



STRATEGISK REGNSKAPSANALYSE OG VERDSETTELSE AV
Gyldendal ASA



Av Sindre B. Wergeland & Benjamin O. Hellesen Heimset

Veileder: Kjell Henry Knivsflå

Masterutredning i fordypningsområdet: Regnskap og revisjon

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer inntår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Formålet med denne utredningen er å lage et verdiestimat på egenkapitalen og tilhørende aksjeverdi på Gyldendal ASA per 31.12.2019. Dette har vi gjort ved hjelp av fundamental verdsettelse. Grunnlaget for den fundamentale verdsettelse er en analyse av underliggende strategiske- og økonomiske forhold, utarbeidelse av fremtidsregnskap og -krav og neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer. Den fundamentale verdsettelsen er støttet opp med en komparativ verdivurdering for å kunne sammenligne og vurdere de ulike estimatene. Videre har vi analysert usikkerheten og hensyntatt dette i vår handelsstrategi.

Masterutredningen er delt inn i tre deler. I del 1 gjennomføres en strategisk analyse av Gyldendal og de valgte komparative selskapene i bransjen. Først gjennomføres en ekstern bransjeorientert analyse som analyser makroøkonomiske og konkurransemessige forhold som påvirker bransjen sin evne til å skape en strategisk fordel. Så gjennomføres en intern ressursorientert analyse for å avdekke ressurser hos Gyldendal som kan gi opphav til strategisk fordel. Analysen viser en moderat bransjefordel i bokbransjen. Den viser videre at det er en liten intern ressursulempen i Gyldendal som følge av at konsernet er mer eksponert mot bokhandel enn de andre komparative selskapene.

I del 2 gjennomføres en strategisk regnskapsanalyse for analyseperioden 2012-2018. Her finner vi at Gyldendal har en bransjefordel på 2,66%. Vi finner også en mindre ressursulempen på -0,84%. Dette gir en driftsfordel etter gearing på 2,29%. Det er også en finansieringsulempen på -0,84% for Gyldendal. I sum gir dette en historisk strategisk fordel på 1,46%.

I del 3 utarbeides fremtidsregnskap og fremtidskrav for budsjettperioden som er fra 2019 til 2024 (*Steady State*), hvor vi forventer konstant vekst. Vi finner at på lang sikt så har Gyldendal en strategisk fordel 5,84%, som kommer fra den budsjetterte veksten i digitalt salg og netto driftsmargin. Her har vi forutsatt at finansieringsfordelen på lang sikt er 0, og den strategiske fordelene kommer da fra en driftsfordel. I den fundamentale verdsettelsen så neddiskonteres budsjetterte framtidige kontantstrømmer. Verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen ender med en aksjeverdi på 672 kroner. Den komparative verdsettelsen gir et verdiestimat på 704 kroner. På grunn av store variasjoner i multiplene i den komparative verdsettelsen så har vi valgt å kun tillegge dette verdiestimatet 10% vekt i det endelige verdiestimatet. Etter framskriving av verdiestimatet til 31.12.2019 så har vi fått et verdiestimat på 712 kroner per aksje. Den siste observerbare aksjeverdien fra 18.12.2019 er 420 kr. Basert på vår handelsstrategi i kapittel 13.2 så vil vi gi en *kjøp-anbefaling* på aksjen.

Forord

Denne masterutredningen er skrevet som en del av vår mastergrad i henholdsvis finansiell økonomi for Sindre og regnskap og revisjon for Benjamin ved Norges Handelshøyskole. Med bakgrunn i våre studieretninger valgte vi å skrive en verdsettelsesoppgave fordi det favnet over begge våre retninger og vi kunne anvende flere ulike fagområder som finans, strategi og regnskap. Masterutredningen er basert på rammeverket som var pensum i faget BUS440A – Verdivurdering med regnskapsanalyse, samt supplerende litteratur.

Vi ønsket å skrive om en bransje som sto overfor endringer som følge av digitalisering og teknologisk utvikling, og vi vurderte bokbransjen som en slik bransje. Vi syntes også at rammebetingelsene til bransjen med flere støtteordninger og subsidier var interessant å se nærmere på. Valget av selskap falt på bokkonsernet Gyldendals ASA, da dette er eneste børsnoterte norske selskapet i bokbransjen. Vi vurderte det som et spennende selskap med lang og stabil historie. Vi syntes også den tidligere striden om kontrollen i Gyldendal mellom finansmennene Erik Must og Trygve Hegnar gjorde det spennende å undersøke hvorfor dette selskapet var så interessant, og hvilke merverdier de kan ha sett. Bokbransjen er en bransje i stor endring som følge av teknologiske fremskritt og trender. De siste årsrapporter viser også at bransjen er blitt mer presset på lønnsomheten og at det satses stort på nye digitale løsninger i fremtiden.

Arbeidet med masteroppgaven har vært en krevende, men også svært lærerik og spennende prosess. Vi har lært mye gjennom prosessen og fått god innsikt i en spennende bransje som står ovenfor store muligheter ved å omstille seg til en digital fremtid.


Vi ønsker til slutt å rette en stor takk til vår dyktige veileder Kjell Henry Knivsflå. Vi har hele veien fått detaljerte og konstruktive tilbakemeldinger under arbeidet med oppgaven. Vi ønsker også å takke vår nærmeste familie for god støtte under arbeidet.

Norges Handelshøyskole

Bergen, desember 2019



Sindre B. Wergeland



Benjamin O. Hellesen Heimset

Begrepsavklaringer og forkortelser

AFR – Annet fullstendig resultat	KDG – Kortsiktig driftsrelatert gjeld
BFD – Brasjefordel drift	KFG – Kortsiktig finansiell gjeld
DE – Driftsrelaterte eiendeler	KG – Kortsiktig gjeld
DF – Driftsfordel	KRP – Kredittrisikopremie
DG – Driftsrelatert gjeld	LFG – Langsiktig finansiell gjeld
DOM – Driftsrelaterte omløpsmidler	MF – Marginfordel
DSP – Dirty Surplus	MI – Minoritetsinteresser
EK – Egenkapital	MIG – Minoritetsgrad
EKR – Egenkapitalrentabilitet	MIK – Minoritetskrav
FAM – Finansielle anleggsmidler	MIR – Minoritetsrentabilitet
FE – Finansielle eiendeler	MRD – Markedsrisikodel
FEG – Finansiell eiendelsgrad	MRP – Markedsrisikopremie
FEK – Finansiell eiendelskrav	NDE – Netto driftsreiendeler
FER – Finansiell eiendelsrentabilitet	NDK – Netto driftskrav
FF – Finansieringsfordel	NDM – Netto driftsmargin
FFFE – Finansieringsfordel finansielle eiendeler	NDR – Netto driftsresultat
FFFG – Finansieringsfordel finansiell gjeld	NDR – Netto driftsrentabilitet
FFFNFG – Finansieringsfordel netto finansiellgjeld	NDSS – Normalisert driftsskattesats
FG – Finansiell gjeld	NFG – Netto finansiell gjeld
FGG – Finansiell gjeldsgrad	NFGG – Netto finansiell gjeldsgrad
FGK – Finansiell gjeldskrav	NFGK – Netto finansiell gjeldskrav
FGR – Finansiell gjeldsrentabilitet	NFGR – Netto finansiell gjeldsrentabilitet
FISS – Finansinntektsskattesats	NFK – Netto finanskostnad
FKD – Fri kontantstrøm fra drift	NRE – Nettoresultat til egenkapital
FKE – Fri kontantstrøm til egenkapital	OF – Omløpsfordel
FKS – Fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital	OM – Omløpsmidler
FNR – Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	ONDE – Omløpshastighet til netto driftseiendeler
FOM – Finansielle omløpsmidler	R – Rentabilitet
FoU – Forskning og utvikling	RFD – Ressursfordel drift
GFD – Gearingfordel drift	TK – Totalkapital
ILP – Illikviditetspremie	TV – Tilknyttet virksomhet
k – Avkastningskrav	VEK – Verdien av egenkapital

Forleggerforeningen – Forleggerforeningen er en forening som organiserer forlag i Norge. Foreningen har flere avtaler med andre sentrale foreninger i bransjen og bistår sine medlemmer. Forleggerforeningen gir ut både måneds-, kvartals- og årsstatistikk for hele bransjen.

Bokhandlerforeningen – Bokhandlerforeningen er bransjeforeningen på bokhandlersiden. De har i stor grad samme funksjon som forleggerforeningen.

Forfatterforeningen – Forfatterforeningen organiserer forfattere og bistår de i forhandlinger med forlag.

Bokgruppene – Bokgruppe er en inndeling i kategorier for bøker foretatt av forleggerforeningen. Hovedkategoriene er 1, 2 og 3 som er skolebok-, fagbok- og allmennbokmarkedet. Disse er igjen inndelt i underkategorier flere ganger.

Royalty – Royalty er vederlaget forfatter mottar av boken. Royalty er i de fleste tilfeller en prosentsats av bokens utsalgspris. Normalt er royalty 15% da de fleste har standardavtalen mellom forleggerforeningen og forfatterforeningen.

Bokavtalen – Bokavtalen er avtalen mellom forleggerforeningen og bokhandlerforeningen. Viktigste elementet i bokavtalen er fastpris, leveringplikt, og skaffeplikt.

Vertikal ekspansjon – Vertikal ekspansjon er når bedrifter ekspanderer vertikalt inn i sine leverandørs eller kundes segment og tar posisjon der.

Bruttoomsetning – Bruttoomsetning er omsetningen av bøker i sluttledet.

Nettoomsetning – Nettoomsetning er omsetningen av bøker som forlagene har, altså etter rabatt til bokhandlere.

Litteraturpolitiske mål – Litteraturpolitiske mål er målene satt ut av myndighetene, og spesielt kulturdepartementet, om ønsket bredde i litteraturen, språkform og lignende.

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	2
Forord	3
1. Innledning	9
1.1 Målsetning.....	9
1.2 Avgrensning	9
1.3 Struktur	9
2. Presentasjon av Gyldendal ASA og bransjen	10
2.1 Introduksjon til Gyldendal ASA	11
2.2 Fakta om bransjen	11
2.3 Makroforhold	19
2.4 Komparative selskap og andre bransjeselskap.....	27
2.5 Gyldendal ASA	29
2.6 Hvordan Gyldendal skiller seg fra de komparative selskapene	33
3. Valg av verdsettingsteknikk	36
3.1 Oversikt: Fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdivurdering	36
3.2 Fundamental verdsettelse	36
3.3 Komparativ verdsettelse.....	38
3.4 Opsjonsbasert verdsettelse	39
3.5 Valg av hovedteknikk – fundamental verdivurdering.....	40
3.6 Rammeverk for fundamental verdivurdering.....	41
4. Strategisk analyse	43
4.1 Rammeverk for strategisk analyse	43
4.2 Ekstern bransjeorientert analyse – Pestel og Porter	44
4.3 Intern ressursorientert analyse	60
4.4 SWOT – Oppsummering av strategisk fordel og risiko.....	68
4.5 Oppsummering av strategisk fordel	71
4.6 Strategisk vekstanalyse	73

