalkrav og superprofitt fra drift	131
Appendiks 9.	Forkortelser ofte benyttet i oppgaven.....	133

Appendiks 1. Rapporterte regnskapstall

1.1. Aftenposten

Resultatregnskap (som presentert i årsrapport)								
	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	
Aftenposten konsern (NOK 1000)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
Salg av aviser (abo. og løssalg)	624 405	630 415	634 439	653 182	623 057	659 159	672 659	
+ Annonseinntekter	1 502 082	1 401 222	1 327 707	1 277 137	1 303 127	1 531 557	1 726 098	
+ Andre driftsinntekter	149 368	152 905	152 975	151 157	200 056	230 559	268 706	
= Driftsinntekter	2 275 855	2 184 542	2 115 121	2 081 476	2 126 240	2 421 275	2 667 463	
- Lønnskostnad	861 771	880 267	871 005	915 470	904 014	955 532	1 054 482	
- Tap på fordringer	5 816	5 744	7 220	7 095	7 116	6 173	6 636	
- Ordinære avskrivninger	71 778	83 981	86 911	75 380	72 259	65 489	68 128	
- Andre driftskostnader	1 192 198	1 176 926	1 068 834	1 026 632	1 009 185	1 130 539	1 240 432	
= Driftsresultat før engangsposter	144 292	37 624	81 151	56 899	133 666	263 542	297 785	
- Nedskrivning og andre poster	0	70 653	63 775	0	76 206	0	0	
= Driftsresultat	144 292	-33 029	17 376	56 899	57 460	263 542	297 785	
+ Andel tilknyttede selskap	4 009	2 829	7 890	-1 640	-1 552	-3 478	8 808	
+ Finansinntekt	38 269	37 670	32 335	27 366	14 269	18 466	25 461	
- Finanskostnad	1 582	1 420	2 736	4 800	1 640	1 946	1 796	
+ Unormalt finansresultat	-13 156		-1 185	1 165	1 848	8 584	0	
= Ordinært resultat før skatt	171 832	6 050	53 680	78 990	70 385	285 168	330 258	
- Skattekostnad	53 430	3 067	17 859	24 499	21 391	85 311	102 858	
= Årsresultat konsern	118 402	2 983	35 821	54 491	48 994	199 857	227 400	
- Netto minoritetsresultat	-5 344	-3 590	2 023	9 772	20 957	37 282	44 134	
= Årsresultat	123 746	6 573	33 798	44 719	28 037	162 575	183 266	
- Konsernbidrag	66 119	14 599	0	0	4 177	159 968	111 000	
= Tilbakeholdt resultat	57 627	-8 026	33 798	44 719	23 860	2 607	72 266	

Eiendeler (som presentert i årsrapport)								
	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	
Aftenposten konsern (NOK 1000)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
Goodwill og andre immaterielle eiendeler	25 128	27 863	4 220	16 391	60 599	75 145	91 849	
+ Utsatt skattefordel	51 750	78 898	98 695	83 583	138 150	121 688	109 198	
= Immaterielle eiendeler	76 878	106 761	102 915	99 974	198 749	196 833	201 047	<i>dam</i>
Varige driftsmidler	285 295	330 473	167 894	157 446	112 863	89 192	74 335	<i>dam</i>
Lån til foretak i samme konsern, TS og FKV	137 190	115 109	98 609	82 109	81 331	65 831	48 908	<i>dam</i>
+ Investering i tilknyttet selskap og FKV	228 405	239 461	264 914	242 649	260 324	264 787	271 427	<i>dam</i>
+ Investering i aksjer og andeler	18 465	18 099	21 780	32 804	12 686	22 767	20 623	<i>fam</i>
+ Andre langsiktige fordringer	7 048	7 306	6 916	15 160	248	149	70	<i>fam</i>
= Finansielle anleggsmidler	391 108	379 975	392 219	372 722	354 589	353 534	341 028	
> Anleggsmidler	753 281	817 209	663 028	630 142	666 201	639 559	616 410	
Varer	0	0	0	0	0	0	0	<i>dom</i>
Kundefordringer	234 490	209 926	195 926	200 533	209 810	209 791	261 778	<i>dom</i>
+ Andre fordringer	443 901	46 597	200 414	43 604	35 940	42 613	42 409	<i>dom</i>
= Fordringer	678 391	256 523	396 340	244 137	245 750	252 404	304 187	
Kontanter og bank	54 914	359 786	384 543	595 743	703 857	892 262	928 103	<i>fom</i>
> Omløpsmidler	733 305	616 309	780 883	839 880	949 607	1 144 666	1 232 290	
» Eiendeler	1 486 586	1 433 518	1 443 911	1 470 022	1 615 808	1 784 225	1 848 700	

Egenkapital og gjeld (som presentert i årsrapport)									
		n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	
	Aftenposten konsern (NOK 1000)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
	Innskutt egenkapital	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 714	ek
+	Opptjent egenkapital	559 305	551 279	585 845	635 793	558 880	551 118	627 027	ek
>	Egenkapital (majoritet)	589 305	581 279	615 845	665 793	588 880	581 118	657 741	
>	Minoritetsinteresser	2 785	12 010	13 863	20 860	41 577	47 745	26 858	min
	Pensjonsforpliktelser	154 172	152 040	218 328	208 366	400 205	369 210	339 406	ldg
+	Langsiktig gjeld							2 799	lfg
=	Langsiktig gjeld	154 172	152 040	218 328	208 366	400 205	369 210	342 205	
	Leverandørgjeld	46 105	42 950	36 380	43 299	44 120	37 425	58 656	kdg
+	Forskudd fra kunder	103 830	88 195	109 893	117 745	130 425	125 655	119 072	kdg
+	Betalbar skatt	31 397	25 239	37 652	5 518	31 769	37 475	52 232	kdg
+	Skyldige offentlige avgifter	93 531	85 109	88 305	83 917	94 910	103 289	119 470	kdg
+	Gjeld konsernselskap	220 197	164 109	45 074	67 918	48 871	233 909	191 597	kfg
+	Skyldig off. avg., feriepenger	137 414	127 922	123 120	129 777	125 203	133 476	147 090	kdg
+	Diverse periodiseringer	36 713	83 349	91 580	61 890	70 947	63 420	43 575	kfg
+	Depositum formidlingsbyråer	64 746	65 933	52 334	47 831				kdg
+	Forskudd samdistribusjon	0	0	1 600	2 880				kdg
+	Annen kortsiktig gjeld	6 391	5 383	9 937	14 228	38 901	51 503	90 204	kfg
=	Kortsiktig gjeld	740 324	688 189	595 875	575 003	585 146	786 152	821 896	
>	Gjeld	894 496	840 229	814 203	783 369	985 351	1 155 362	1 164 101	
»	Egenkapital og gjeld	1 486 586	1 433 518	1 443 911	1 470 022	1 615 808	1 784 225	1 848 700	

Endring i egenkapital (som presentert i årsrapport)								
	Aftenposten konsern (NOK 1000)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Egenkapital (majoritet) 01.01	531 678	589 305	581 279	615 845	665 793	588 880	581 118
+	Årsresultat	123 746	6 573	33 798	44 719	28 037	162 575	183 266
-	Konsernbidrag	66 119	14 599	0	0	4 177	159 968	111 000
+	Ny kapital og endring eierandel			752				714
+	Salg av aksjer i datterselskap				2 990			
+	Konsernbidrag tilført andel i DS/TS				2 239			
+	Endring i regnskapsprinsipp					-100 990	-9 901	
+	Føring direkte mot egenkapital			16		217	-468	3 643
=	Egenkapital (majoritet) 31.12	589 305	581 279	615 845	665 793	588 880	581 118	657 741

1.2. Bergens Tidende

Resultatregnskap (som presentert i årsrapport)								
	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap
Bergens Tidende konsern (NOK 1000)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
Salg av aviser (abo. og løssalg)	189 008	197 277	195 529	209 083	212 283	224 169	229 441	
+ Annonseinntekter	351 998	345 239	344 926	346 479	391 325	455 952	504 244	
+ Andre driftsinntekter	105 044	137 719	143 915	140 700	165 793	185 169	213 598	
= Driftsinntekter	646 050	680 235	684 370	696 262	769 401	865 290	947 283	
- Varekostnad	109 380	124 582	113 999	99 675	110 823	123 945	136 663	
- Lønnskostnad	281 154	294 598	298 042	303 486	326 163	342 772	379 695	
- Ordinær avskrivning	43 640	47 571	48 349	48 258	42 226	45 346	48 041	
- Andre driftskostnader	152 110	178 364	184 738	187 238	210 295	233 368	268 745	
= Driftsresultat før engangsposter	59 766	35 120	39 242	57 605	79 894	119 859	114 139	
- Nedskrivning anlegg	0	622	0	0	0	0	0	
+ Andre engangsposter	43 429	0	-16 755	0	-18 305	0	0	
= Driftsresultat	103 195	34 498	22 487	57 605	61 589	119 859	114 139	
+ Nettoresultat tilknyttet selskap	275	570	535	440	483	4 766	247	
+ Finansinntekt	5 837	5 954	4 626	4 143	2 683	10 348	11 837	
- Finanskostnad	8 296	11 039	10 431	8 712	3 502	2 984	3 729	
+ Unormalt finansresultat	0	0	0	0	0	0	0	
= Ordinært resultat før skatt	101 011	29 983	17 217	53 476	61 253	131 989	122 494	
- Skattekostnad	28 470	9 679	6 012	16 649	18 346	35 161	33 803	
= Årsresultat konsern	72 541	20 304	11 205	36 827	42 907	96 828	88 691	
- Netto minoritetsresultat	125	-184	-538	0	0	0	0	
= Årsresultat	72 416	20 488	11 743	36 827	42 907	96 828	88 691	
- Foreslått utbytte	20 822	15 593	20 582	28 067	35 083	42 100	49 800	
= Tilbakeholdt resultat	51 594	4 895	-8 839	8 760	7 824	54 728	38 891	