5.	Regnskapsanalyse	74
5.1	Rammeverk for regnskapsanalyse og praktiske valg	74
5.2	Presentasjon av rapporterte tall og «trailing»	77
5.3	Omgruppering for analyse	81
5.4	Analyse av målefeil og justering	90
5.5	Presentasjon av omgruppert og justert finansregnskap for Gyldendal.....	96
5.6	Presentasjon av omgruppert og justert resultatregnskap for bransjen.....	97
5.7	Rammeverk for forholdstallanalyse	97
6.	Analyse av risiko	99
6.1	Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsanalyse	99
6.2	Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse	105
6.3	Oppsummering – syntetisk rating	109
7.	Historisk avkastningskrav.....	111
7.1	Teori for avkastningskrav, risikofri rente, risikopremie og beta.....	111
7.2	Egenkapitalkravet.....	117
7.3	Krav til finansiell gjeld	117
7.4	Totalkapitalkravet	122
8.	Analyse av lønnsomhet – strategisk fordel.....	124
8.1	Egenkapitalrentabilitet	124
8.2	Rammeverk for dekomponering av strategisk fordel.....	129
8.3	Dekomponering av driftsfordel.....	129
8.4	Dekomponering av finansieringsfordel.....	139
8.5	Oppsummering – historisk superrentabilitet	144
9.	Fremtidsbudsjett	147
9.1	Rammeverk for fremtidsregnskap.....	147
9.2	Vekstanalyse	148
9.3	Valg ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet	152
9.4	Budsjett drivere	155
9.5	Fremtidsregnskap og fri kontantstrøm	164

10.	Fremtidskrav og strategisk fordel	166
10.1	Krav til egenkapital	166
10.2	Finansielle krav	168
10.3	Krav til netto driftskapital – WACC	171
10.4	Analyse av superrentabilitet i budsjett	172
11.	Fundamental verdsettelse	175
11.1	Oversikt over metoder og modeller	175
11.2	Egenkapitalmetoden	176
11.3	Selskapskapitalmetoden	179
11.4	Første estimat og konvergens mot endelig verdiestimat	182
11.5	Uvisshet: Sensitivitet, simulering og konkurs	185
11.6	Oppsummering – verdiestimat og uvisshet	195
12.	Supplerende verdivurdering	195
12.1	Multiplikatormodellen	196
12.2	Beregning av multipler	200
12.3	Komparativ verdivurdering	201
12.4	Oppsummering av komparativ verdivurdering	204
13.	Konklusjon	206
13.1	Oppsummering	206
13.2	Handelsstrategi	208
14.	Referanser	209
14.1	Formelliste	216
14.2	Figurliste	218
14.3	Tabelliste	220

1. Innledning

1.1 Målsetning

Målet med masterutredningen er å beregne verdien av egenkapitalen til Gyldendal ASA (heretter Gyldendal) basert på offentlig tilgjengelig informasjon.

Verdiestimatet vil bli fastsatt basert på en kvalitativ og kvantitativ strategisk analyse av underliggende økonomiske forhold i Gyldendal. Basert på dette vil vi utarbeide fremtidsregnskap og fremtidskrav som skal danne grunnlaget for den endelige verdsettelsen. Gyldendal og den norske bokbransjen går en spennende fremtid i møte der de skal gjennom en enorm digitaliseringsprosess. Problemstillingen for oppgaven blir dermed å synliggjøre underliggende verdier i selskapet og gjøres oss opp en antagelse om fremtidsutsiktene til selskapet. Til slutt vil vi ta stilling til usikkerhet og svakheter ved det endelige verdiestimatet.

1.2 Avgrensning

Masterutredningen vår baserer seg kun på offentlige informasjon om Gyldendal og de andre komparative selskapene. Utgangspunktet er at vi skal analysere Gyldendal som eksterne, og har derfor ingen intern informasjon om selskapet som vi bygger inn i analysen.

Verdsettelsen tar utgangspunkt i regnskapsinformasjon på konsernnivå. Det er derfor ikke gjort grundige analyser av underliggende datterselskap. Gyldendal er børsnoterte så vi baserer hele analysen på årsrapporter, halvårsrapporter og kvartalsrapporter. Analyseperioden i masterutredningen er fra 2012 til 2018. Verdsettelsestidspunktet blir då 31.12.2018 som er siste balansedagen i den regnskapsinformasjonen som vi bruker. Vi har videre valgt å fremskrive egenkapitalestimatet til 31.12.2019 som er det ønskede tidspunktet vi vil ha et verdiestimat på.

Sammenligningsgrunnlaget i oppgaven blir de andre komparative selskapene. De komparative selskapene er de andre store aktørene i bokbransjen og blir videre presentert i kapittel 2.4. Disse selskapene er ikke børsnoterte så vi baserer all vår regnskapsinformasjon fra disse på innleverte årsregnskap til Brønnøysundregistrene. I bransjeselskapene har vi også valgt å analysere på konsernnivå. Dette gjør vi for at det skal være mest mulig sammenlignbart med Gyldendal. I tillegg så er det veldig lite informasjon om underliggende datterselskaper hos de komparative selskapene.

1.3 Struktur

Strukturen på masterutredningen følger i stor grad rammeverket som er presentert i kurset Verdivurdering med regnskapsanalyse ved Norges Handelshøyskole. Rammeverket blir også

supplert med aktuell litteratur i verdsettelse fra Damodaran (2012), Penman (2013), Kinserdal (2017), Palepu (2013) og Kaldestad & Møller (2016). Oppgaven er delt i tre deler:

Del 1 er strategisk analyse og består av kapittel 2-4. I kapittel 2 så starter vi med å presentere Gyldendal og de tre andre bransjeselskapene. Vi gjennomgår sentrale fakta om alle selskapene og avslutter kapitlet med å illustrere de viktigste forskjellene mellom dem. Vi har også inkludert et delkapittel om sentrale makroøkonomiske forhold som skal brukes som fundament for den kvalitative analysen i kapittel 4. Fakta fra kapittel 2 danne grunnlaget for hvilken verdsettelsesteknikk vi velger i kapittel 3. Kapittel 3 vil inneholde en grundig gjennomgang av ulike verdsettelsesmetoder før vi konkluderer med hvilken vi mener er mest hensiktsmessig å bruke i slutten av kapitlet. I kapittel 4 gjennomfører vi den kvalitative delen av den strategiske analysen i oppgaven. Denne delen vil være delt i to deler hvor den ene er en ekstern analyse som tar for seg bransjen som helhet, mens den andre er en intern analyse som kun skal analysere hvilke ressurser Gyldendal har relativt til bransjen. Innsikten vi opparbeider oss her vil danne grunnlaget for regnskapsanalysen i del 2.

Del 2 er regnskapsanalyse og består av kapittel 5-8. I kapittel 5 presenterer vi rapporterte regnskapstall som vi skal benytte i analysen. Disse tallene blir omgrupperte og justerte for målefeil slik at de kan brukes til analyse. I kapittel 6 utfører vi risikoanalyse ved hjelp av en likviditetsanalyse og en soliditetsanalyse. Dette blir oppsummert i en syntetisk rating i kapittel 6.3. Den syntetiske ratingen bruker vi videre i kapittel 7 hvor vi beregner historiske avkastningskrav for Gyldendal og bransjen. I kapittel 8 oppsummerer vi regnskapsanalysen i en strategisk rentabilitetsanalyse. Her er målet å avdekke om Gyldendal har en strategisk fordel, og hvilke kilder i selskapet som gir oppgav til denne fordel.

Del 3 er framtidsregnskap og fundamental verdsettelse og består av kapittel 9-13. Med bakgrunn i informasjonen vi finner i foregående kapitler vil vi i kapittel 9 danne ett fremtidsregnskap som sammen med fremtidskravet i kapittel 10 gir grunnlag for en fundamental verdivurdering i kapittel 11. I kapittel 11 vil vi også gjennomføre en sensitivitetsanalyse for å illustrere usikkerheten i verdiestimatet. Som supplement til den fundamentale verdivurderingen vil vi gjennomføre en komparativ verdivurdering for å kvalitetssikre vårt verdiestimat. Til slutt vil vi i kapittel 13 presentere vår handelsstrategi basert på verdiestimatene.

2. Presentasjon av Gyldendal ASA og bransjen

I dette kapitlet vil vi presentere bokbransjen og virksomhetene i den. Hovedfokuset vil være på Gyldendal og de aktuelle bransjeselskapene som skal inkluderes i analyse. Fakta om selskapene er

sentral informasjon for det videre arbeidet av den kvalitative og kvantitative analysen. Vi begynner med en kort introduksjon til Gyldendal som er selskapet som skal verdsettes. Videre vil vi gå nærmere inn på bransjen som Gyldendal opererer i og se på hva forhold som påvirker bransjen og hvordan den historiske utviklingen har vært. Avslutningsvis i kapitlet gir vi en grundigere presentasjon av aktørene i bransjen og hva som skiller disse fra Gyldendal.

2.1 Introduksjon til Gyldendal ASA

I denne utredningen skal vi verdsette Gyldendal ASA. Vi vil først presentere kort om virksomheten før vi går mer i dybden i kapittel 2.5. Gyldendal ASA er blant Norges største forlagshuset og har merkevarer som Gyldendal Forlag, Ark Bokhandel, Kunnskapsforlaget, Lydbokforlaget med flere. Gyldendal hadde i forlagssegmentet en markedsandel på rundt 25% i 2018 for sitt heleide forlag og en andel på omtrent 18% i bokhandelssegmentet igjennom Ark. Konsernet har vokst siden begynnelsen av 2000-tallet og vært lønnsom i alle år. Vi vil se nærmere på denne historiske utviklingen og Gyldendals konsern i kapittel 2.5.

2.2 Fakta om bransjen

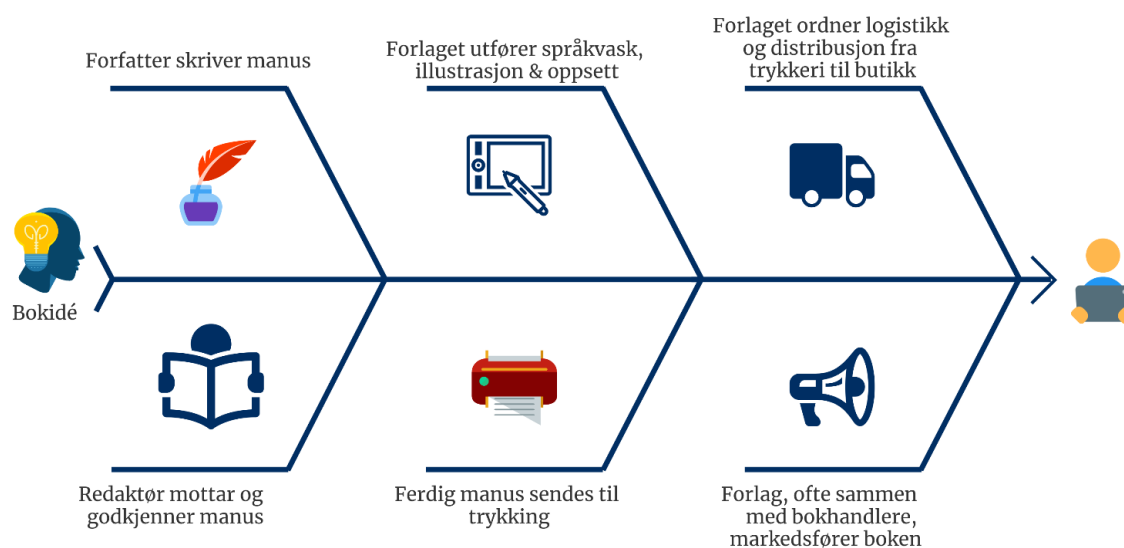
2.2.1 Introduksjon til bokbransjen

Før vi analyserer bransjens historiske utvikling og særtrekk vil vi først gi et innblikk i bransjens verdikjede og undersegmenter. Dette gjøres for å skape en forståelse av dynamikken i bransjen før den videre analysen gjøres.

2.2.1.1 Verdikjeden - Fra idé til bok

Prosessen fra en forfatter lager manus til en bok er i hånden på leseren har flere steg som forlagene tradisjonelt har koordinert. Fra manuset er mottatt av redaktør skal det gjennomgås med hensyn til oppsett, utforming, språk og illustrasjoner. Disse stegene er tradisjonelt enten gjort av forlagene sine interne ressurser eller konsulenter på vegne av forlagene. Når manus er trykkeklart, bestiller forlagene hos forskjellige trykkerier for å få trykt i riktig kvalitet og kvantum. Tidligere var det mange trykkerier i Norge mens det i dag trykkes det meste utenlands. Forlagene, enten direkte eller gjennom distribusjonsselskaper, sørger for å få bøkene transportert til Norge og senere sendt ut til bokhandlere, butikker eller direkte til sluttkunde som bibliotek og skoler eller forbruker. Forlagene, ofte sammen med bokhandlerne sørger som oftest for markedsføring og promotering av bøkene.

Fra idé til bok



Figur 2-1 – Prosess fra idé til bok

Figuren over viser et forenklet bilde av de tradisjonelle stegene fra ideen om en bok til ferdig bok i hånden til leser. Vi anser alle leddene som sentrale for å forstå bransjen og dynamikken i den og går følgelig igjennom alle leddene.

Forfatterleddet – Forfatterne er de som bidrar med råmaterialet – teksten. For noen sjangre er forfatter og idéholder samme person, men ikke alltid. Ved for eksempel biografier vil det ofte være et samarbeid mellom den biografien omhandler og den som fører boken i pennen. En forfatter som ønsker å få manuset vurdert og omgjort til bok kan sende dette til ett forlag for vurdering. Den som mottar boken da er som oftest en redaktør.

Redaktørleddet – Redaktøren er ansatt hos forlaget og har ansvar for godkjenning av bøker i sin portefølje og bearbeiding av bøker frem til trykk. Redaktørene fungerer ofte som støttespiller til forfatterne, koordinator for de andre leddene og kvalitet sikrer.

Språkvask, illustrasjon og oppsett – Når redaktøren har lest og akseptert manuset vil dette bli sendt videre til språkvask, illustrasjon og oppsett. Dette er oppgaver som typisk kan være outsourcet til konsulenter.

Trykking – Trykking er den oppgaven i verdikjeden som er mest outsourcet. Det har tradisjonelt vært mange trykkerier i Norge, men trykking av bøker er det nesten helt slutt på. Ingen av de store norske forlagene eier egne trykkerier lengre og får trykking hovedsakelig utført i utlandet. Dette medfører behov for neste steg i verdikjeden.

Logistikk og Distribusjon – Når boken er ferdig trykket må den først transporteres til Norge. Dette er også en typisk oppgave som er outsourcet til større logistikkelskap. Når boken er kommet til Norge tas den inn på logistikksentraler. Denne delen av logistikkledet har flere av forlagene fortsatt kontroll over, hovedsakelig de store. De små forlagene kan kjøpe denne tjenesten. Bøkene kan selges direkte til forbruker fra distribusjonssentralen eller sendes til butikk.

Bokhandlerledet – Siste leddet før boken når sluttkunde er bokhandlerne. Bokhandlerne bestiller bøker fra forlagene og selger de, enten lokalt i butikk eller på internett, som både fysisk bok og e-bok. Ved lansering av nye bøker er det normalt at bokhandlerkjedene og forlagene samarbeider om markedsføring av boken. Ved usolgte bøker har de fleste bokhandlere i Norge returrett så de kan sende en andel av usolgte bøker tilbake til distribusjonen eller forlagene.

I denne fremstillingen anser vi bibliotek som sluttkunde, men de kan også anses som et ledd i verdikjeden frem til leseren. Dette er en fremstilling og forklaring av den tradisjonelle verdikjeden. Denne er litt annerledes hvis det er en utenlandsk bok som et norsk forlag kjøper rettigheter til. Da er det typisk en agent som selges inn boken for forfatteren og forlagene byr på rettighetene. Utenlandske bøker vil naturligvis gi ytterligere ett ledd i verdikjeden, oversettelse, som også typisk er en outsourcet oppgave. Import av utenlandske og fremmedspråklige bøker gjøres av bokhandlere eller importører.

2.2.1.2 Segmenter i bokbransjen

Bokbransjen kan i hovedsak deles inn i to hoveddeler, forlag og bokhandel. Hver av disse segmentene kan dog videre deles opp i undersegmenter hver for seg.

2.2.1.2.1 Forlag

Forlagsbransjen kan deles opp ut ifra hva type bøker de utgir. Dette kan i hovedsak deles inn i forleggerforeningens tre kategorier; skolebok-, fagbok- og allmenntilgjengelig. Alle disse gruppene har flere undergrupper. Senere i kapittelet vil vi gi en full oversikt over bokgruppene som bransjen anvender. Noen forlag spesialisere seg i en av disse bokgruppene, eller en av deres undergrupper, mens større forlag typisk har utgivelser i hver av gruppene. Vi gjennomgår under kort hva som kjennetegner gruppene.

Skolebokmarkedet – Dette markedet omfatter alle bøker produsert og solgt mot skolemarkedet i Norge. Denne gruppen deles videre inn i bøker for grunnskole og for videregående opplæring, som igjen har egne underkategorier.

Fagbokmarkedet – Denne gruppen omfatter bøker for høyere utdanning og profesjonsmarkedet, som er de to undergruppene i kategorien. Disse gruppene deles videre inn i de forskjellige fagretningene.

Allmenntilmarkedet – Denne gruppen er den største i omsetning og omfang. Kort fortalt omfatter denne gruppen alt som ikke ligger i de to andre gruppene. Dette kan være sakprosa, skjønnlitteratur, billigbøker, oversatt litteratur med videre. I denne gruppen er det også i større grad skille mellom fysiske og digitale bøker.

Under er oversikt over estimert utsalgsverdi, altså totalomsetning, siste årene i de forskjellige gruppene.

Totalmarkedet etter delmarkeder:	Estimert utsalgsverdi i millioner kr						Endring i %
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Skolebokmarkedet (bokgr 1 og digitale læremidler)	811	917	1 041	1 019	970	846	-12,8 %
Fagbokmarkedet (bokgr 2 og digitale produkter)	994	1 012	903	918	975	953	-2,3 %
Allmenntilmarkedet (bokgr 3-9 og digitale produkter)	3 750	3 631	3 660	3 675	3 555	3 357	-5,6 %
TOTALT	5 555	5 560	5 604	5 612	5 500	5 156	-6,3 %

Tabell 2-1 - Oversikt over salg per hovedgruppe

2.2.1.2.2 Salgskanaler

For bokhandlerne ligger også segmentene tett opptil hva kategori av bøker de selger, men skillet er ikke like klart. Dette skyldes i stor grad bokavtalen, som vi kommer nærmere innpå under juridiske forhold, som sier at alle bokhandlere bundet av avtalen har leveringsplikt av bøker. Dette medfører at alle bokhandlere bundet av avtalen leverer likt, men det finnes allikevel differensieringer og spesialisering for bokhandlere. Under er oversikt over salgskanaler for bokmarkedet i Norge. Vi går nærmere inn på de mest sentrale under.

Salgskanaler totalmarkedet	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Endring i %
Bokhandel	2 848	2 861	2 993	2 873	2 918	2 720	- 6,8 %
Kulturråd	165	153	168	148	182	203	11,3 %
Bokklubb	587	518	464	431	413	394	-4,6 %
Biblioteksentralen	559	606	609	705	684	591	-13,6 %
Dagligvare/Kiosk	628	595	515	545	455	334	-26,6 %
Øvrige forhandlere	200	271	168	168	198	230	15,8 %
Eksport	49	70	74	101	46	43	-6,4 %
Direktesalg fra forlag	520	486	614	641	604	642	6,3 %
TOTALT	5 555	5 560	5 604	5 612	5 500	5 156	-6,3 %

Tabell 2-2 - Oversikt salgskanaler totalmarked

Bokhandel – Denne kategorien står for over halvparten av omsetningen og inndeles i;

- *Allmenbokhandel* – Dette er den mest normale bokhandelen og den flest kjenner til. Dette er bokhandlere som har *alt* av bøker. Bokhandlerne kan enten være fysisk butikk, nettbutikk eller en kombinasjon av begge. Slike bokhandlere er typisk lokalisert i handelssentrum.
- *Fagbokhandel* – Dette er bokhandlere som fokuserer på fagbøker og er typisk lokalisert på eller ved institusjoner for høyere utdanning. Disse bokhandlerne har ofte sterkt fokus inn på pensum ved institusjonene og støttelitteratur, men leverer ofte bøker under kategorien allmenmarkedet.
- *Digitale bokhandlere* – Digitale bokhandlere har de siste årene blitt mer aktuelt. Dette er bokhandlere som kun selger digitale bøker, altså e-bøker og strømming av lydbøker. Dette segmentet har opplevd sterk vekst siste årene og fikk i 2019 også fritak for moms, som vi kommer nærmere innpå senere.

Kulturråd – Kulturrådet kjøper årlig inn bøker for flere millioner. Dette er bøker som kjøpes inn og distribueres vederlagsfritt til biblioteker i Norge. Dette er ett virkemiddel for å nå den kulturpolitiske målsettingen i Norge. Dette kommer vi nærmere innpå under politiske forhold.

Bokklubb – Bokklubber står for betydelig del av omsetningen. Bokklubbene er en abonnementsløsning som sender ut bøker jevnlig med forskjellige temaer.

Bibliotekssentralen – Bibliotekssentralen er et samvirkeforetak med mål om å bidra til at bibliotek og lignende institusjoner kan gi innbyggerne tilgang til litteratur og kunnskap. Bibliotekssentralen selger ikke til privatmarkedet (Bibliotekssentralen, 2019).

Dagligvare og kiosk – Denne utsalgskanalen omfatter bøker, magasiner, og annen litteratur som selges i dagligvare og kiosker.

De andre kanalene er øvrige forhandlere, som typisk kan være sportsbutikk som har bøker om jakt, fiske eller lignende, eksport og direktesalg fra forlag til sluttkunde.

2.2.2 Historisk utvikling i bokbransjen

2.2.2.1 Fra mange små til fire store

Norsk forlagsbransje har sine røtter tilbake til 1800-tallet da flere av dagens store forlag har sin opprinnelse. Cappelen ble grunnlagt i 1829, Damm i 1843, Aschehoug i 1872, mens Schibsted Forlag, som var opprinnelsen til Schibsted ASA og nå er kjøpt av Vigmostad og Bjørke AS, ble

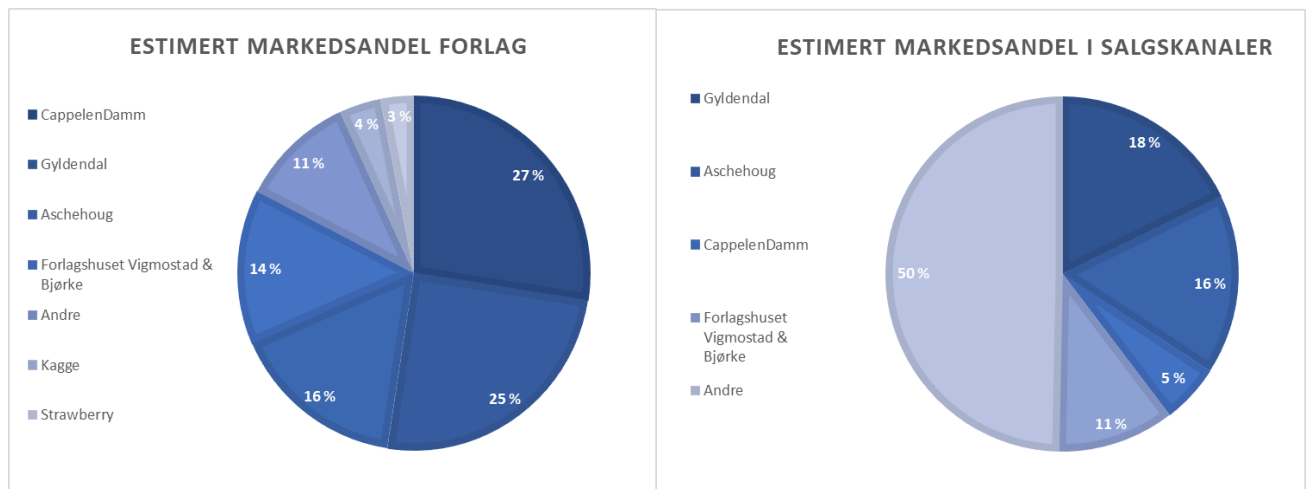
grunnlagt i 1839. Gyldendal ble som nevnt norsk på 1900-taller, men hadde norske utgivelser før dette.