Eiendeler (som presentert i årsrapport)								
	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap
Bergens Tidende konsern (NOK 1000)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
Utsatt skattefordel	16 265	16 002	20 999	14 294	12 369	4 540	1 191	dam
+ Konesjoner og varemerker	700	700	700	700	900	8 900	8 900	dam
+ Goodwill	9 582	7 531	5 523	3 660	4 959	2 702	1 961	dam
= Immaterielle eiendeler	26 547	24 233	27 222	18 654	18 228	16 142	12 052	
Tomter og bygninger	296 789	292 030	285 879	280 054	279 254	275 980	269 886	dam
+ Maskiner	209 090	191 326	171 128	150 850	137 861	123 089	130 195	dam
+ Driftsløsøre og inventar	46 876	49 405	36 201	34 836	31 795	45 125	62 317	dam
= Varige driftsmidler	552 755	532 761	493 208	465 740	448 910	444 194	462 398	
Investering i tilknyttet selskap	3 866	4 435	4 970	5 410	2 193	9 280	92	dam
+ Investering i andre aksjer og andeler	5 977	10 061	9 183	8 229	9 348	12 768	13 458	fam
+ Andre langsiktige fordringer	2 847	7 623	7 602	7 652	8 724	8 124	7 973	fam
= Finansielle anleggsmidler	12 690	22 119	21 755	21 291	20 265	30 172	21 523	
> Anleggsmidler	591 992	579 113	542 185	505 685	487 403	490 508	495 973	
Varer	6 785	6 151	5 010	5 095	7 605	6 637	6 967	dom
Kundefordringer	70 356	60 556	65 290	65 128	76 265	97 054	105 082	dom
+ Andre fordringer	3 878	3 641	3 415	6 549	7 452	10 633	4 957	dom
= Fordringer	74 234	64 197	68 705	71 677	83 717	107 687	110 039	
Investeringer	2 775	38	38	0	0	0	0	fom
Kontanter og bank	81 762	66 450	91 906	96 839	132 234	116 860	136 933	fom
> Omløpsmidler	165 556	136 836	165 659	173 611	223 556	231 184	253 939	
= Eiendeler	757 548	715 949	707 844	679 296	710 959	721 692	749 912	

Egenkapital og gjeld (som presentert i årsrapport)									
	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	
Bergens Tidende konsern (NOK 1000)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006		
Innskutt egenkapital	15 593	15 593	15 593	15 593	15 593	15 593	15 593		<i>ek</i>
+ Opptjent egenkapital	260 608	265 508	256 618	265 378	273 602	330 634	369 525		<i>ek</i>
> Egenkapital (majoritet)	276 201	281 101	272 211	280 971	289 195	346 227	385 118		
> Minoritetsinteresser	697	487	0	0	0	0	0		<i>min</i>
Pensjonsforpliktelse	162 972	144 882	147 683	118 301	108 833	74 878	59 494		<i>ldg</i>
+ Gjeld til kreditinstitusjoner, langsiktig	120 360	120 087	114 100	108 200	102 400	58 500	52 500		<i>ldg</i>
+ Annen langsiktig gjeld	3 000	2 000	2 000	2 000	2 000	4 000	0		<i>ldg</i>
= Langsiktig gjeld	286 332	266 969	263 783	228 501	213 233	137 378	111 994		
Leverandørgjeld	30 940	21 866	19 760	18 081	24 073	31 192	35 563		<i>kdg</i>
+ Betalbar skatt	17 958	9 355	10 910	7 835	16 578	27 351	30 364		<i>kdg</i>
+ Skyldige offentlige avgifter	28 904	25 447	28 077	28 081	33 743	38 694	36 923		<i>kdg</i>
+ Skyldig utbytte	20 822	15 593	20 582	28 067	35 083	42 100	49 800		<i>ek</i>
+ Skyldig lønn og feriepenger	27 817	26 070	28 293	29 191	41 895	39 589	38 970		<i>kdg</i>
+ Forskuddsbetalt abonnement	49 978	51 344	49 128	52 060	52 829	55 282	57 721		<i>kdg</i>
+ Depositum fra annonsebyråer	14 999	15 388	13 089	2 202	2 202	2 202	2 202		<i>kdg</i>
+ Øvrig kortsiktig gjeld	2 900	2 329	2 011	4 307	2 128	1 677	1 257		<i>kfg</i>
= Kortsiktig gjeld	194 318	167 392	171 850	169 824	208 531	238 087	252 800		
> Gjeld	480 650	434 361	435 633	398 325	421 764	375 465	364 794		
» Egenkapital og gjeld	757 548	715 949	707 844	679 296	710 959	721 692	749 912		

Endring i egenkapital (som presentert i årsrapport)								
Bergens Tidende konsern (NOK 1000)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
Egenkapital (majoritet) 01.01	225 979	276 201	281 101	272 211	280 971	289 195	346 227	
+ Årsresultat	72 416	20 488	11 743	36 827	42 907	96 828	88 691	
- Avsatt utbytte	20 822	15 593	20 582	28 067	35 083	42 100	49 800	
+ For mye avsatt utbytte året før	0	6	0	0	0	0	0	
+ Føring direkte mot egenkapital	-1 372	-1	-51	0	400	2 304	0	
= Egenkapital (majoritet) 31.12	276 201	281 101	272 211	280 971	289 195	346 227	385 118	

1.3. Fædrelandsvennen

Resultatregnskap (som presentert i årsrapport)								
	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
Fædrelandsvennen konsern (NOK 1000)								
Salg av aviser (abo. og løssalg)	72 498	75 592	77 059	81 792	82 603	92 198	92 925	
+ Annonseinntekter	123 670	125 527	122 883	129 940	140 938	177 529	198 925	
+ Andre driftsinntekter	42 589	45 267	47 782	50 196	62 448	78 292	125 372	
= Driftsinntekter	238 757	246 386	247 724	261 928	285 989	348 019	417 222	
- Varekostnad	51 900	57 558	57 717	62 121	62 184	79 517	109 841	
- Lønnskostnad	98 209	98 504	100 666	102 901	109 380	131 658	147 360	
- Ordinær avskrivning	20 926	21 964	23 153	21 798	17 824	18 271	21 103	
- Andre driftskostnader	48 114	55 717	52 565	50 974	65 492	78 962	92 837	
= Driftsresultat før engangsposter	19 608	12 643	13 623	24 134	31 109	39 611	46 081	
- Nedskrivning anleggsaksjer	0	0	500	500	5 001	0	18 665	
- Renoveringskostnader	4 147	23 585	0	0	0	0	0	
- Omstillingskostnader	0	5 000	0	0	0	0	0	
= Driftsresultat	15 461	-15 942	13 123	23 634	26 108	39 611	27 416	
+ Nettoresultat tilknyttet selskap	0	0	0	0	0	0	0	
+ Finansinntekt	5 391	4 387	3 238	3 770	2 155	4 138	3 154	
- Finanskostnad	915	1 494	1 926	1 172	840	1 123	1 284	
+ Unormalt finansresultat	-4 052	-7 341	-10 852	8 199	4 383	9 293	3 210	
= Ordinært resultat før skatt	15 885	-20 390	3 583	34 431	31 806	51 919	32 496	
- Skattekostnad	4 859	-5 596	1 389	8 569	7 291	12 300	7 837	
= Årsresultat konsern	11 026	-14 794	2 194	25 862	24 515	39 619	24 659	
- Netto minoritetsresultat	-370	-132	-156	-65	0	655	63	
= Årsresultat	11 396	-14 662	2 350	25 927	24 515	38 964	24 596	
- Foreslått utbytte	10 240	11 200	32 000	10 880	24 000	0	23 092	
= Tilbakeholdt resultat	1 156	-25 862	-29 650	15 047	515	38 964	1 504	

Eiendeler (som presentert i årsrapport)								
	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
Fædrelandsvennen konsern (NOK 1000)								
Goodwill	0	0	0	0	0	9 360	15 114	dam
+ Netto pensjonsmidler	763	532	548	1 905	10 975	15 702	22 046	dam
= Immaterielle eiendeler	763	532	548	1 905	10 975	25 062	37 160	
Bygninger	45 597	49 258	48 824	48 066	46 488	56 765	64 326	dam
+ Maskiner, inventar, biler og lignende	94 965	90 458	75 337	61 051	55 372	68 421	68 100	dam
= Varige driftsmidler	140 562	139 716	124 161	109 117	101 860	125 186	132 426	
Investering i tilknyttet selskap	3 151	17 482	18 332	22 944	23 464	32 106	31 785	dam
+ Investering i aksjer og andeler	1 186	1 419	1 700	6 506	6 798	7 700	2 566	fam
+ Andre langsiktige fordringer	75	75	75	6 237	13 596	20 020	755	fam
= Finansielle anleggsmidler	4 412	18 976	20 107	35 687	43 858	59 826	35 106	
> Anleggsmidler	145 737	159 224	144 816	146 709	156 693	210 074	204 692	
Varer	0	0	0	0	0	0	0	dom
Kundefordringer	29 825	28 310	26 594	30 653	36 058	48 348	58 516	dom
+ Andre kortsiktige fordringer	2 026	2 605	827	1 139	681	1 137	16 526	dom
= Fordringer	31 851	30 915	27 421	31 792	36 739	49 485	75 042	
Investeringer	85 195	80 074	62 072	52 416	62 666	48 218	28 320	fom
Kontanter og bank	34 688	9 006	23 406	26 038	25 335	16 292	19 490	fom
> Omløpsmidler	151 734	119 995	112 899	110 246	124 740	113 995	122 852	
» Eiendeler	297 471	279 219	257 715	256 955	281 433	324 069	327 544	

Egenkapital og gjeld (som presentert i årsrapport)									
		n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	
	Fædrelandsvennen konsern (NOK 1000)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
	Innskutt egenkapital	26 260	27 960	26 160	26 160	26 160	26 160	26 160	<i>ek</i>
+	Opptjent egenkapital	157 337	129 639	101 866	116 913	117 096	154 837	139 589	<i>ek</i>
>	Egenkapital (majoritet)	183 597	157 599	128 026	143 073	143 256	180 997	165 749	
>	Minoritetsinteresser	202	375	182	118	0	1 514	753	<i>min</i>
	Pensjonsforpliktelse	5 119	6 806	8 600	6 850	7 503	8 352	7 885	<i>ldg</i>
+	Utsatt skatt	11 865	6 380	1 576	2 315	3 713	4 070	6 244	<i>ldg</i>
+	Langsiktig gjeld	14 611	16 655	19 896	21 095	23 784	17 660	30 000	<i>lfg</i>
=	Langsiktig gjeld	31 595	29 841	30 072	30 260	35 000	30 082	44 129	
	Gjeld til kredittinstitusjoner	0	0	0	0	0	11 056	11 289	<i>kfg</i>
+	Leverandørgjeld	18 262	22 329	11 381	13 534	20 222	24 468	13 828	<i>kdg</i>
+	Betalbar skatt	10 759	16	6 193	7 837	5 965	12 030	6 263	<i>kdg</i>
+	Skyldige offentlige avgifter	9 596	8 825	9 427	10 783	12 247	14 413	12 143	<i>kdg</i>
+	Skyldig utbytte	10 241	11 202	32 003	10 883	24 003	0	23 096	<i>ek</i>
+	Forskudd fra kunder	21 006	22 461	23 396	25 226	20 919	21 722	19 761	<i>kdg</i>
+	Annen kortsiktig gjeld	12 213	26 571	17 035	15 241	19 821	27 787	30 533	<i>kfg</i>
=	Kortsiktig gjeld	82 077	91 404	99 435	83 504	103 177	111 476	116 913	
>	Gjeld	113 672	121 245	129 507	113 764	138 177	141 558	161 042	
»	Egenkapital og gjeld	297 471	279 219	257 715	256 955	281 433	324 069	327 544	