Tidligere var bransjen preget av mange små aktører både for forlag og bokhandlere. Etter andre verdenskrig har de store tradisjonelle forlagene nevnt over foretatt oppkjøp av mange mindre aktører. Dette har økt betydelig siste tiårene og spesielt fra slutten av 90-tallet er det gjort flere oppkjøp og bransjen er konsolidert betydelig. Dette har resultert i at norsk bokbransje i dag er dominert av fire store konsern som kontrollerer selskaper i alle ledd fra produksjon, forlag, og distribusjon. De fire store konsernene er Cappelen Damm, Gyldendal, Aschehoug og Forlagshuset Vigmostad & Bjørke. Under disse fire konsernene er det mange små forlag med mindre bredde og enkeltstående bokhandlere, men ingen av de er i nærheten av omsetningen til de fire store. Tabell 2-3 viser oversikt over medlemsforlagene til forleggerforeningen og deres markedsandeler i fra 2016 til 2018.

Markedsandeler totalt ¹	2016*		2017		2018	
	Nettoomsetning	Andel i %	Nettoomsetning	Andel i %	Nettoomsetning	Andel i %
Cappelen Damm AS ³	881 701	29,1 %	902 452	34,3 %	827 590	32,7 %
Gyldendal Norsk Forlag AS	684 952	22,6 %	686 145	26,1 %	699 292	27,7 %
H.Aschehoug & Co (W. Nygaard) AS	316 961	10,5 %	346 629	13,2 %	281 058	11,1 %
Vigmostad & Bjørke AS ²	294 939	9,7 %	-	-	-	-
Universitetsforlaget AS	94 442	3,1 %	96 660	3,7 %	103 930	4,1 %
Kagge Forlag AS	79 570	2,6 %	81 720	3,1 %	98 809	3,9 %
Forlaget Vigmostad & Bjørke AS	79 747	2,6 %	-	-	-	-
Lydbokforlaget AS	43 423	1,4 %	40 514	1,5 %	57 385	2,3 %
Forlaget Oktober AS	53 794	1,8 %	47 775	1,8 %	48 312	1,9 %
Det Norske Samlaget	47 937	1,6 %	41 390	1,6 %	35 184	1,4 %
Forlaget Press	29 270	1,0 %	17 391	0,7 %	23 756	0,9 %
Kunnskapsforlaget	39 353	1,3 %	38 914	1,5 %	22 777	0,9 %
Bestselgerforlaget AS	43 654	1,4 %	43 483	1,7 %	21 601	0,9 %
Pantagruel Forlag AS	13 624	0,4 %	16 311	0,6 %	20 778	0,8 %
Bibelselskapet Verbum Forlag	21 360	0,7 %	17 580	0,7 %	20 451	0,8 %
Capitana Forlag	-	-	-	-	19 063	0,8 %
Hermon Forlag AS	17 331	0,6 %	18 449	0,7 %	18 614	0,7 %
J.M. Stenersens Forlag AS	23 933	0,8 %	20 116	0,8 %	16 474	0,7 %
Solum Bokvennen	-	-	-	-	16 193	0,6 %
Spektrum Forlag AS	32 009	1,1 %	23 544	0,9 %	16 188	0,6 %
Pax Forlag AS	23 003	0,8 %	22 806	0,9 %	14 926	0,6 %
Strawberry Publishing	-	-	-	-	14 654	0,6 %
Spartacus Forlag AS	16 772	0,6 %	14 026	0,5 %	13 898	0,5 %
Vega Forlag AS	16 619	0,5 %	15 019	0,6 %	13 608	0,5 %
Dreyers Forlag AS	15 467	0,5 %	14 029	0,5 %	13 388	0,5 %
Norsk Bokforlag AS	12 689	0,4 %	12 588	0,4 %	-	-
Fontini Forlag AS	18 523	0,6 %	-	-	-	-
Font forlag	13 210	0,4 %	-	-	-	-
Andre forlag	114 862	3,8 %	113 055	4,3 %	110 248	4,4 %
Sum	3 029 145	100,0 %	2 630 596	100,0 %	2 528 174	100,0 %

Tabell 2-3 - Oversikt over forlag med markedsandel

Forlagshuset Vigmostad & Bjørke meldte seg ut av forleggerforeningen fra 2016. Deres andel er derfor estimert basert på offentlige regnskap. Videre er forlag kontrollert av andre lagt sammen, slik at Aschehoug for eksempel får omsetningen til Universitetsforlaget. Estimerte markedsandeler



i verdikjedene er illustrert figur 2-2, basert på fra bransjestatistikken for 2018 (Forleggerforeningen, 2019).

Figur 2-2 - Estimerte markedsandeler i bokbransjen

Som figurene viser står de fire største til sammen for rundt 80 % av omsetningen for forlagene, hvorav Cappelen Damm og Gyldendal har 50 % alene (Bok365, 2018). Som resultat av vertikal ekspansjon gjennom mange oppkjøp og fusjoner de siste tiårene kontrollerer de nå selskaper i alle ledd. De fire kontrollerer hver sin bokhandlerkjedene med Tanum, Ark, Norli Libris, og VB BOK for henholdsvis Cappelen Damm, Gyldendal, Aschehoug og Vigmostad & Bjørke. Oversikten over estimerte andeler i salgskanaler viser at de har over 50% andel når det korrigeres for dirktesalg fra forlag. Et relativt nytt tilskudd i forlagsbransjen er Strawberry Publishing, med Petter Stordalen som hovedeier. De har foretatt flere oppkjøp og strategiske samarbeid med forfattere og redaktører som har gitt de rask vekst. De utgjør nå rundt 3% av totalomsetningen i bokbransjen.

2.2.2.2 Bransjestatistikken og dens utvikling

De fleste forlag i Norge er organisert gjennom forleggerforeningen mens de fleste bokhandlere er med i bokhandlerforeningen. Tall fra den Norske bokdatabasen viser at det var i 2015 ble gitt ut bøker på 380 ulike forlag i Norge. Av disse var 97 medlem i forleggerforeningen, dette falt til 88 i 2018. Omsetningen til medlemsforlagene utgjør allikevel mesteparten av omsetningen i bransjen. Det er derfor sentralt å se på forleggerforeningen sin statistikk, kalt bransjestatistikken, når vi skal danne ett bilde av utviklingen for bransjen. Det ble i 2018 omsatt bøker i Norge for 5,15 milliarder, en tilbakegang på 6,3% fra året før. Det var tilbakegang i alle delmarkedene som er skolebok-, fagbok- og allmenntilgjengelig. Omsetningen gjennom tradisjonelle kanaler som

bokhandel, bokklubb og dagligvare har falt også. Digitale produkter øker i omsetning og har hatt god vekst. Strømming av lydbøker utgjorde i 2018 184 millioner og det har trolig tatt andeler fra det fysiske markedet. Salg av lydbøker fysisk gikk ned 43% mens lydbøker digitalt, inkludert strømming, økte med 54%. E-bøker hadde en vekst på 4% og omsetter kun for beskjedne 40 millioner i 2018. Digitale produkter, som omfatter læremidler, faglig støtteverktøy og lignende, hadde en vekst på 8% fra 2017 og utgjorde 297 millioner i omsetning i 2018. Fra 1. juli 2019 ble moms også fjernet for bøker distribuert digitalt, som gjelder e-bøker, lydbøker og strømming av lydbøker.

Bransjen har ett felles system for inndeling av bøkene i forskjellige grupper. Bøker solgt i Norge deles inn i 9 grupper med ytterligere undergrupper som vist i tabell 2-4 med bruttoomsetning siste årene (Den Norske Forleggerforeningen, 2019).

BRUTTOOMSETNING

Bokgruppene 1-9	Bruttoomsetning i 1000 kr						% -vis endr. 2017-2018
	2013	2014	2015*	2016*	2017	2018	
1.1 Grunnskolen	393 588	430 654	534 110	561 560	461 342	385 823	-16 %
1.2 Videregående	272 777	329 807	336 172	319 850	256 461	215 124	-16 %
2.1 Lærebøker	351 764	354 429	461 445	484 239	364 192	357 039	-2 %
2.2 Fagbøker	89 091	84 149	108 731	100 019	74 580	77 138	3 %
3.1 Norsk sakprosa voksne	563 989	596 557	606 793	600 808	551 373	525 812	-5 %
3.2 Oversatt sakprosa voksne	232 700	223 357	222 556	187 174	147 227	157 434	7 %
3.3 Norsk sakprosa barn	30 157	31 418	25 277	32 582	30 179	27 663	-8 %
3.4 Oversatt sakprosa barn	50 689	78 579	62 928	62 193	61 940	48 726	-21 %
4.1 Norsk skjønnlitt. voksne	339 234	318 869	326 731	276 690	325 828	316 764	-3 %
4.2 Oversatt skjønnlitt. voksne	250 623	235 532	294 756	271 530	223 040	162 024	-27 %
4.3 Norsk skjønnlitt. barn	221 004	224 937	219 714	255 914	218 751	244 203	12 %
4.4 Oversatt skjønnlitt. Barn	224 370	223 174	242 163	289 623	192 236	168 749	-12 %
5. Billigbøker	483 736	556 042	517 575	551 325	504 871	494 292	-2 %
6. Verk	11 292	8 492	5 365	2 486	1 664	2 327	40 %
7. Kommissjonsbøker o.a.	55 873	61 080	43 923	44 312	16 869	13 063	-23 %
8.0 Digitale læremidler og øvrige digitale produkter	147 117	174 947	218 325	262 098	292 887	313 454	7 %
8.x Lydbøker fysisk og lydfil	72 795	73 115	91 022	115 335	150 425	185 201	23 %
8.1 Lydbøker allmenmarkedet fysisk format						22 176	
8.2 Lydbøker undervisning og profesjonsmarkedet fysisk og lydfil						562	
8.5 E-bøker til allmenmarkedet	22 268	30 430	37 185	39 797	45 243	46 973	4 %
8.8 Lydbøker allmenmarkedet lydfil						162 463	
8.9 E-bøker undervisning og profesjonsmarkedet	1 319	1 785	2 467	2 878	1 219	1 390	14 %
9.1 Norske serieromaner	201 245	189 320	196 260	186 958	160 003	161 100	1 %
9.2 Oversatte underholdningsromaner	129 536	83 216	68 074	70 439	43 367	41 217	-5 %
9.3 Skjønnlitteratur på originalspråket			8 533	3 803	4 471	3 183	-29 %
9.4 Sakprosa på originalspråket			13 390	270	8	3	-62 %
Sum bokgruppe 1-9	4 145 167	4 309 889	4 643 494	4 721 881	4 128 175	3 948 701	-4 %
Sum bokgruppe 1-9 (eksl. bokgruppe.8.0)	3 998 050	4 134 942	4 425 171	4 459 783	3 835 287	3 635 247	-5 %

Tabell 2-4 - Oversikt over bokgruppene

Oversikten fra forleggerforeningen viser som nevnt at det har vært betydelig nedgang i flere av gruppene. Spesielt gruppe 1- skolebøker har hatt betydelig nedgang fra 2017 til 2018.

Forleggerforeningen påpeker at dette trolig skyldes fagfornyelsen som kommer ved skolestart i august 2020. Det vil da gis ut nye bøker tilpasset ny fagplan for både grunnskole og videregående skole. Dette gjør at det trolig kjøpes inn færre bøker til skolene i påvente av nye læreverk.