Endring i egenkapital (som presentert i årsrapport)								
	Fædrelandsvennen konsern (NOK 1000)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Egenkapital (majoritet) 01.01	182 442	183 597	157 599	128 026	143 073	143 256	180 997
+	Årsresultat	11 396	-14 662	2 350	25 927	24 515	38 964	24 596
-	Avsatt utbytte	10 241	11 202	32 003	10 883	24 003	0	23 096
+	Innbetaling av egenkapital		120	40				
-	Kjøp av aksjer i datterselskap					450	363	
-	Ekstraordinært utbytte							16 000
+	Føring direkte mot egenkapital		-254	40	3	121	-860	-748
=	Egenkapital (majoritet) 31.12	183 597	157 599	128 026	143 073	143 256	180 997	165 749

1.4. Stavanger Aftenblad

Resultatregnskap (som presentert i årsrapport)								
		n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	ifrs	ifrs	ifrs
	Stavanger Aftenblad konsern (NOK 1000)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Salg av aviser (abo. og løssalg)	128208	130 882	130 203	137 951	135 350	134 574	134 564
+	Annonseinntekter	284 841	293 191	259 200	266 202	305 761	364 863	432 266
+	Andre driftsinntekter	56 482	63 524	69 966	73 061	64 099	75 078	87 044
=	Driftsinntekter	469 531	487 597	459 369	477 214	505 210	574 515	653 874
-	Varekostnad	43 194	49 788	49 608	44 634	47 539	57 215	57 899
-	Lønnskostnad	233 595	234 036	282 466	227 248	242 466	283 039	326 715
-	Ordinær avskrivning	37 717	40 205	40 850	37 002	34 131	30 389	32 496
-	Andre driftskostnader	122 405	140 051	130 492	123 181	123 165	123 550	158 815
=	Driftsresultat før engangsposter	32 620	23 517	-44 047	45 149	57 909	80 322	77 949
+	Unormalt driftsresultat	0	0	0	0	0	0	-5 000
=	Driftsresultat	32 620	23 517	-44 047	45 149	57 909	80 322	72 949
+	Nettoreultat tilknyttet selskap	0	0	0	0	0	0	0
+	Finansinntekt	8 831	21 112	6 153	6 966	5 222	7 477	10 055
-	Finanskostnad	525	704	409	278	256	309	754
+	Unormalt finansresultat	-2 959	-15 614	-6 626	3 649	7 773	20 453	14 095
=	Ordinært resultat før skatt	37 967	28 311	-44 929	55 486	70 648	107 943	96 345
-	Skattekostnad	10 735	8 568	-12 679	14 929	14 614	23 716	25 718
=	Årsresultat konsern	27 232	19 743	-32 250	40 557	56 034	84 227	70 627
-	Netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0
=	Årsresultat	27 232	19 743	-32 250	40 557	56 034	84 227	70 627
-	Foreslått utbytte	27 310	27 298	75 276	16 262	75 156	34 146	47 078
=	Tilbakeholdt resultat	-78	-7 555	-107 526	24 295	-19 122	50 081	23 549

Eiendeler (som presentert i årsrapport)									
		n gaap	n gaap	n gaap	n gaap	ifrs	ifrs	ifrs	
	Stavanger Aftenblad konsern (NOK 1000)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
	Utsatt skattefordel	0	503	17 615	14 230	34 109	35 787	36 416	
+	Goodwill	4 369	2 098	0	0	0	705	0	
+	Dataprogrammer	0	0	0	0	0	421	5 232	
=	Immaterielle eiendeler	4 369	2 601	17 615	14 230	34 109	36 913	41 648	<i>dam</i>
	Tomter og bygninger	128 672	126 705	121 021	115 144	107 143	99 895	136 670	<i>dam</i>
+	Maskinger, inventar, transportmidler	156 828	144 031	119 197	95 920	82 962	91 380	90 331	<i>dam</i>
=	Varige driftsmidler	285 500	270 736	240 218	211 064	190 105	191 275	227 001	
	Investering i aksjer	3 521	7 304	7 304	4 104	5 419	7 695	8 195	<i>fam</i>
+	Pensjonsmidler	33 571	28 290	17 293	14 079	0	0	0	<i>fam</i>
=	Finansielle anleggsmidler	37 092	35 594	24 597	18 183	5 419	7 695	8 195	
>	Anleggsmidler	326 961	308 931	282 430	243 477	229 633	235 883	276 844	
	Varer	5 437	4 779	2 851	3 504	4 223	3 194	5 754	<i>dom</i>
	Kundefordringer	43 211	40 334	41 630	39 542	52 983	72 538	82 189	<i>dom</i>
+	Andre fordringer	35	245	513	0	9 755	0	14 537	<i>dom</i>
=	Fordringer	43 246	40 579	42 143	39 542	62 738	72 538	96 726	
	Investeringer	117 377	109 777	80 044	64 523	111 149	118 133	157 267	<i>fom</i>
	Kontanter og bank	29 655	31 065	53 934	67 350	61 905	71 341	77 014	<i>fom</i>
>	Omløpsmidler	195 715	186 200	178 972	174 919	240 015	265 206	336 761	
»	Eiendeler	522 676	495 131	461 402	418 396	469 648	501 089	613 605	

Egenkapital og gjeld (som presentert i årsrapport)								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
Stavanger Aftenblad konsern (NOK 1000)								
Innskutt egenkapital	8 860	8 860	8 860	8 860	8 860	8 860	8 860	<i>ek</i>
+ Opptjent egenkapital	339 654	332 065	219 547	243 842	250 521	259 691	296 191	<i>ek</i>
> Egenkapital (majoritet)	348 514	340 925	228 407	252 702	259 381	268 551	305 051	
> Minoritetsinteresser	0	0	0	0	0	0	0	<i>min</i>
Pensjonsforpliktelse	25 345	19 235	51 537	40 982	90 905	98 367	102 113	<i>ldg</i>
+ Utsatt skatt	6 073	0	0	0	0	0	0	<i>ldg</i>
+ Langsiktig rentebærende gjeld	8 200	7 000	6 000	6 000	6 000	6 000	46 412	<i>lfg</i>
= Langsiktig gjeld	39 618	26 235	57 537	46 982	96 905	104 367	148 525	
Kassakreditt	735	382	48	0	0	0	0	<i>kfg</i>
+ Leverandørgjeld	20 660	15 050	16 893	16 539	15 124	23 220	38 878	<i>kdg</i>
+ Betalbar skatt	13 410	15 030	4 968	12 199	16 914	25 859	26 137	<i>kdg</i>
+ Skyldige offentlige avgifter	51 527	47 632	49 335	48 966	31 041	28 830	42 310	<i>kdg</i>
+ Skyldig utbytte	27 310	27 298	75 276	16 262	0	0	0	<i>ek</i>
+ Annen kortsiktig gjeld	20 902	22 579	28 938	24 746	50 283	50 262	52 704	<i>kfg</i>
= Kortsiktig gjeld	134 544	127 971	175 458	118 712	113 362	128 171	160 029	
> Gjeld	174 162	154 206	232 995	165 694	210 267	232 538	308 554	
» Egenkapital og gjeld	522 676	495 131	461 402	418 396	469 648	501 089	613 605	

Endring i egenkapital (som presentert i årsrapport)								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
Stavanger Aftenblad konsern (NOK 1000)								
Egenkapital 01.01	348 592	348 514	340 925	228 407	252 702	259 381	268 551	
+ Årsresultat	27 232	19 743	-32 250	40 557	56 034	84 227	70 627	
- Avsatt utbytte	27 310	27 298	75 276	16 262	0	0	0	
+ Betalt utbytte					-16 262	-75 156	-34 126	
+ Føring direkte mot egenkapital		-34	-4 992		-33 093	99	-1	
= Egenkapital 31.12	348 514	340 925	228 407	252 702	259 381	268 551	305 051	

Appendiks 2. Omgruppert endring i egenkapital

2.1. Aftenposten

Omgruppert endring i egenkapital							
Aftenposten konsern (NOK 1000)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Egenkapital 01.01	531 678	589 305	581 279	615 845	665 793	588 880	581 118
+ Fullstendig nettoresultat	123 746	6 573	33 814	44 719	-72 736	152 206	186 909
- Netto betalt utbytte	66 119	14 599	-752	-5 229	4 177	159 968	110 286
= Egenkapital 31.12	589 305	581 279	615 845	665 793	588 880	581 118	657 741

I forhold til endring i egenkapital som den er presentert i appendiks 1, er det gjort følgende omgrupperinger:

- § Aftenposten har ikke betalt ut bytte, men har ytt konsernbidrag. Det gjøres ikke avsetninger for konsernbidrag, og dermed er justert egenkapital for Aftenposten lik rapportert egenkapital per 31.12 det enkelte år.
- § "Fullstendig nettoresultat" = årsresultat + endring i regnskapsprinsipp + føring direkte mot egenkapital.
- § "Netto betalt utbytte" = konsernbidrag + ny kapital og endring i eierandel, salg av aksjer i datterselskap og konsernbidrag tilført andel i DS/TS.

2.2. Bergens Tidende

Omgruppert endring i egenkapital							
Bergens Tidende konsern (NOK 1000)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Egenkapital 01.01	231 125	297 023	296 694	292 793	309 038	324 278	388 327
+ Fullstendig nettoresultat	71 044	20 487	11 692	36 827	43 307	99 132	88 691
- Netto betalt utbytte	5 146	20 816	15 593	20 582	28 067	35 083	42 100
= Egenkapital 31.12	297 023	296 694	292 793	309 038	324 278	388 327	434 918

I forhold til endring i egenkapital som den er presentert i appendiks 1, er det gjort følgende omgrupperinger:

- § "Egenkapital 01.01" = egenkapital + avsatt utbytte.
- § "Fullstendig nettoresultat" = årsresultat + føring direkte mot egenkapital.
- § "Netto betalt utbytte" = betalt utbytte – for mye avsatt utbytte året før.
 - Betalt utbytte er lik avsatt utbytte foregående år.

2.3. Fædrelandsvennen

Omgruppert endring i egenkapital								
Fædrelandsvennen konsern (NOK 1000)		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Egenkapital 01.01	192 364	193 838	168 801	160 029	153 956	167 259	180 997
+	Fullstendig nettoresultat	11 396	-14 916	2 390	25 930	24 636	38 104	23 848
-	Netto betalt utbytte	9 922	10 121	11 162	32 003	11 333	24 366	16 000
=	Egenkapital 31.12	193 838	168 801	160 029	153 956	167 259	180 997	188 845

I forhold til endring i egenkapital som den er presentert i appendiks 1, er det gjort følgende omgrupperinger:

- § ”Egenkapital 01.01” består av egenkapital + avsatt utbytte
- § ”Fullstendig nettoresultat” = årsresultat + føring direkte mot egenkapital
- § ”Netto betalt utbytte” = betalt utbytte + ekstraordinært utbytte – innbetaling av egenkapital + kjøp av aksjer i datterselskap.
 - Betalt utbytte er lik avsatt utbytte foregående år.

2.4. Stavanger Aftenblad

Omgruppert endring i egenkapital								
Stavanger Aftenblad konsern (NOK 1000)		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Egenkapital 01.01	368 281	375 824	368 223	303 683	268 964	259 381	268 551
+	Fullstendig nettoresultat	27 232	19 709	-37 242	40 557	6 679	84 326	70 626
-	Netto betalt utbytte	19 689	27 310	27 298	75 276	16 262	75 156	34 126
=	Egenkapital 31.12	375 824	368 223	303 683	268 964	259 381	268 551	305 051

I forhold til endring i egenkapital som den er presentert i appendiks 1, er det gjort følgende omgrupperinger:

- § ”Egenkapital 01.01” = består av egenkapital + avsatt utbytte.
- § ”Fullstendig nettoresultat” = Årsresultat + føring direkte mot egenkapital
- § ”Netto betalt utbytte” = betalt utbytte foregående år.
 - For årene 2000-2003 er betalt utbytte lik avsatt utbytte året før.
 - For 2004-2006 er regnskap avlagt etter IFRS og dermed gjøres det ingen avsetning for utbytte før det faktisk er betalt.

Appendiks 3. Unormale resultatposter

3.1. Aftenposten

Unormalt netto driftsresultat									
	Aftenposten konsern (NOK 1000)		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Unormalt driftsresultat	UDR	0	-70 653	-63 775	0	-76 206	0	0
-	Driftsrelatert skatt på unormalt driftsres	dss*UDR	0	-15 151	-36 347	0	-22 994	0	0
+	Unormalt nettores fra driftstilknyttet selskap	UNDRT	0	0	0	0	0	0	0
+	Ekstraordinært og diskontinuerlig netto driftsres	ENDR	0	0	0	0	0	0	0
+	Driftsrelatert dirty surplus	DDSP	0	0	16	0	-100 773	-10 369	3 643
-	Unormal driftsskatt på normalt driftsres	(dss-ndss)*DR	-1 739	-4 599	18 928	-1 303	-4 672	-10 448	-4 027
=	Unormalt netto driftsresultat	UNDR	1 739	-50 903	-46 340	1 303	-149 313	79	7 670

Normalisert driftsskattesats for analyseperioden er: 33,7 %.

3.2. Bergens Tidende

Unormalt netto driftsresultat									
	Bergens Tidende konsern (NOK 1000)		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Andre engangsposter	UDI	43 429	0	-16 755	0	-18 305	0	0
-	Nedskrivning anlegg	UDK	0	622	0	0	0	0	0
=	Unormalt driftsresultat	UDR	43 429	-622	-16 755	0	-18 305	0	0
-	Driftsrelatert skatt på unormalt driftsresultat	dss*UDR	12 271	-200	-5 691	0	-5 521	0	0
+	Unormalt nettoresultat fra driftstilknyttet selskap	UNDRT	0	0	0	0	0	0	0
+	Ekstraordinært og diskontinuerlig netto driftsresultat	ENDR	0	0	0	0	0	0	0
+	Driftsrelatert dirty surplus	DDSP	-1 372	-1	-51	0	400	2 304	0
-	Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	(dss-ndss)*DR	-1 309	611	1 381	390	-228	-3 392	-3 217
=	Unormalt netto driftsresultat	UNDR	31 094	-1 033	-12 496	-390	-12 156	5 696	3 217

Normalisert driftsskattesats for analyseperioden er: 30,4 %.

3.3. Fædrelandsvennen

Unormalt netto driftsresultat									
	Fædrelandsvennen konsern (NOK 1000)		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Unormalt driftsresultat	UDR	-4 147	-28 585	-500	-500	-5 001	0	-18 665
-	Driftsrelatert skatt på unormalt driftsresultat	dss*UDR	-1 271	-7 801	-155	-117	-1 091	0	-4 367
+	Unormalt nettoresultat fra driftstilknyttet selskap	UNDRT	0	0	0	0	0	0	0
+	Ekstraordinært og diskontinuerlig netto driftsresultat	ENDR	0	0	0	0	0	0	0
+	Driftsrelatert dirty surplus	DDSP	0	-254	40	3	121	-860	-748
-	Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	(dss-ndss)*DR	1 134	305	826	-341	-952	-1 000	-682
=	Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-4 009	-21 343	-1 131	-39	-2 837	140	-14 364

Normalisert driftsskattesats for analyseperioden er: 24,9 %.

3.4. Stavanger Aftenblad

Unormalt netto driftsresultat								
	Stavanger Aftenblad konsern (NOK 1000)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Unormalt driftsresultat	UDR	0	0	0	0	0	-5 000
-	Driftsrelatert skatt på unormalt driftsresultat	dss*UDR	0	0	0	0	0	-1 314
+	Unormalt nettoresultat fra driftstilknyttet selskap	UNDRT	0	0	0	0	0	0
+	Ekstraordinært og diskontinuerlig netto driftsresultat	ENDR	0	0	0	0	0	0
+	Driftsrelatert dirty surplus	DDSP	0	-34	-4 992	0	-49 355	99
-	Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	(dss-ndss)*DR	1 036	1 313	-1 358	683	-3 513	-4 213
=	Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-1 036	-1 347	-3 634	-683	-45 842	4 312

Normalisert driftsskattesats for analyseperioden er: 25,1 %.

Appendiks 4. Omgrupperte regnskapstall

4.1. Aftenposten

Omgruppert resultatregnskap. Aftenposten								
Aftenposten konsern (NOK 1000)		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Salg av aviser (abo og løssalg)	624 405	630 415	634 439	653 182	623 057	659 159	672 659
+	Annonseinntekter	1 502 082	1 401 222	1 327 707	1 277 137	1 303 127	1 531 557	1 726 098
+	Andre driftsinntekter	149 368	152 905	152 975	151 157	200 056	230 559	268 706
=	Driftsinntekter	2 275 855	2 184 542	2 115 121	2 081 476	2 126 240	2 421 275	2 667 463
-	Lønnskostnad	861 771	880 267	871 005	915 470	904 014	955 532	1 054 482
-	Ordinære avskrivninger	71 778	83 981	86 911	75 380	72 259	65 489	68 128
-	Andre driftskostnader	1 198 014	1 182 670	1 076 054	1 033 727	1 016 301	1 136 712	1 247 068
=	Driftsresultat i egen virksomhet	144 292	37 624	81 151	56 899	133 666	263 542	297 785
-	Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	DSK	48 581	12 667	27 322	19 157	45 003	100 259
=	Netto driftsres i egen virksomhet	NDRE	95 711	24 957	53 829	37 742	88 663	174 812
+	Netto res fra driftstilk virksomh	NDRT	4 009	2 829	7 890	-1 640	-3 478	8 808
=	Netto driftsresultat	NDR	99 720	27 786	61 719	36 102	87 111	206 334
+	Netto finansinntekt	NFI	27 554	27 122	23 281	19 704	13 296	18 332
=	Nettores til sysselsatt kapital	NRS	127 274	54 908	85 000	55 806	97 385	224 666
-	Netto finanskostnad	NFK	1 139	1 022	1 970	3 456	1 401	1 293
-	Netto minoritetsresultat	NMR	-5 344	-3 590	2 023	9 772	37 282	44 134
=	Nettoresultat til egenkapital	NRE	131 479	57 476	81 007	42 578	145 947	179 239
+	Unormalt netto driftsresultat	UNDR	1 739	-50 903	-46 340	1 303	79	7 670
+	Unormalt netto finansresultat	UNFR	-9 472	0	-853	839	6 180	0
=	Fullstendig nettores til egenk	FNR	123 746	6 573	33 814	44 719	-72 736	186 909
-	Netto betalt utbytte	NBU	66 119	14 599	-752	-5 229	159 968	110 286
=	Endring i egenkapital	ΔEK	57 627	-8 026	34 566	49 948	-7 762	76 623

Omgruppert balanse, Aftenposten								
Aftenposten konsern (NOK 1000)		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	727 768	791 804	634 332	582 178	653 267	595 717
-	Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	154 172	152 040	218 328	208 366	369 210	339 406
=	Netto anleggsmidler	NAM	573 596	639 764	416 004	373 812	247 433	256 311
	Driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	721 891	568 523	724 340	780 137	940 404	976 687
-	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	477 023	435 348	449 284	430 967	437 320	496 520
=	Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	244 868	133 175	275 056	349 170	503 084	480 167
»	Netto driftseiendeler	NDE	818 464	772 939	691 060	722 982	750 517	736 478
	Egenkapital	EK	589 305	581 279	615 845	665 793	581 118	657 741
	Minoritetsinteresser	MI	2 785	12 010	13 863	20 860	47 745	26 858
	Langsiktig finansiell gjeld	LFG	0	0	0	0	0	2 799
-	Finansielle anleggsmidler	FAM	25 513	25 405	28 696	47 964	22 916	20 693
=	Langsiktig netto finansiell gjeld	LNFG	-25 513	-25 405	-28 696	-47 964	-22 916	-17 894
	Kortsiktig finansiell gjeld	KFG	263 301	252 841	146 591	144 036	348 832	325 376
-	Finansielle omløpsmidler	FOM	11 414	47 786	56 543	59 743	204 262	255 603
=	Kortsiktig netto finansiell gjeld	KNFG	251 887	205 055	90 048	84 293	144 570	69 773
=	Netto finansiell gjeld	NFG	226 374	179 650	61 352	36 329	121 654	51 879
»	Netto driftskapital	NDK	818 464	772 939	691 060	722 982	750 517	736 478

Merknad til omgruppering av bank- og kontantbeholdning: Aftenposten har i presentert årsregnskap lagt innestående på konsernkonti som administreres og dispneres av Schibsted Finans AS som bankbeholdning. Jeg har i omgruppert resultatregnskap omklassifisert dette til driftsrelaterte omløpsmidler (kortsiktig fordring på Schibsted Finans AS). I 2001 utgjorde innestående på disse konsernkonti MNOK 302, mens dette utgjorde MNOK 672,5 i 2006. Beløpene som er omklassifisert for hvert år er hentet fra noteopplysninger til Aftenposten sine regnskap.