Tidligere fagfornyelser, som i 2007 med kunnskapsløftet og revideringen i 2013, har gitt utslag i salgstallene før og etter. Det vil være rimelig å anta at omsetningen i disse kategoriene vil ta seg opp i 2020.

2.3 Makroforhold

I dette kapitlet skal vi presentere ulike makroforhold som påvirker bokbransjen og dens aktører. Disse forholdene vil være faktagrunnlaget for den følgende eksterne bransjeorienterte analysen som skal utføres i kapittel 4.2. Vi kommer til å trekke frem forhold innen de fem kategoriene i Pestel-analysen som er politiske og juridiske forhold, økonomiske forhold, sosiokulturelle forhold, teknologiske forhold og miljømessige forhold. Vi anser politiske og juridiske-, teknologiske- og sosiokulturelle forhold som de mest betydningsfulle for Gyldendal og bokbransjen.

2.3.1 Politiske og juridiske forhold

Politiske og juridiske forhold er lover og forskrifter eller politiske beslutninger og reguleringer som kan påvirke en bransje (Hill & Jones, 2010, s.65). For bokbransjen er det stor grad av politiske og juridiske påvirkninger fra myndighetene som kan anses å både begrense, men også hjelpe bransjen. De viktigste forholdene vi vil se på er *bokavtalen og fritaket for merverdiavgift*.

Staten har flere ønsker når det gjelder konkurranseforholdene i den norske bokbransjen. De ønsker å sikre;

- at det er tilstrekkelig konkurranse i bransjen,
- at bransjen skal fremme kultur og kunnskapsformidling, stimulere leseinteresse og bidra til å styrke norsk språk og skriftkultur,
- bidra til å opprettholde en effektiv norsk bokutgivelse med bredde i emner og kvalitet
- fremme salg av bøker gjennom en rasjonell distribusjon og et effektivt, desentralisert bokhandlernet, slik at tilgjengelighet og valgfrihet for forbrukerne ivaretas.

Myndighetene har derfor flere virkemidler for å støtte oppunder norsk litteratur. For å sikre at litteratur er tilgjengelig for alle og at forlagene er sikret ett minimumsvolum for bøkene sine, har kulturrådet en felles innkjøpsordning for litteratur. Kulturrådet kjøper inn bøker fra forlagene og distribuerer disse kostnadsfritt til biblioteker i Norge. For 2018 var budsjettet for innkjøp på oppunder 130 millioner kroner (Den Norsk Kulturrådet, 2019).

I tillegg til overnevnte regulatoriske ordninger så har det også siden 1960-tallet vært fritak for merverdiavgift på bøker solgt til sluttkunde. Fra 1. juli 2019 ble fritaket utvidet til å også omfatte e-bøker og lydbøker digitalt. Dette er trolig det viktigste politiske virkemidlet for å støtte oppunder

bokbransjen og utvikling av språk og litteratur i Norge. Flere andre land har også i stor grad lignende ordninger med fastpris og fritak for merverdiavgift.

De fleste aktørene i bokbransjen er medlem i enten forleggerforeningen eller bokhandlerforeningen. Foreningene har siden 1962 hatt en avtale seg imellom, nå kalt bokavtalen, som blant annet har regulert prissetting på nye bøker. Dette er en avtale som har fått unntak for konkurranseloven. Bokavtalen var tenkt formalisert gjennom en boklov men prosessen ble stanset av nåværende regjering. Bokavtalen sier at en nyutgitt bok skal ha fastpris, fastsatt av forlaget, fra utgivelsesdato til 1. mai påfølgende år. Med andre ord vil en bok utgitt i mai ha ett år med fastpris. Bokhandlerne har allikevel anledning til å gi inntil 12,5% rabatt på bøkene (Forleggerforeningen, 2019). Siden forlagene setter den faste prisen, kan de gjennom prisfastsettelsen delvis konkurrere på pris med de andre forlagene.

Grunnen til at bokavtalen har fått unntak fra konkurranseloven er at den er ansett som ett viktig litteraturpolitisk virkemiddel. Tanken bak avtalen er at det skal gi bredere litteratur og sørge for at bøker uten stort kommersielt potensial også skal bli utgitt av forlagene, som er blant målene i litteraturpolitikken.

Bokavtalen omfatter også leveringsplikt, skaffeplikt og litteraturabonnement. Skaffeplikt sier at enhver bokhandler som er omfattet av avtalen har plikt, etter forespørsel fra kunde, å skaffe de bøker som lagerføres av forlagene. Leveringsplikten sier at forlagene har plikt til å levere bøker de lagerfører til alle bokhandlere som er omfattet av avtalen. Litteraturabonnementet er en ordning som skal sikre størst mulig spredning av ulik litteratur. Denne ordningen gir bokhandlerne høy rabatt på et utvalg bøker og returrett på førsteeksemplar av bøker. Bokavtalen har ellers ikke noen generell fastsatt rabatt mellom forlag og bokhandel, men flere mener dette er nødvendig for at mindre forlag ikke skal bli skvist til store rabatter (Gjærde, 2012).

Foreningene har også avtaler seg imellom med handelsbetingelser og kredittrutiner for salg fra forlag til bokhandlere. Forleggerforeningen kredittovervåker bokhandlere og har felles purring og inkasso på vegne av sine medlemmer. De sikrer også sine medlemmer ved at alle bokhandlere som skal ha kreditt må fremlegge bankgaranti, som ved eventuell konkurs blir fordelt på medlemmene som har utestående hos bokhandlerne.

Forleggerforeningen har også juridiske avtaler med andre interesseorganisasjoner i bokbransjen der den viktigste er med Den norske forfatterforeningen om royalty. Royalty er «lønnen» en forfatter får for å ha skrevet boken. Denne regnes som en prosentsats av utsalgspris på boken. Normalkontrakten fremforhandlet av foreningene er den mest brukte i bransjen. Denne gir forfatterne en royalty på 15 prosent av de første 5 000 eksemplarene og deretter 20 prosent av

boksens fastpris i fastprisperioden eller veiledende pris fra forlaget. Dersom boken kun selges i innbundet utgave, også kalt hardcover, skal beregningsgrunnlaget være 85% av fastpris eller veiledende pris. Det at royalty beregnes av utsalgsprisen gjør at mindre forlag som gir høy rabatt ofte sitter igjen med svært lite til å dekke andre kostnader etter at forfatter har fått sin del (Gjærde, 2012).

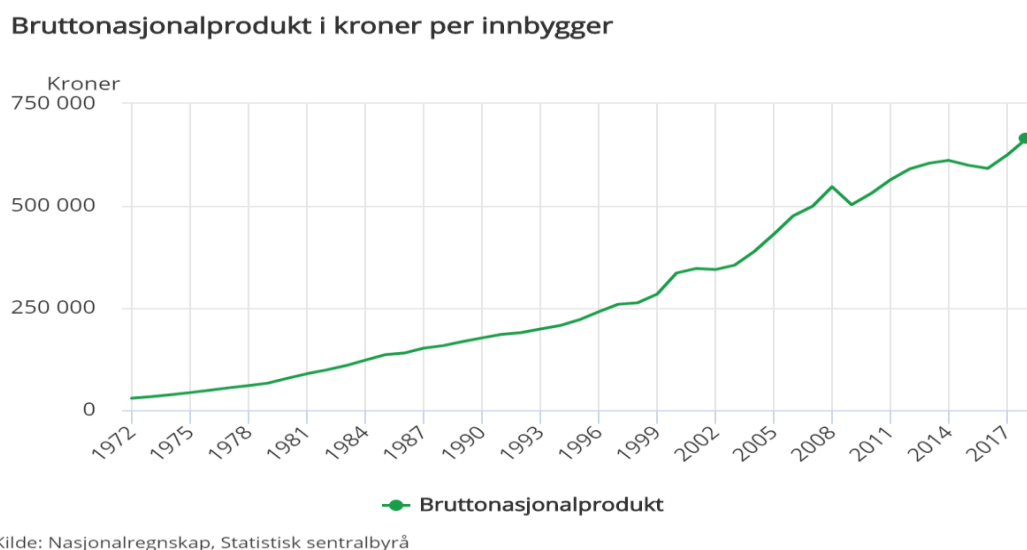
Forfatterne får ofte forskudd betalt fra forlaget, og har i normalkontrakten rett på en tredjedel av forventet salg i førsteopplaget utbetalt som forskudd. Resterende royalty avregnes for hvert kalenderår og utbetales senest 31. mai påfølgende år. Forlag og forfatter kan om ønskelig avvike fra normalkontrakten, men dette er sjeldent tilfelle. Jo Nesbø, som er en av Norges mestselgende innenfor skjønnlitteratur, har normalkontrakt med Aschehoug ifølge forlaget (Solli, 2019).

Et siste politisk forhold som kan påvirke bokbransjen er fylkeskommunenes utvikling av Nasjonal digital læringsarena (NDLA), som skal tilgjengeliggjøre pensum på videregående digitalt. Dette omtales nærmere under teknologiske forhold i kapittel 2.3.4.

2.3.2 Økonomiske forhold

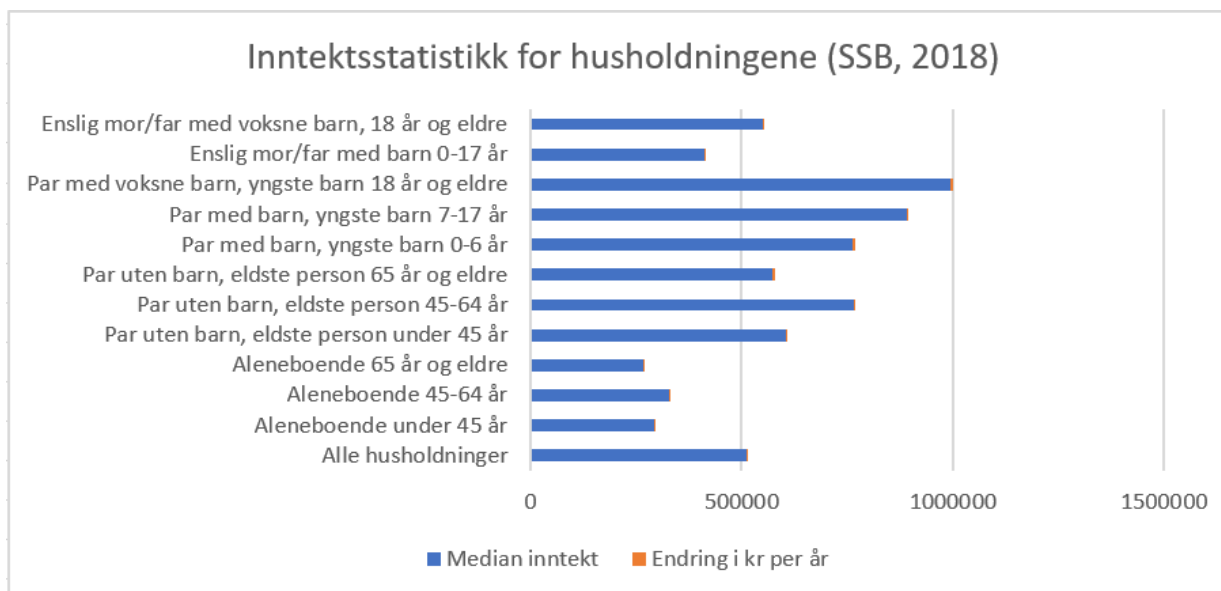
Økonomiske forhold omhandler hvordan økonomien påvirker bransjen. Bokbransjen er ganske lukket og har verken høye import eller eksport volum. Det vil derfor hovedsakelig være utviklingen i den norske økonomien som er relevant. Det som er mest relevant her er befolkningens *kjøpekraft* da bøker, og spesielt i allmenntilstanden, i stor grad er forbruksvare.