4.2. Bergens Tidende

Omgruppert resultatregnskap, Bergens Tidende									
Bergens Tidende konsern (NOK 1000)		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
	Salg av aviser (abo og løssalg)		189 008	197 277	195 529	209 083	212 283	224 169	229 441
+	Annonseinntekter		351 998	345 239	344 926	346 479	391 325	455 952	504 244
+	Andre driftsinntekter		105 044	137 719	143 915	140 700	165 793	185 169	213 598
=	Driftsinntekter	DI	646 050	680 235	684 370	696 262	769 401	865 290	947 283
-	Varekostnad		109 380	124 582	113 999	99 675	110 823	123 945	136 663
-	Lønnskostnad		281 154	294 598	298 042	303 486	326 163	342 772	379 695
-	Ordinær avskrivning		43 640	47 571	48 349	48 258	42 226	45 346	48 041
-	Andre driftskostnader		152 110	178 364	184 738	187 238	210 295	233 368	268 745
=	Driftsresultat i egen virksomhet	DR	59 766	35 120	39 242	57 605	79 894	119 859	114 139
-	Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	DSK	18 196	10 692	11 947	17 538	24 324	36 492	34 750
=	Netto driftsres i egen virksomhet	NDRE	41 570	24 428	27 295	40 067	55 570	83 367	79 389
+	Netto res fra driftstilk virksomh	NDRT	275	570	535	440	483	4 766	247
=	Netto driftsresultat	NDR	41 845	24 998	27 830	40 507	56 053	88 133	79 636
+	Netto finansinntekt	NFI	4 203	4 287	3 331	2 983	1 932	7 451	8 523
=	Nettores til sysselsatt kapital	NRS	46 048	29 284	31 160	43 490	57 985	95 584	88 159
-	Netto finanskostnad	NFK	5 973	7 948	7 510	6 273	2 521	2 148	2 685
-	Netto minoritetsresultat	NMR	125	-184	-538	0	0	0	0
=	Nettoresultat til egenkapital	NRE	39 950	21 520	24 188	37 217	55 463	93 436	85 474
+	Unormalt netto driftsresultat	UNDR	31 094	-1 033	-12 496	-390	-12 156	5 696	3 217
+	Unormalt netto finansresultat	UNFR	0	0	0	0	0	0	0
=	Fullstendig nettores til egenk	FNR	71 044	20 487	11 692	36 827	43 307	99 132	88 691
-	Netto betalt utbytte	NBU	5 146	20 816	15 593	20 582	28 067	35 083	42 100
=	Endring i egenkapital	ΔEK	65 898	-329	-3 901	16 245	15 240	64 049	46 591

Omgruppert balanse, Bergens Tidende									
Bergens Tidende konsern (NOK 1000)		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
	Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	583 168	561 429	525 400	489 804	469 331	469 616	474 542
-	Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	165 972	146 882	149 683	120 301	110 833	78 878	59 494
=	Netto anleggsmidler	NAM	417 196	414 547	375 717	369 503	358 498	390 738	415 048
	Driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	81 019	70 348	73 715	76 772	91 322	114 324	117 006
-	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	170 596	149 470	149 257	137 450	171 320	194 310	201 743
=	Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	-89 577	-79 122	-75 542	-60 678	-79 998	-79 986	-84 737
»	Netto driftseiendeler	NDE	327 619	335 425	300 175	308 825	278 500	310 752	330 311
	Egenkapital	EK	297 023	296 694	292 793	309 038	324 278	388 327	434 918
	Minoritetsinteresser	MI	697	487	0	0	0	0	0
	Langsiktig finansiell gjeld	LFG	120 360	120 087	114 100	108 200	102 400	58 500	52 500
-	Finansielle anleggsmidler	FAM	8 824	17 684	16 785	15 881	18 072	20 892	21 431
=	Langsiktig netto finansiell gjeld	LNFG	111 536	102 403	97 315	92 319	84 328	37 608	31 069
	Kortsiktig finansiell gjeld	KFG	2 900	2 329	2 011	4 307	2 128	1 677	1 257
-	Finansielle omløpsmidler	FOM	84 537	66 488	91 944	96 839	132 234	116 860	136 933
=	Kortsiktig netto finansiell gjeld	KNFG	-81 637	-64 159	-89 933	-92 532	-130 106	-115 183	-135 676
=	Netto finansiell gjeld	NFG	29 899	38 244	7 382	-213	-45 778	-77 575	-104 607
»	Netto driftskapital	NDK	327 619	335 425	300 175	308 825	278 500	310 752	330 311

4.3. Fædrelandsvennen

Omgruppert resultatregnskap, Fædrelandsvennen									
Fædrelandsvennen konsern (NOK 1000)		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
	Salg av aviser (abo og løssalg)	72 498	75 592	77 059	81 792	82 603	92 198	92 925	
+	Annonseinntekter	123 670	125 527	122 883	129 940	140 938	177 529	198 925	
+	Andre driftsinntekter	42 589	45 267	47 782	50 196	62 448	78 292	125 372	
=	Driftsinntekter	DI	238 757	246 386	247 724	261 928	285 989	348 019	417 222
-	Varekostnad	51 900	57 558	57 717	62 121	62 184	79 517	109 841	
-	Lønnskostnad	98 209	98 504	100 666	102 901	109 380	131 658	147 360	
-	Ordinær avskrivning	20 926	21 964	23 153	21 798	17 824	18 271	21 103	
-	Andre driftskostnader	48 114	55 717	52 565	50 974	65 492	78 962	92 837	
=	Driftsresultat i egen virksomhet	DR	19 608	12 643	13 623	24 134	31 109	46 081	
-	Driftsrelatert skatt i egen virksomh	DSK	4 878	3 145	3 389	6 004	7 739	11 463	
=	Netto driftsres i egen virksomh	NDRE	14 730	9 498	10 234	18 130	23 370	34 618	
+	Netto res fra driftstilk virksomh	NDRT	0	0	0	0	0	0	
=	Netto driftsresultat	NDR	14 730	9 498	10 234	18 130	23 370	34 618	
+	Netto finansinntekt	NFI	3 882	3 159	2 331	2 714	2 979	2 271	
=	Nettores til sysselsatt kapital	NRS	18 612	12 656	12 565	20 845	24 922	36 889	
-	Netto finanskostnad	NFK	659	1 076	1 387	844	605	809	
-	Netto minoritetsresultat	NMR	-370	-132	-156	-65	0	655	
=	Nettoresultat til egenkapital	NRE	18 323	11 713	11 335	20 066	24 317	35 901	
+	Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-4 009	-21 343	-1 131	-39	-2 837	140	
+	Unormalt netto finansresultat	UNFR	-2 917	-5 286	-7 813	5 903	6 691	2 311	
=	Fullstendig nettores til egenk	FNR	11 396	-14 916	2 390	25 930	24 636	38 104	
-	Netto betalt utbytte	NBU	9 922	10 121	11 162	32 003	11 333	24 366	
=	Endring i egenkapital	ΔEK	1 474	-25 037	-8 772	-6 073	13 303	7 848	

Omgruppert balanse, Fædrelandsvennen									
Fædrelandsvennen konsern (NOK 1000)		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
	Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	144 476	157 730	143 041	133 966	136 299	182 354	201 371
-	Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	16 984	13 186	10 176	9 165	11 216	12 422	14 129
=	Netto anleggsmidler	NAM	127 492	144 544	132 865	124 801	125 083	169 932	187 242
	Driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	31 851	30 915	27 421	31 792	36 739	49 485	75 042
-	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	59 623	53 631	50 397	57 380	59 353	72 633	51 995
=	Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	-27 772	-22 716	-22 976	-25 588	-22 614	-23 148	23 047
»	Netto driftseiendeler	NDE	99 720	121 828	109 889	99 213	102 469	146 784	210 289
	Egenkapital	EK	193 838	168 801	160 029	153 956	167 259	180 997	188 845
	Minoritetsinteresser	MI	202	375	182	118	0	1 514	753
	Langsiktig finansiell gjeld	LFG	14 611	16 655	19 896	21 095	23 784	17 660	30 000
-	Finansielle anleggsmidler	FAM	1 261	1 494	1 775	12 743	20 394	27 720	3 321
=	Langsiktig netto finansiell gjeld	LNFG	13 350	15 161	18 121	8 352	3 390	-10 060	26 679
	Kortsiktig finansiell gjeld	KFG	12 213	26 571	17 035	15 241	19 821	38 843	41 822
-	Finansielle omløpsmidler	FOM	119 883	89 080	85 478	78 454	88 001	64 510	47 810
=	Kortsiktig netto finansiell gjeld	KNFG	-107 670	-62 509	-68 443	-63 213	-68 180	-25 667	-5 988
=	Netto finansiell gjeld	NFG	-94 320	-47 348	-50 322	-54 861	-64 790	-35 727	20 691
»	Netto driftskapital	NDK	99 720	121 828	109 889	99 213	102 469	146 784	210 289