Norsk økonomi har opplevd god vekst siste tiårene godt drevet av oljeinntektene til staten fra norsk sokkel. Som grafen i figur 2-3 fra SSB viser så har det vært vekst i BNP alle år foruten 2009 som var preget av den globale finanskrisen som inntraff i 2008 (Statistisk sentralbyrå, 2019).



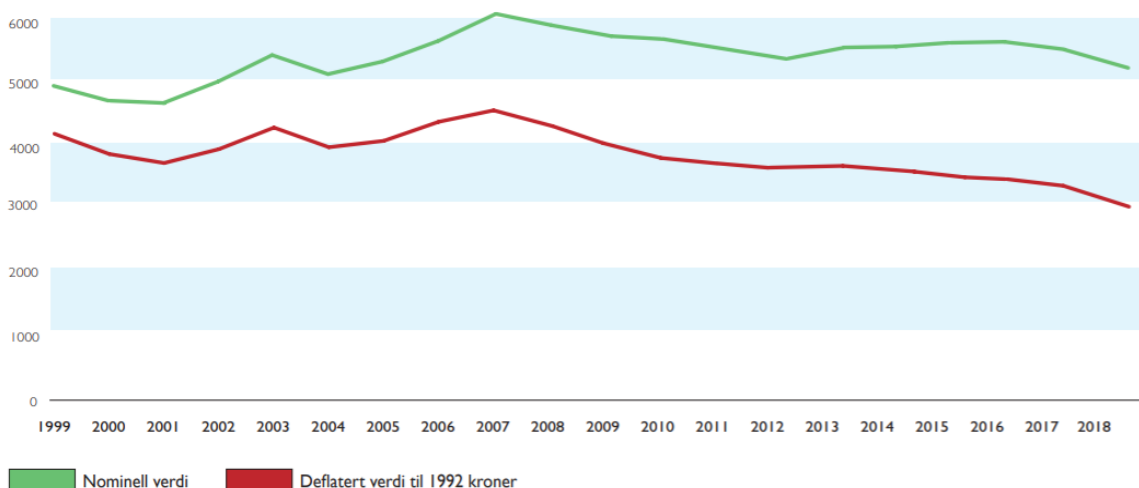
Figur 2-3 - Utvikling BNP i Norge

Den gode utviklingen i økonomien har medført at befolkningen har fått betydelig økt kjøpekraft siste tiårene. Økt disponibel inntekt og kjøpekraft øker da etterspørselen etter forbruksvarer, som flere av bokkategoriene kan antas å være. I figur 2-4 er en graf som viser disponibel inntekt for forskjellige grupper med økningen fra 2017 til 2018.



Figur 2-4 - Inntekt for husholdninger

Utviklingen for økonomien i Norge og som aktørene i bokbransjen hovedsakelig opererer i har altså vært svært positiv. Som vist i kapittel 2.2.2.2 er det norske bokmarkedet i en nedadgående trend hvor totalomsetning i markedet i 2018 var 5156 MNOK. En nedgang på 6,3% fra 2017. Som figur 2-5 også viser så er den deflaterte nedgangen betydelig siste tiårene. Toppen for omsetning i bransjen var i 2007 med en omsetning på drøye 6 milliarder.



Figur 2-5 - Utvikling i omsetning for bokbransjen

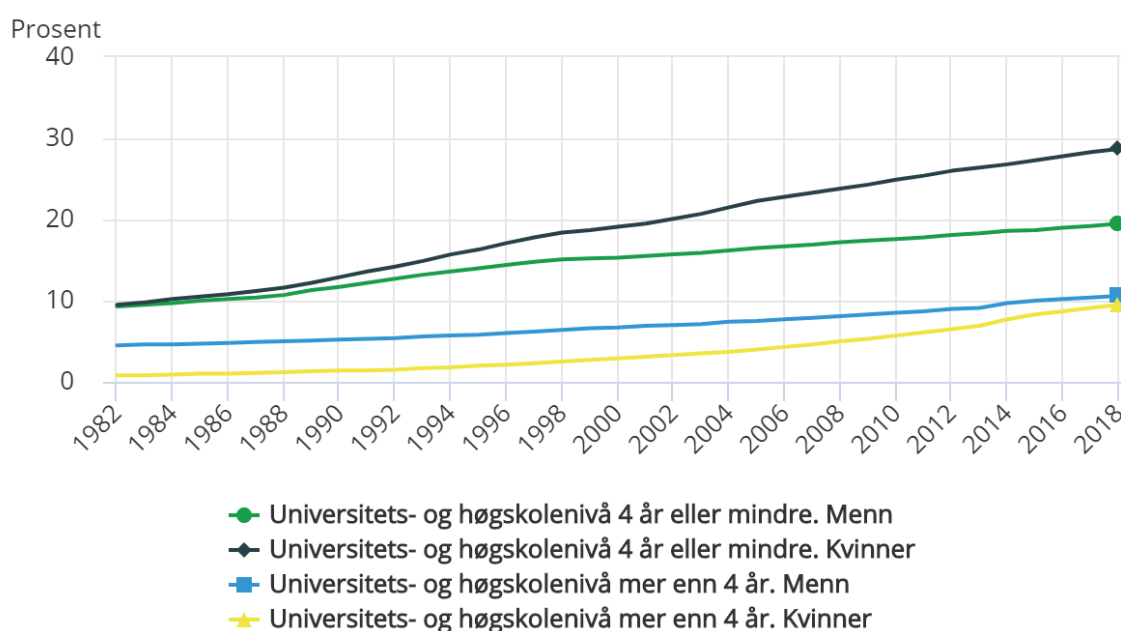
Utviklingen i økonomien i Norge har altså ikke gjenspeilet seg i økt omsetning i bokbransjen. Årsakene til dette vil vi analysere og vurdere nærmere i analysen i kapittel 4.

2.3.3 Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle forhold er måten sosiale normer og verdier påvirker en bransje og dens aktører (Hill & Jones, 2010, s.66). Blant annet kan dette være trender som påvirker folk holdninger til det å lese bøker. Vi anser befolkningens holdning til bøker og utviklingen i lesevaner til å være tett knyttet til forhold som *utdanning, fritidsaktiviteter og delvis miljø*. Utdanning vil vi se nærmere på her, mens fritidsaktiviteter vil gjennomgås nærmere under teknologiske forhold, da de hører tett sammen.

Norge har en høyt utdannet befolkning relativt til andre sammenlignbare land. Utdanning og tid brukt på lesing henger tett sammen og de med høy utdanning er de som leser mest av både bøker og aviser (Vaage, SSB, 2010, s.148). De med høyere utdanning har høyere interesse av å tilegne seg ny kunnskap, som ofte er å finne innen litteratur. I tillegg til at Norge har høyt utdanningsnivå i befolkningen er det flere og flere som tar høyere utdanning, noe som illustreres godt i figur 2-6. Dette vil trolig være positivt for bransjen på sikt både gjennom økt interesse, men også økt kjøpekraft som nevnt i 2.3.2.

Andel personer (16 år og over) med høyere utdanning



Figur 2-6 - Utvikling andel med utdanning

Ett annet sosiokulturelt forhold er hva nordmenn bruker fritiden sin på. Som vi kommer nærmere innpå i delkapittel 2.3.4 så har økt tilgang til strømming av serier og video ført til trender der ungdom spesielt, men også voksne, ser mer på serier. Nye serier på strømmetjenestene som blir mye omtalt er ofte noe som man «må se». Tidligere hadde en bokserie som for eksempel Harry Potter en slik effekt, som trolig forsvinner med konkurransen fra andre underholdningstjenester.

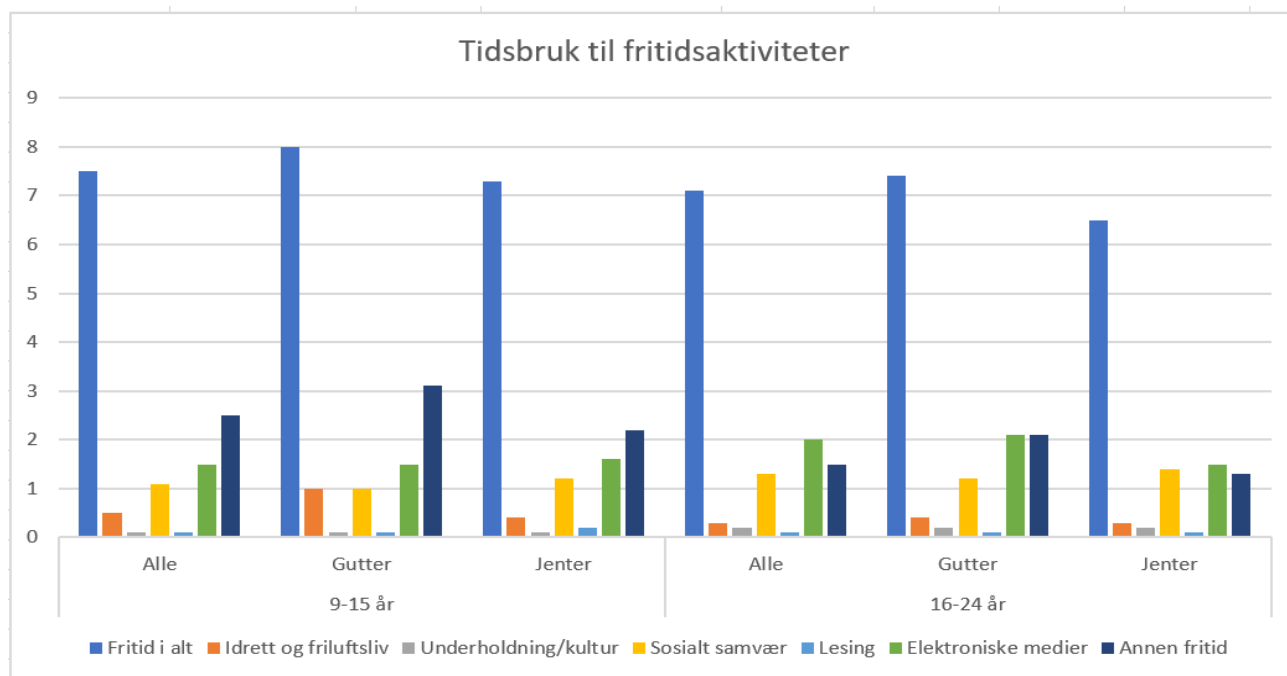
Ett siste sosiokulturelt er miljø og utslipp. Det er en voksende trend med bærekraft og fokus på miljø. Dette går vi nærmere innpå i delkapittel 2.3.5 – Miljømessige forhold.

2.3.4 Teknologiske forhold

Bokbransjen har ofte vært ansett som en tradisjonell og gammeldags bransje, men den er ikke skjermet for de store teknologiske utviklingene som skjer. Bokbransjen blir både påvirket av økt konkurranse om forbrukernes tid og gjennom mulighetene som teknologiske fremskritt gir. Hovedpunktene under teknologiske forhold som vi vil trekke frem er *økt tilgang til underholdning og nye digitale plattformer*.

De siste årene har det vært betydelig utvikling i tilgangen til underholdning og innhold for forbrukere. Fra å tidligere måtte dra til videobutikken for å leie en film kan man nå leie alle verdens filmer ved noen tastetrykk. Strømming av video har også gjort det mulig å se hva man vil, når man vil, istedenfor å måtte tilpasse seg sendeskjema på lineær TV. Dette medfører at konkurransen om forbrukernes fritid blir hardere.

I figur 2-7 så ser vi statistikk fra SSB sin tidsbruksundersøkelse at lesing kommer dårlig ut i forhold til andre fritidsaktiviteter. I snitt så leser norske ungdommer 7 minutter av fritiden sin. Relativt til dette så ser vi at ungdommer bruker mellom 1,5 og 2 timer på elektroniske medier.



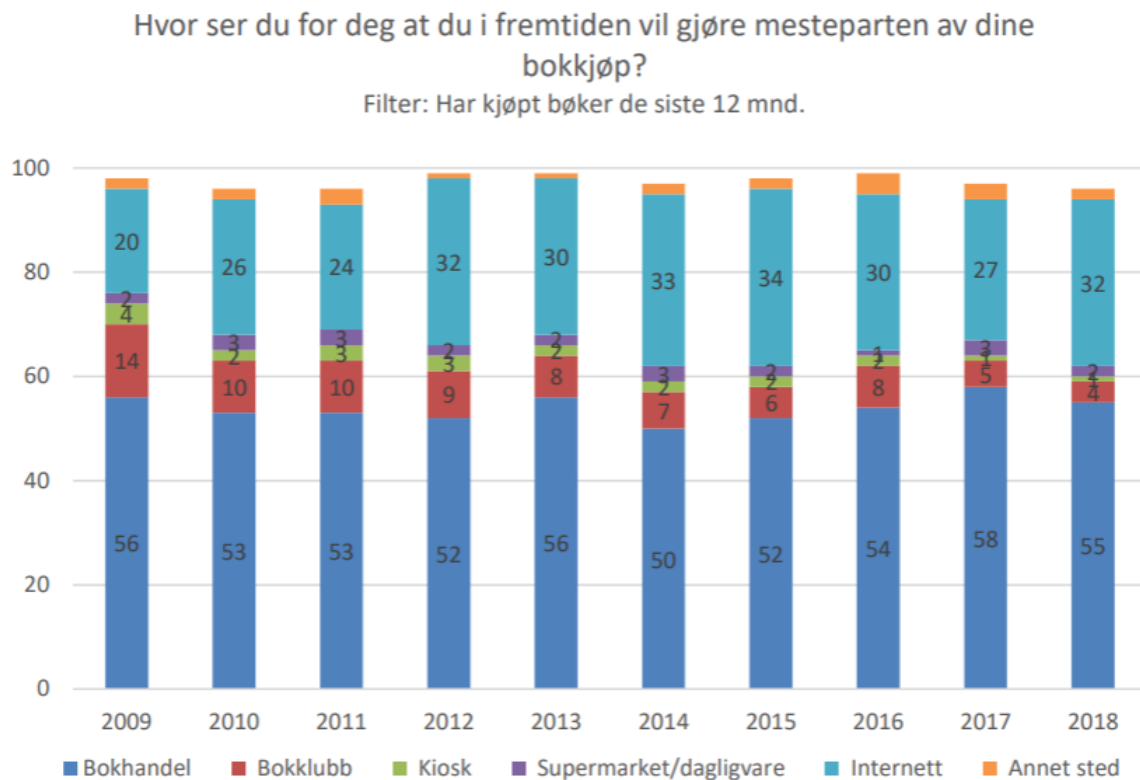
Figur 2-7: Tidsbruk til fritidsaktiviteter. Kilde: Bufdir 2015.

Den årlige forbrukerstatistikken til Den norske Bokhandlerforeningen viser at 88% av befolkningen leser minst en bok i året (2018). 72% av befolkningen har kjøpt en eller flere bøker de siste tolv månedene. Den høyeste andelen som kjøper bøker er personer over 60 år, men

andelen øker for alle aldersgrupper og økningen er spesielt høy i aldersgruppen 15-24 år hvor 65% i denne aldersgruppen har kjøpt minst en bok det siste året. Det er en økning på 8 prosentpoeng, noe som er positivt for bokbransjen.

Den økte tilgangen til underholdning gjennom nye teknologiske plattformer gir også muligheter for bokbransjen. De siste årene har det vært en rivende utvikling i plattformer der litteratur kan kjøpes og konsumeres. Det største vendepunktet kom trolig med lanseringen av Amazon sin Kindle. Den muliggjorde nedlastning av alle mulige bøker direkte på lesebrettet. Lesebrettet var også designet for å være likest mulig den opplevelsen det å lese en bok gir. Dette medførte at forbrukeren kunne ta med seg tusenvis av bøker på ferie i håndbagasjen istedenfor kun noen bøker.

I Norge har vi sett en økning i tilbydere av e-bøker både gjennom spesialiserte bokhandlere som EBOK.no og gjennom de tradisjonelle kjedene som Ark og Norli. I tillegg til tilbydere av e-bøker for lesing på digital plattform har det de siste årene vært høy vekst i strømming av bøker. I dag er det flere tilbydere av dette i Norge der Fabel, Storytel og Ebok.no+ er de største. Omsetningen i dette segmentet har flerdoblet seg siste årene og forventes å vokse videre. Nye digitale plattformer gir altså betydelig enklere distribusjon av litteratur. Dette kan tegne ett dystert bilde for den fysiske boken, men undersøkelse fra bokhandlerforeningen viser at over halvparten ser for seg å kjøpe bøker fysisk i fremtiden.



Figur 2-8: Framtidens bokforbrukere handler hos sin lokale bokhandler. Kilde: Bokhandlerforeningen 2018

Den teknologiske utviklingen har også påvirket måten elever får tilgang til pensum. Alle norske fylkeskommuner utenom Oslo har gått sammen om å tilgjengeliggjøre pensum til videregående elever digitalt gjennom NDLA (Nasjonal digital læringsarena). Fylkeskommunene har forpliktet seg til å bruke 20% av de statlige midlene til læremiddel på NDLA (2019). Dette har vært et initiativ der norske forlag ikke har vært direkte involvert. En slik plattform vil kunne betydelig redusere etterspørselen etter både bøker og nye digitale plattformer fra forlagene. Forlagene har uttrykt skepsis og misnøye med at det offentlige både skal produsere pensum selv og kreve bruk av det da dette ikke muliggjør konkurranse om å utvikle det beste læremiddelet. NDLA har siste årene vært preget av skandaler med kostnadsoverskridelser og mulige brudd på lov om offentlige anskaffelser (Vinje, 2018). Totalt siden 2007 har det blitt brukt over 600 millioner på NDLA. Dette er midler fra et budsjett som normalt ville tilfalt bokbransjen. Satsningen er vurdert utvidet fra å kun gjelde videregående skole til også å gjelde grunnskolen gjennom kommunene (NDLA, 2019).

Nye digitale plattformer påvirker ikke bare etterspørselen etter litteratur, men kan også påvirke hvordan bøker produseres. Tradisjonelt har ressursene som er nødvendig for å få bøker på trykk vært hos forlagene, men nye teknologiske plattformer gir tilgang til disse tjenestene utenom forlagene. Det er flere aktører som nå tilbyr språkvask, oppsett og trykkeformidling gjennom forskjellige plattformer.

En annen type plattform er gjensalgsplasser og applikasjoner for kjøp og salg av bøker. Dette kan gjøres enten gjennom dedikerte plattformer som Finn.no, Bookis og iBok eller gjennom sosiale medier. Dette er en utvikling som kan påvirke etterspørselen etter bøker både innenfor fagbok- og allmenmarkedet. Dette kommer vi også innpå under miljømessige forhold.

2.3.5 Miljømessige forhold

Miljømessige forhold er forhold som påvirker miljøet som forurensning og utslipp eller nedbrytning av for eksempel skog til produksjon av bøker. Vi har analysert hvilke slike forhold som kan påvirke bokbransjen og har konkludert med at det ikke er blant de viktigste forholdene for å vurdere bransjen og Gyldendals strategiske fordel. Dette er fordi det ikke er deler av forretningsmodellen som ikke anses som bærekraftig på lang sikt. Vi ønsker allikevel å se nærmere på *logistikkutslipp og gjenbruk*.

Omsetningen i norsk bokbransje stammer hovedsakelig fra salg av fysiske bøker. Som nevnt tidligere så er svært liten andel av disse bøkene trykket i Norge og må derfor fraktes hertil fra utlandet. Transport av varer står for store deler av utslippet av klimagasser og dette er noe som vil

bli fokusert på mer i fremtiden (Miljødirektoratet, 2019). Det vil bli viktig å finne klimavennlige løsninger for transporten av bøker.

Klimautfordringene som verden står ovenfor, har gitt mer fokus på gjenbruk. Dette er en trend som kan gi økt annenhåndssalg av bøker gjennom plattformer som nevnt i delkapittel 2.3.4 – Teknologiske forhold. Dette vil trolig forsterkes kommende årene som en del av en trend om bærekraft og miljøbevissthet, som er gjennomgått i delkapittel 2.3.3.

2.4 Komparative selskap og andre bransjeselskap

I kapittel 2.2 om bransjen så vi at den er svært konsentrert og har fire store aktører i Norge, Cappelen Damm, Aschehoug og Forlagshuset Vigmostad & Bjørke AS i tillegg til Gyldendal. I den videre analysen vår vil dette utgjøre de komparative selskapene og bransjen som Gyldendal skal sammenlignes mot. Nedenfor presenteres konkurrentene til Gyldendal.

2.4.1 Cappelen Damm

Cappelen Damm ble til gjennom fusjonen av J.W. Cappelens Forlag (Cappelen) og N.W. Damm & Søn (Damm) i 2007. Cappelen ble grunnlagt i 1829 mens Damm ble grunnlagt i 1843. Cappelen Damm er i dag Norges største forlagshus og er eid med en halvpart hver av mediekonsernene Bonnier og Egmont.

Konsernet eier blant annet forlagene Cappelen Damm, Ex Libris og Bazar. Konsernet er eneeier av Sentraldistribusjonen og bokhandlerkjeden Tanum. Sentraldistribusjonen hadde i 2018 en omsetning på 185 millioner og var den største av bokdistribusjonene i Norge. Tanum har i 2019 13 fysiske butikker, hvorav 7 er på flyplasser i Norge. Cappelen Damm eier også 50% av den norske delen av strømmetjenesten Storytel sammen med det svenske selskapet Storytel AB. Selskapet har opplevd kraftig vekst siste årene og hadde i 2018 en omsetning på 160 millioner (Cappelen Damm, 2019).

Konsernet i sin helhet omsatte i 2018 for 1,5 milliarder kroner og hadde negativt resultat på 175 millioner. (Proff.no, 2019).

2.4.2 H. Aschehoug & Co W. Nygaard AS

H. Aschehoug & Co W. Nygaard AS (Aschehoug) ble grunnlagt i 1872 som sortimentsbokhandel. Konsernet har de siste 40 årene kjøpt blant annet Olaf Norlis bokhandel, Forlaget Oktober, Universitetsforlaget og Spektrum Forlag. I 2011 fusjonerte de bokhandler kjeden Norli Gruppen med Libris, som var eid av NorgesGruppen.

I dag består konsernet av forlagene Aschehoug, Universitetsforlaget, Forlaget Oktober og halvparten av Lydbokforlaget. De eier også 49% av bokhandlerkjeden Norli-Libris som har 180 butikker og 50% av Forlagssentralen.

I 2018 omsatte konsernet, uten bokhandel, for 546 millioner med ett negativt resultat på 37 millioner. Norli-Libris kjeden omsatte for 1,058 milliarder med ett negativt resultat på 5 millioner.

2.4.3 Forlagshuset Vigmostad & Bjørke AS

Forlagshuset Vigmostad & Bjørke ble etablert i Bergen i 1992. De har siden den tid hatt en sterk vekst både organisk og gjennom oppkjøp. Store oppkjøp som er gjort er blant annet Schibsted Forlag, Akademika, Haugenbok.no, Fag & Kultur og Pirat forlaget samt mange mindre forlag. De driver i dag under flere merkenavn der de mest sentrale er Forlaget Vigmostad & Bjørke, Fagbokforlaget, Bladkompaniet på forlagssiden og Haugenbok.no, eBok.no og Akademika Fagbokhandel på bokhandlersiden. Konsernet har 29 fysiske heleide butikker samt nettbokhandel. De er også landets største importør av faglitteratur.

De omsatte i 2018 for 934 millioner med et driftsresultat på 31 millioner.