4.4. Stavanger Aftenblad

Omgruppert resultatregnskap, Stavanger Aftenblad								
Stavanger Aftenblad konsern (NOK 1000)		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Salg av aviser (abo og løssalg)		128 208	130 882	130 203	137 951	134 574	134 564
+	Annonseinntekter		284 841	293 191	259 200	266 202	364 863	432 266
+	Andre driftsinntekter		56 482	63 524	69 966	73 061	75 078	87 044
=	Driftsinntekter	DI	469 531	487 597	459 369	477 214	574 515	653 874
-	Varekostnad		43 194	49 788	49 608	44 634	57 215	57 899
-	Lønnskostnad		233 595	234 036	282 466	227 248	283 039	326 715
-	Ordinær avskrivning		37 717	40 205	40 850	37 002	30 389	32 496
-	Andre driftskostnader		122 405	140 051	130 492	123 181	123 550	158 815
=	Driftsresultat i egen virksomhet	DR	32 620	23 517	-44 047	45 149	57 909	77 949
-	Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	DSK	8 201	5 913	-11 074	11 352	14 560	19 598
=	Netto driftsres i egen virksomhet	NDRE	24 419	17 604	-32 973	33 797	60 127	58 351
+	Netto res fra driftstilk virksomheter	NDRT	0	0	0	0	0	0
=	Netto driftsresultat	NDR	24 419	17 604	-32 973	33 797	60 127	58 351
+	Netto finansinntekt	NFI	6 358	15 201	4 430	5 016	5 383	7 240
=	Nettores til sysselsatt kapital	NRS	30 777	32 805	-28 542	38 813	65 511	65 590
-	Netto finanskostnad	NFK	378	507	294	200	222	543
-	Netto minoritetsresultat	NMR	0	0	0	0	0	0
=	Nettores til egenkapital	NRE	30 399	32 298	-28 837	38 613	65 288	65 048
+	Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-1 036	-1 347	-3 634	-683	4 312	-4 570
+	Unormalt netto finansresultat	UNFR	-2 130	-11 242	-4 771	2 627	14 726	10 148
=	Fullstendig nettores til egenk	FNR	27 232	19 709	-37 242	40 557	84 326	70 626
-	Netto betalt utbytte	NBU	19 689	27 310	27 298	75 276	75 156	34 126
=	Endring i egenkapital	ΔEK	7 543	-7 601	-64 540	-34 719	9 170	36 500

Omgruppert balanse, Stavanger Aftenblad									
Stavanger Aftenblad konsern (NOK 1000)		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
	Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	289 869	273 337	257 833	225 294	224 214	228 188	268 649
-	Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	31 418	19 235	51 537	40 982	90 905	98 367	102 113
=	Netto anleggsmidler	NAM	258 451	254 102	206 296	184 312	133 309	129 821	166 536
	Driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	48 683	45 358	44 994	43 046	66 961	75 732	102 480
-	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	85 597	77 712	71 196	77 704	63 079	77 909	107 325
=	Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	-36 914	-32 354	-26 202	-34 658	3 882	-2 177	-4 845
»	Netto driftseiendeler	NDE	221 537	221 748	180 094	149 654	137 191	127 644	161 691
	Egenkapital	EK	375 824	368 223	303 683	268 964	259 381	268 551	305 051
	Minoritetsinteresser	MI	0	0	0	0	0	0	
	Langsiktig finansiell gjeld	LFG	8 200	7 000	6 000	6 000	6 000	6 000	46 412
-	Finansielle anleggsmidler	FAM	37 092	35 594	24 597	18 183	5 419	7 695	8 195
=	Langsiktig netto finansiell gjeld	LNFG	-28 892	-28 594	-18 597	-12 183	581	-1 695	38 217
	Kortsiktig finansiell gjeld	KFG	21 637	22 961	28 986	24 746	50 283	50 262	52 704
-	Finansielle omløpsmidler	FOM	147 032	140 842	133 978	131 873	173 054	189 474	234 281
=	Kortsiktig netto finansiell gjeld	KNFG	-125 395	-117 881	-104 992	-107 127	-122 771	-139 212	-181 577
=	Netto finansiell gjeld	NFG	-154 287	-146 475	-123 589	-119 310	-122 190	-140 907	-143 360
»	Netto driftskapital	NDK	221 537	221 748	180 094	149 654	137 191	127 644	161 691

Appendiks 5. Historisk utvikling i budsjett drivere

Når jeg skal estimere krav, benytter jeg meg av inngående kapital og ikke gjennomsnittlig kapital som jeg benyttet i kapittel 8 og 9.

Av denne grunn beregner jeg også historisk utvikling av budsjett drivere ihht inngående kapitalbaser.

Historisk utvikling budsjett drivere									
Aftenposten									
Aftenposten konsern		2001	2002	2003	2004	2005	2006		Tidsvektet
Driftsinntektsvekst	div	-0,040	-0,032	-0,016	0,022	0,139	0,102		0,040
Omløpet til netto driftseiendeler	onde	2,669	2,736	3,012	2,941	3,528	3,554		3,131
Netto driftsmargin	ndm	0,013	0,029	0,017	0,041	0,071	0,077		0,045
Finansiell gjeldsdel	fgd	0,327	0,212	0,199	0,231	0,465	0,446		0,325
Finansiell eiendelsdel	fed	0,095	0,123	0,149	0,150	0,303	0,375		0,215
Fiansiell gjeldsrente	fgr	0,004	0,008	0,024	0,008	0,009	0,004		0,009
Finansiell eiendelsrente	fer	0,734	0,318	0,231	0,095	0,129	0,081		0,229
Minoritetsdel	mid	0,016	0,020	0,029	0,061	0,064	0,036		0,040
Netto minoritetsrentabilitet	mir	-1,289	0,168	0,705	1,005	0,897	0,924		0,527
Bergens Tidende									
Bergens Tidende konsern		2001	2002	2003	2004	2005	2006		Tidsvektet
Driftsinntektsvekst	div	0,053	0,006	0,017	0,105	0,125	0,095		0,073
Omløpet til netto driftseiendeler	onde	2,076	2,040	2,320	2,491	3,107	3,048		2,585
Netto driftsmargin	ndm	0,037	0,041	0,058	0,073	0,102	0,084		0,070
Finansiell gjeldsdel	fgd	0,365	0,387	0,364	0,375	0,194	0,163		0,295
Finansiell eiendelsdel	fed	0,251	0,362	0,365	0,540	0,443	0,479		0,421
Fiansiell gjeldsrente	fgr	0,064	0,061	0,054	0,022	0,021	0,045		0,042
Finansiell eiendelsrente	fer	0,046	0,040	0,027	0,017	0,050	0,062		0,041
Minoritetsdel	mid	0,001	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000		0,000
Netto minoritetsrentabilitet	mir	-0,264	-1,105	0,000	0,000	0,000	0,000		-0,186
Fædrelandsvennen									
Fædrelandsvennen konsern		2001	2002	2003	2004	2005	2006		Tidsvektet
Driftsinntektsvekst	div	0,032	0,005	0,057	0,092	0,217	0,199		0,113
Omløpet til netto driftseiendeler	onde	2,471	2,033	2,384	2,883	3,396	2,842		2,729
Netto driftsmargin	ndm	0,039	0,041	0,069	0,082	0,086	0,083		0,070
Finansiell gjeldsdel	fgd	0,355	0,336	0,366	0,426	0,385	0,342		0,370
Finansiell eiendelsdel	fed	0,743	0,794	0,919	1,058	0,628	0,243		0,712
Fiansiell gjeldsrente	fgr	0,040	0,032	0,023	0,017	0,019	0,016		0,023
Finansiell eiendelsrente	fer	0,026	0,026	0,031	0,017	0,027	0,025		0,025
Minoritetsdel	mid	0,003	0,002	0,001	0,000	0,010	0,004		0,004
Netto minoritetsrentabilitet	mir	-0,653	-0,416	-0,357	0,000	0,000	0,000		-0,194

Stavanger Aftenblad										
	Stavanger aftenblad kosnern		2001	2002	2003	2004	2005	2006		Tidsvektet
	Driftsinntektsvekst	div	0,038	-0,058	0,039	0,059	0,137	0,138		0,068
	Omløpet til netto driftseiendeler	onde	2,201	2,072	2,650	3,376	4,188	5,123		3,448
	Netto driftsmargin	ndm	0,036	-0,072	0,071	0,086	0,105	0,089		0,060
	Finansiell gjeldsdel	fgd	0,135	0,194	0,205	0,410	0,441	0,613		0,361
	Finansiell eiendelsdel	fed	0,796	0,881	1,003	1,301	1,545	1,500		1,222
	Fiansiell gjeldsrente	fgr	0,017	0,010	0,006	0,006	0,004	0,010		0,008
	Finansiell eiendelsrente	fer	0,083	0,025	0,032	0,025	0,030	0,037		0,036
	Minoritetsdel	mid	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000		0,000
	Netto minoritetsrentabilitet	mir	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000		0,000
Gjennomsnittlig										
			2001	2002	2003	2004	2005	2006		gj.snittlig
	Driftsinntektsvekst	div	0,021	-0,020	0,024	0,069	0,154	0,133		0,074
	Omløpet til netto driftseiendeler	onde	2,354	2,220	2,591	2,923	3,555	3,642		2,973
	Netto driftsmargin	ndm	0,031	0,010	0,054	0,070	0,091	0,083		0,061
	Finansiell gjeldsdel	fgd	0,295	0,282	0,284	0,361	0,371	0,391		0,338
	Finansiell eiendelsdel	fed	0,471	0,540	0,609	0,762	0,730	0,649		0,643
	Fiansiell gjeldsrente	fgr	0,031	0,028	0,027	0,013	0,013	0,019		0,021
	Finansiell eiendelsrente	fer	0,222	0,102	0,080	0,039	0,059	0,051		0,083
	Minoritetsdel	mid	0,005	0,005	0,008	0,015	0,018	0,010		0,011
	Netto minoritetsrentabilitet	mir	-0,552	-0,338	0,087	0,251	0,224	0,231		0,037

I tabellen gjennomsnittlig er gjennomsnittet det enkelte året for de fire mediehusene.

Appendiks 6. Framtidig utvikling i budsjett drivere

6.1. Aftenposten

Framtidig utvikling budsjett drivere, Aftenposten								
Budsjettperiode År		1	2	M	T	Steady-state	Utvikling	
		2007	2008	2012	2016		2-M	M-T
Driftsinntektsvekst	div	0,1	0,08	0,04	0,05	0,05	-0,010	0,003
Omløpet til netto driftseiendeler	onde	3,6	3,5	3,2	3	3	-0,075	-0,050
Netto driftsmargin	ndm	0,075	0,06	0,035	0,06	0,06	-0,006	0,006
Finansiell gjeldsdel	fgd	0,48	0,48	0,45	0,4	0,4	-0,007	-0,013
Finansiell eiendelsdel	fed	0,52	0,52	0,55	0,6	0,6	0,008	0,013
Finansiell gjeldsrente	fgr(=fgk)	0,047	0,050	0,055	0,064	0,065	0,001	0,002
Finansiell eiendelsrente	fer(=fek)	0,039	0,041	0,045	0,050	0,050	0,001	0,001
Minoritetsdel	mid	0,04	0,04	0,05	0,05	0,05	0,003	0,000
Netto minoritetsrentabilitet	mir(=mir)	0,136	0,127	0,111	0,092	0,091	-0,004	-0,005

6.2. Bergens Tidende

Framtidig utvikling budsjett drivere, Bergens Tidende								
Budsjettperiode År		1	2	M	T	Steady-state	Utvikling	
		2007	2008	2012	2016		2-M	M-T
Driftsinntektsvekst	div	0,1	0,08	0,04	0,05	0,05	-0,010	0,003
Omløpet til netto driftseiendeler	onde	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	0,000	0,000
Netto driftsmargin	ndm	0,088	0,08	0,035	0,06	0,06	-0,011	0,006
Finansiell gjeldsdel	fgd	0,2	0,25	0,45	0,4	0,4	0,050	-0,013
Finansiell eiendelsdel	fed	0,8	0,75	0,65	0,6	0,6	-0,025	-0,013
Finansiell gjeldsrente	fgr(=fgk)	0,059	0,069	0,061	0,065	0,065	-0,002	0,001
Finansiell eiendelsrente	fer(=fek)	0,041	0,042	0,046	0,050	0,050	0,001	0,001
Minoritetsdel	mid	0	0	0	0	0	0,000	0,000
Netto minoritetsrentabilitet	mir(=mik)	0,123	0,114	0,106	0,092	0,092	-0,002	-0,003

6.3. Fædrelandsvennen

Framtidig utvikling budsjett drivere, Fædrelandsvennen								
Budsjettperiode År		1	2	M	T	Steady-state	Utvikling	
		2007	2008	2012	2016		2-M	M-T
Driftsinntektsvekst	div	0,100	0,080	0,040	0,050	0,050	-0,010	0,003
Omløpet til netto driftseiendeler	onde	2,900	3,000	3,000	3,000	3,000	0,000	0,000
Netto driftsmargin	ndm	0,080	0,070	0,035	0,060	0,060	-0,009	0,006
Finansiell gjeldsdel	fgd	0,350	0,380	0,400	0,400	0,400	0,005	0,000
Finansiell eiendelsdel	fed	0,650	0,620	0,600	0,600	0,600	-0,005	0,000
Finansiell gjeldsrente	fgr(=fgk)	0,064	0,093	0,075	0,065	0,065	-0,005	-0,003
Finansiell eiendelsrente	fer(=fek)	0,063	0,062	0,056	0,050	0,050	-0,001	-0,001
Minoritetsdel	mid	0,010	0,015	0,020	0,025	0,025	0,001	0,001
Netto minoritetsrentabilitet	mir(=mik)	0,127	0,112	0,099	0,084	0,084	-0,003	-0,004

6.4. Stavanger Aftenblad

Framtidig utvikling budsjett drivere, Stavanger Aftenblad								
Budsjettperiode		1	2	M	T	Steady-state	Utvikling	
År		2007	2008	2012	2016		2-M	M-T
Driftsinntektsvekst	div	0,116	0,08	0,04	0,05	0,05	-0,010	0,003
Omløpet til netto driftseiendeler	onde	4,5	4,2	3,6	3	3	-0,150	-0,150
Netto driftsmargin	ndm	0,09	0,085	0,035	0,06	0,06	-0,013	0,006
Finansiell gjeldsdel	fgd	0,954	0,55	0,3	0,4	0,4	-0,063	0,025
Finansiell eiendelsdel	fed	1,651	0,85	0,7	0,6	0,6	-0,038	-0,025
Finansiell gjeldsrente	fgr(=fgk)	0,122	0,095	0,089	0,067	0,065	-0,002	-0,005
Finansiell eiendelsrente	fer(=fek)	0,067	0,065	0,058	0,050	0,050	-0,002	-0,002
Minoritetsdel	mid	0	0	0	0	0	0,000	0,000
Netto minoritetsrentabilitet	mir(=mik)	0,075	0,075	0,074	0,069	0,070	0,000	-0,001

Appendiks 7. Framtidsregnskap

7.1. Aftenposten

Framtidsregnskap, Aftenposten													
Aftenposten konsern (MNOK)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Driftsinntekter	2 934	3 169	3 391	3 594	3 774	3 925	4 092	4 276	4 479	4 703	4 938	5 185	
Netto driftsresultat	220	190	182	171	156	137	169	203	241	282	296	311	
+ Netto finansinntekter	11	17	20	22	25	28	31	35	39	43	47	50	
= Nettores. til sysselsatt kap	231	207	202	193	181	166	200	238	280	325	343	361	
- Netto finanskostnader	15	19	22	24	27	29	31	33	36	39	41	43	
- Netto minoritetsresultat	4	4	4	5	6	6	7	7	7	7	7	8	
= Nettoresultat til egenk.	212	184	175	164	149	131	162	198	237	280	296	310	
+ Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
+ Unormalt netto finansresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
= Fullstendig nettoresultat	212	184	175	164	149	131	162	198	237	280	296	310	
- Netto betalt utbytte	55	94	79	67	53	38	54	77	102	129	206	216	
= Endring i egenkapital	157	90	97	97	96	92	109	121	135	151	90	95	
Fullstendig nettoresultat	212	184	175	164	149	131	162	198	237	280	296	310	
- Endring i egenkapital	157	90	97	97	96	92	109	121	135	151	90	95	
= Netto betalt utbytte	55	94	79	67	53	38	54	77	102	129	206	216	

Framtidsbalanse, Aftenposten													
Aftenposten konsern (MNOK)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Netto driftseiendeler	815	905	990	1 073	1 152	1 227	1 299	1 379	1 468	1 568	1 646	1 728	
Egenkapital	815	905	1 002	1 100	1 196	1 288	1 396	1 517	1 652	1 803	1 893	1 988	
+ Minoritetsinteresser	33	36	42	48	55	61	65	69	73	78	82	86	
+ Netto finansiell gjeld	-33	-36	-54	-75	-98	-123	-162	-207	-257	-314	-329	-346	
= Netto driftskapital	815	905	990	1 073	1 152	1 227	1 299	1 379	1 468	1 568	1 646	1 728	

7.2. Bergens Tidende

Framtidsregnskap, Bergens Tidende													
Bergens Tidende konsern (MNOK)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Driftsinntekter	1 042	1 125	1 204	1 276	1 340	1 394	1 453	1 518	1 591	1 670	1 754	1 841	
Netto driftsresultat	92	90	83	73	62	49	60	72	85	100	105	110	
+ Netto finansinntekter	6	12	12	13	13	14	14	15	16	16	17	18	
= Nettores. til sysselsatt kap.	98	102	95	86	75	63	74	87	101	117	122	128	
- Netto finanskostnader	3	5	6	8	9	11	12	13	14	14	14	15	
- Netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
= Nettoresultat til egenk.	95	97	89	78	66	52	62	74	88	102	108	113	
+ Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
+ Unormalt netto finansresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
= Fullstendig nettoresultat	95	97	89	78	66	52	62	74	88	102	108	113	
- Netto betalt utbytte	-26	90	79	76	71	64	38	48	59	71	74	78	
= Endring i egenkapital	121	7	9	2	-5	-12	24	26	29	32	33	35	
Fullstendig nettoresultat	95	97	89	78	66	52	62	74	88	102	108	113	
- Endring i egenkapital	121	7	9	2	-5	-12	24	26	29	32	33	35	
= Netto betalt utbytte	-26	90	79	76	71	64	38	48	59	71	74	78	

Framtidsbalanse, Bergens Tidende													
Bergens Tidende konsern (MNOK)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Netto driftseiendeler	347	375	401	425	447	465	484	506	530	557	585	614	
Egenkapital	556	563	572	574	570	558	581	607	636	668	701	737	
+ Minoritetsinteresser	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
+ Netto finansiell gjeld	-208	-188	-171	-149	-123	-93	-97	-101	-106	-111	-117	-123	
= Netto driftskapital	347	375	401	425	447	465	484	506	530	557	585	614	

7.3. Fædrelandsvennen

Framtidsregnskap, Fædrelandsvennen													
Fædrelandsvennen konsern (MNOK)		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	Driftsinntekter	459	496	530	562	590	614	640	669	701	736	772	811
	Netto driftsresultat	37	35	32	30	26	21	26	32	38	44	46	49
+	Netto finansinntekter	3	6	6	6	7	7	7	7	7	7	7	8
=	Nettores til sysselsatt kap.	40	41	39	36	32	28	33	39	45	51	54	56
-	Netto finanskostnader	5	5	5	6	6	6	6	6	6	6	6	7
-	Netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
=	Nettoresultat til egenk.	35	36	33	30	26	22	27	32	38	45	47	49
+	Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+	Unormalt netto finansresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
=	Fullstendig nettoresultat	35	36	33	30	26	22	27	32	38	45	47	49
-	Netto betalt utbytte	20	37	21	19	17	15	17	21	26	31	32	34
=	Endring i egenkapital	15	-2	12	11	9	7	10	11	12	13	14	15
	Fullstendig nettoresultat	35	36	33	30	26	22	27	32	38	45	47	49
-	Endring i egenkapital	15	-2	12	11	9	7	10	11	12	13	14	15
=	Netto betalt utbytte	20	37	21	19	17	15	17	21	26	31	32	34

Framtidsbalanse, Fædrelandsvennen													
Fædrelandsvennen konsern (MNOK)		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	Netto driftseiendeler	158	165	177	187	197	205	213	223	234	245	257	270
	Egenkapital	204	202	215	225	234	241	251	262	275	288	303	318
+	Minoritetsinteresser	2	2	3	3	4	4	5	5	6	6	6	7
+	Netto finansiell gjeld	-47	-40	-41	-41	-41	-41	-43	-45	-47	-49	-51	-54
=	Netto driftskapital	158	165	177	187	197	205	213	223	234	245	257	270

7.4. Stavanger Aftenblad

Framtidsregnskap, Stavanger Aftenblad													
Stavanger Aftenblad konsern (MNOK)		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	Driftsinntekter	730	788	843	894	939	976	1 018	1 063	1 114	1 170	1 228	1 289
	Netto driftsresultat	66	67	61	54	45	34	42	51	60	70	74	77
+	Netto finansinntekter	16	17	10	10	11	11	11	11	11	11	12	12
=	Nettores. til sysselsatt kap.	82	84	71	64	55	45	53	61	71	81	85	90
-	Netto finanskostnader	12	15	9	9	9	8	7	8	8	9	10	11
-	Netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
=	Nettoresultat til egenk.	70	70	62	55	47	37	45	53	62	72	75	79
+	Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+	Unormalt netto finansresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
=	Fullstendig nettoresultat	70	70	62	55	47	37	45	53	62	72	75	79
-	Netto betalt utbytte	101	100	30	22	12	1	27	33	39	47	52	55
=	Endring i egenkapital	-31	-30	32	34	35	35	19	21	23	26	23	25
	Fullstendig nettoresultat	70	70	62	55	47	37	45	53	62	72	75	79
-	Endring i egenkapital	-31	-30	32	34	35	35	19	21	23	26	23	25
=	Netto betalt utbytte	101	100	30	22	12	1	27	33	39	47	52	55

Framtidsbalanse, Stavanger Aftenblad													
Stavanger Aftenblad konsern (MNOK)		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	Netto driftseiendeler	162	188	208	229	250	271	295	322	354	390	409	430
	Egenkapital	274	244	276	309	344	380	398	419	442	468	491	516
+	Minoritetsinteresser	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+	Netto finansiell gjeld	-113	-56	-68	-80	-94	-108	-103	-97	-88	-78	-82	-86
=	Netto driftskapital	162	188	208	229	250	271	295	322	354	390	409	430

Appendiks 8. Netto driftskapitalkrav og superprofitt fra drift

8.1. Aftenposten

Netto driftskapitalkrav og superprofitt fra drift, Aftenposten													
Aftenposten konsern		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Netto driftskapitalkrav													
	Egenkapitalkrav	0,107	0,099	0,096	0,093	0,090	0,086	0,083	0,079	0,075	0,072	0,071	0,071
*	Egenkapitalvekt	0,893	1,000	1,000	1,013	1,025	1,038	1,050	1,075	1,100	1,125	1,150	1,150
+	Minoritetskrav	0,136	0,127	0,124	0,119	0,115	0,111	0,106	0,102	0,097	0,092	0,091	0,091
*	Minoritetsvekt	0,036	0,040	0,040	0,043	0,045	0,048	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
+	Netto fin. gjeldskrav	0,088	-0,065	-0,063	-0,034	-0,017	-0,007	0,001	0,009	0,015	0,018	0,021	0,021
*	Netto fin. gjeldsvekt	0,070	-0,040	-0,040	-0,055	-0,070	-0,085	-0,100	-0,125	-0,150	-0,175	-0,200	-0,200
=	Netto driftskapitalkrav	0,107	0,107	0,104	0,101	0,098	0,095	0,092	0,089	0,085	0,082	0,082	0,082
Superprofitt fra drift (MNOK)													
	Netto driftsresultat	220	190	182	171	156	137	169	203	241	282	296	311
-	Netto driftskapitalkrav	0,107	0,107	0,104	0,101	0,098	0,095	0,092	0,089	0,085	0,082	0,082	0,082
*	Netto driftseiendeler forrige periode	736	815	905	990	1 073	1 152	1 227	1 299	1 379	1 468	1 568	1 646
=	Superprofitt fra drift	142	103	88	71	50	28	56	88	123	162	168	176

8.2. Bergens Tidende

Netto driftskapitalkrav og superprofitt fra drift, Bergens Tidende													
Bergens Tidende konsern		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Netto driftskapitalkrav													
	Egenkapitalkrav	0,094	0,086	0,085	0,083	0,082	0,081	0,080	0,077	0,075	0,072	0,072	0,072
*	Egenkapitalvekt	1,317	1,600	1,500	1,425	1,350	1,275	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
+	Minoritetskrav	0,123	0,114	0,112	0,110	0,107	0,106	0,104	0,100	0,096	0,092	0,092	0,092
*	Minoritetsvekt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
+	Netto fin. gjeldskrav	0,031	0,033	0,031	0,030	0,028	0,024	0,019	0,019	0,020	0,021	0,021	0,021
*	Netto fin. gjeldsvekt	-0,317	-0,600	-0,500	-0,425	-0,350	-0,275	-0,200	-0,200	-0,200	-0,200	-0,200	-0,200
=	Netto driftskapitalkrav	0,114	0,117	0,111	0,106	0,101	0,097	0,093	0,089	0,085	0,082	0,082	0,082
Superprofitt fra drift (MNOK)													
	Netto driftsresultat	92	90	83	73	62	49	60	72	85	100	105	110
-	Netto driftskrav	0,114	0,117	0,111	0,106	0,101	0,097	0,093	0,089	0,085	0,082	0,082	0,082
*	Netto driftseiendeler forrige periode	330	347	375	401	425	447	465	484	506	530	557	585
=	Superprofitt fra drift	54	49	41	31	19	6	17	29	42	57	60	63

8.3. Fædrelandsvennen

Netto driftskapitalkrav og superprofitt fra drift, Fædrelandsvennen													
	Fædrelandsvennen konsern	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Netto driftskapitalkrav													
	Egenkapitalkrav	0,098	0,084	0,083	0,080	0,077	0,075	0,072	0,069	0,066	0,063	0,063	0,063
*	Egenkapitalvekt	0,898	1,290	1,225	1,214	1,203	1,191	1,180	1,179	1,178	1,176	1,175	1,175
+	Minoritetskrav	0,127	0,112	0,110	0,106	0,103	0,099	0,095	0,092	0,088	0,084	0,084	0,084
*	Minoritetsvekt	0,004	0,010	0,015	0,016	0,018	0,019	0,020	0,021	0,023	0,024	0,025	0,025
+	Netto fin. gjeldskrav	0,064	0,025	0,022	0,022	0,021	0,021	0,020	0,020	0,021	0,021	0,021	0,021
*	Netto fin. gjeldsvekt	0,098	-0,300	-0,240	-0,230	-0,220	-0,210	-0,200	-0,200	-0,200	-0,200	-0,200	-0,200
=	Netto driftskapitalkrav	0,095	0,102	0,098	0,094	0,090	0,086	0,083	0,079	0,076	0,072	0,072	0,072
Superprofitt fra drift (MNOK)													
	Netto driftsresultat	37	35	32	30	26	21	26	32	38	44	46	49
-	Netto driftskrav	0,095	0,102	0,098	0,094	0,090	0,086	0,083	0,079	0,076	0,072	0,072	0,072
*	Netto driftseiendeler forrige periode	210	158	165	177	187	197	205	213	223	234	245	257
=	Superprofitt fra drift	17	19	16	13	9	4	9	15	21	27	29	30

8.4. Stavanger Aftenblad

Netto driftskapitalkrav og superprofitt fra drift, Fædrelandsvennen													
	Stavanger Aftenblad konsern	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Netto driftskapitalkrav													
	Egenkapitalkrav	0,075	0,075	0,081	0,078	0,076	0,074	0,071	0,070	0,070	0,069	0,070	0,070
*	Egenkapitalvekt	1,887	1,697	1,300	1,325	1,350	1,375	1,400	1,350	1,300	1,250	1,200	1,200
+	Minoritetskrav	0,075	0,075	0,081	0,078	0,076	0,074	0,071	0,070	0,070	0,069	0,070	0,070
*	Minoritetsvekt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
+	Netto fin. gjeldskrav	0,029	0,023	0,020	0,023	0,025	0,027	0,029	0,028	0,027	0,025	0,021	0,021
*	Netto fin. gjeldsvekt	-0,887	-0,697	-0,300	-0,325	-0,350	-0,375	-0,400	-0,350	-0,300	-0,250	-0,200	-0,200
=	Netto driftskapitalkrav	0,115	0,111	0,099	0,096	0,094	0,091	0,088	0,085	0,082	0,080	0,080	0,080
Superprofitt fra drift													
	Netto driftsresultat	66	67	61	54	45	34	42	51	60	70	74	77
-	Netto driftskrav	0,115	0,111	0,099	0,096	0,094	0,091	0,088	0,085	0,082	0,080	0,080	0,080
*	Netto driftseiendeler forrige periode	162	162	188	208	229	250	271	295	322	354	390	409
=	Superprofitt fra drift	47	49	43	34	23	11	18	25	33	42	42	45

Appendiks 9. Forkortelser ofte benyttet i oppgaven

Resultatelementer		
	Driftsinntekter	DI
-	Driftskostnader	DK
=	Driftsresultat i egen virksomhet	DR
-	Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	DSK
=	Netto driftsresultat i egen virksomhet	NDRE
+	Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	NDRT
=	Netto driftsresultat	NDR
+	Netto finansinntekt	NFI
=	Nettoresultat til sysselsatt kapital	NRS
-	Netto finanskostnad	NFK
-	Netto minoritesresultat	NMR
=	Nettoresultat til egenkapital	NRE
+	Unormalt netto driftsresultat	UNDR
+	Unormalt netto finansresultat	UNFR
=	Fullstendig nettoresultat til egenkapital	FNR
-	Netto betalt utbytte	NBU
=	Endring i egenkapital	ΔEK

Balanselementer		
	Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM
-	Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG
=	Netto anleggsmidler	NAM
	Driftsrelaterte omløpsmidler	DOM
-	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG
=	Driftsrelatert arbeidskapital	DAK
=	Netto driftseiendeler	NDE
	Egenkapital	EK
	Minoritetsinteresser	MI
	Langsiktig finansiell gjeld	LFG
-	Finansielle anleggsmidler	FAM
=	Langsiktig netto finansiell gjeld	LNFG
	Kortsiktig finansiell gjeld	KFG
-	Finansielle omløpsmidler	FOM
=	Kortsiktig netto finansiell gjeld	KNFG
=	Netto finansiell gjeld	NFG
=	Netto driftskapital	NDK