2.4.4 Andre sammenlignbare selskaper utenfor Norge

Storytel AB– Storytel er ett børsnotert selskap i Sverige. Det norske selskapet er eid 50% av det svenske selskapet og 50% av Cappelen Damm. Storytel leverer strømming av lydbøker og har hatt en eksplosiv vekst for sin abonnementsløsning med 50% omsetningsvekst fra 2017 til 2018 i Norge. De har rundt 100 000 abonnementer i Norge og omsetningen i 2018 endte på 157 millioner med 8 millioner i driftsresultat.

Bloomsbury Publishing PLC – Bloomsbury er et børsnotert selskap fra Storbritannia. De har hovedkontor i London og ble grunnlagt i 1986. De er notert på LSE i London, og har hatt enorm vekst de siste årene. De hadde omsetning på rundt 2 milliard i 2018. Store deler av veksten de siste 20 årene kan tilskrives Harry Potter-serien. J.K Rowling har vært forfatter hos Bloomsbury siden starten av sin forfatterkarriere. Konsernstruktur og inntjening ligner mye på Gyldendal og passer derfor bra som komparativt selskap.

Gyldendal A/S - Danske Gyldendal A/S ble grunnlagt i 1770 av Søren Gyldendal. Norske Gyldendal har i prinsippet sitt utspring fra Gyldendal A/S i Danmark da de norske investorer i 1925 kjøpte forfatterrettigheter. De har siden lånt navnet, men har ingen tilknytning utover dette. Gyldendal A/S har i dag hovedkontor i København, og de hadde i fjor en omsetning på 853,5 DKK.

2.5 Gyldendal ASA

2.5.1 Gyldendal historisk

Gyldendal ASA sin historie går helt tilbake til 1770 da Gyldendalske Boghandel ble etablert i København. Mesteparten av den nordiske forlagsvirksomheten ble drevet fra København, som var en naturlig konsekvens av fellesspråk med Danmark. Etter unionsoppløsningen med Sverige i 1905 ble det fokusert på «norske bøker på norske forlag» som Aschehoug markedsførte seg med (Jacobsen, 2018).

Det danske selskapet opprettet en filial i Christiania i 1904 som senere ble omgjort til eget aksjeselskap i 1922. Det norske forlaget regnes som grunnlagt i 1925 etter «hjemkjøpet» som det ble kalt offentlig. Harald Vollan Grieg klarte da å samle nok kapital til å få forlaget og dets forfattere på norske hender. Porteføljen som norske Gyldendal overtok inkluderte blant annet de fire store; Ibsen, Bjørnson, Kielland og Lie. Knut Hamsun var første hovedeier etter at Gyldendal ble et selvstendig norsk forlag.

De neste tiårene økte antall utgivelser betydelig. Gyldendal satset på billige og tallrike bokserier, ukeblader som Alle Kvinner like før andre verdenskrig, satsning på skolebøker etter krigen og ikke minst Gyldendals Store Leksikon fra 1960. Samarbeidet mellom Gyldendal og Aschehoug ble etablert i 1961 med opprettelse av Den norske Bokklubben. Senere utvidet de samarbeidet med Forlagssentralen som felles distribusjon i 1963 og sammenslåing av deres leksikon ved etableringen av Kunnskapsforlaget. Gyldendal og Aschehoug har per i dag fortsatt samarbeid i felleskontrollert virksomheter som Lydbokforlaget og strømmetjenesten Fabel, Bestselgerforlaget, Bokklubben, Forlagssentralen og som nevnt Kunnskapsforlaget. Både Gyldendal og Aschehoug har sine hovedkontor på Sehesteds plass i Oslo. Gyldendal sine lokaler var fra 1912 i Universitetsgata, men i 1969 kjøpte de også Sehesteds gate 4 og flyttet hovedinngangen senere dertil. I 2005 slo de sammen lokalene i Universitetsgaten og Sehesteds plass i en omfattende ombygging.

Fra 1999 og utover kjøpte Gyldendal flere selvstendige bokhandlere og dannet bokhandlerkjeden Ark.

Gyldendal er i dag representert i hele verdikjeden gjennom forlag, distribusjon og handel. Dette kommer vi nærmere tilbake til i oversikten over konsernstrukturen og de forskjellige selskapene i verdikjeden.

2.5.2 Gyldendals strategi og målsetting

«Gyldendal sitt hovedmål er å skape og formidle kulturelle verdier. Vi vil videreutvikle Gyldendals rolle i det moderne Norges kultur- og kunnskapshistorie. Dette forutsetter et fruktbart samspill mellom Gyldendals kulturelle og økonomiske kapital. Vi vil med dette videreføre ideene om et balansert forhold mellom børs og katedral. Økonomisk styrke og uavhengighet er en forutsetning for en harmonisk utvikling av dette samspillet.»

For å oppnå dette skal de være attraktive for både leserne og brukerne, forfattere og andre samarbeidspartnere, ansatte, kunder og leverandører og deres norske eiere. De skal etterstrebe og videreføre kulturarven og tilby det beste av nåtidens litteratur samtidig som de skal drive forleggeriet etter moderne prinsipper som er formålstjenlig for alle deres interessenter.

Gyldendal sine nøkkelverdier er kulturbevissthet, kundeorientering, entusiasme, profesjonalitet, nyskaping og lønnsomhet. Deres målsetting gjenspeiles i hvordan de måler utviklingen i konsernet: «Gyldendals langsiktige utvikling av verdier måles gjennom det som skapes for leserne, kundene, forfattere, medarbeidere, eiere og offentligheten.» (Gyldendal Årsrapport, 2018).



Figur 2-9 - Konsernstruktur

Gyldendal ASA sin kjernevirksomhet er forlag- og bokhandeldrift. Gyldendal ASA har fire heleide datterselskap, flere felleskontrollerte selskap sammen med Aschehoug, og noen mindre eierskap i selskaper tilknyttet driften i konsernet.

Forlagshuset Gyldendal Norsk Forlag (heretter GNF) er heleid av Gyldendal ASA. I forlagshuset inngår Gyldendal Akademisk, Gyldendal Rettsdata, Gyldendal Undervisning og Gyldendal litteratur. Merkevarerne Kolon og Tiden ligger også innunder GNF. Forlagshuset GNF hadde i 2018 en omsetning på 729 millioner kroner med en EBITDA på 91 millioner. GNF har satset tungt på digitale løsninger og har over 900 000 digitale lisenser ved utgangen av 2018. Digitale tjenester og læremidler er et stort satsningsområde for Gyldendal og de har flere markedsledende digitale verktøy som Gyldendal Rettsdata Total, Praxi, Salaby og Qudos. Ved utgangen av 2018 hadde GNF 307 ansatte.

Ark Bokhandel AS er heleid bokhandlerkjede som har 144 butikker, nettbokhandelen ark.no, ARK e-bok og mer enn 1,2 millioner ARK-venner i deres medlemsdatabase. ARK omsatte i 2018 for 1 331 millioner med EBITDA på 81 millioner. Selskapet hadde omsetningsvekst i et svakt

bokmarked, noe av dette skyldes kjøp av en portefølje av tidligere Notabene butikker. ARK hadde ved utgangen av 2018 over 1200 medarbeidere.

Kunnskapsforlaget ANS var deleid med 50 % av Gyldendal og resterende av Aschehoug, men ble heleid av Gyldendal 31. august 2018 i en transaksjon der Bestselgerforlaget som tidligere var 50/50 mellom Aschehoug og Gyldendal ble heleid av Aschehoug. Forlaget gir ut ordbøker i trykt og digital form samt profesjonsbøker innenfor ulike fagområder. Omsetningen i 2018 var på 22 millioner, en nedgang fra 39 året før. EBITDA endte negativt på 2 millioner. Selskapet hadde ved utgangen av 2018 8 ansatte.

Forlagssentralen ANS er distribusjonsselskapet Gyldendal eier sammen med Aschehoug. Selskapet tilbyr lagring og distribusjon av bøker og andre varer for flere forlag, leverandører og bokhandlere. Omsetningen i 2018 var 175 millioner med EBITDA på 33 millioner. Ved utgangen av 2018 hadde selskapet 98 ansatte.

De norske bokklubbene AS eies med 48,5% av Gyldendal, 45,5 % av Aschehoug og resterende av Forlaget Oktober og Pax Forlag. Selskapet forretningsområder er Bokklubbene og nettbokhandelen Bokkilden. Omsetningen var i 2018 på 212 millioner og selskapet hadde EBITDA på 17 millioner. Selskapet hadde ved utgangen av året 34 ansatte.

Lydbokforlaget AS er også eid likt mellom Gyldendal og Aschehoug. Forlaget produserer og utgir lydbøker i ulike formater og har senere årene satset tungt på applikasjonen Fabel for strømming og nedlastning av lydbøker for å ta opp konkurransen mot Storytel med flere. Fabel er i sterk vekst og hadde nærmer seg 50 000 abonnenter (Journalen, 2019). Inntektene var i 2018 69 millioner. Årets EBITDA endte på minus 11 millioner. Selskapet hadde 20 ansatte ved årsslutt.

Bokbasen AS eies av de største forlagene, distribusjonssentralene og bokhandlerne i Norge. Konsernet til Gyldendal ASA eier til sammen 25 % av Bokbasen og er derfor tilknyttet selskap. Bokbasen utvikler og tilbyr informasjonsløsninger til bokbransjen. Omsetningen var i 2018 på 34 millioner og EBITDA endte på 5 millioner. Ved utgangen av året hadde selskapet 17 ansatte.

2.5.4 Eierstruktur

Gyldendal ASA er i hovedsak eid av Erik Must med familie. Erik Must AS er eid av Trine Must og Erik Christian Must. Must familien kontrollerer oppunder 90 % av utestående aksjer i Gyldendal ASA. De 20 største aksjonærene eier 97,6% av utestående aksjer. Det er lite likviditet i aksjen på Oslo Børs, som er en naturlig konsekvens av så få aksjer i omløp.

GYLDENDALS AKSJONÆRER

(20 største)

Totalt antall aksje 2 352 240

Ant.aksjer	%-andel	
2 020 146	85,9%	Erik Must AS
100 000	4,3%	Falck Frås AS
45 109	1,9%	Gyldendal ASA
32 317	1,4%	Svanhild & Arne Musts Fond
27 315	1,2%	Gunvor Jorunn Hammer Røed
13 345	0,6%	Annelise Must
9 656	0,4%	Forlagshuset Vigmostad
9 502	0,4%	Erik Christian Must
8 625	0,4%	Fondsavanse AS
5 258	0,2%	John Tørres Thuv
3 463	0,1%	Haukås konsulentene
3 320	0,1%	Eli Bruusgaard
3 177	0,1%	Trine Must
2 615	0,1%	Roger Holmsen
2 444	0,1%	Regent AS
2 300	0,1%	Forlagsfinans AS
2 000	0,1%	Geir Mork
1 950	0,1%	Boktrykker J Petlitz
1 390	0,1%	Opheim, Berit Synnøve
1 290	0,1%	Asker Kirkelige Fellesråd
2 295 222	97,6%	

Figur 2-10 - Aksjonæroversikt

2.6 Hvordan Gyldendal skiller seg fra de komparative selskapene

I dette kapitlet vil vi se nærmere på hva som skiller Gyldendal fra de komparative selskapene, Cappelen Damm, Aschehoug og Forlagshuset Vigmostad & Bjørke.

Alle selskapene har store likheter i det at de kontrollerer hele verdikjeden og er relativt store i omsetning. Alle selskapene har store forlag som dekker mesteparten av de forskjellige bokgruppene, skolebok-, fagbok og allmenntilgjengelig. Dette gjør at de i stor grad kjemper om de samme kundene i form av bøker utgitt. Det er dog forskjeller i *historie, lokalisering, samarbeidsformer, eierskap og salgsløstet* som vi ønsker å undersøke nærmere. Disse forskjellene i ressurser vil danne grunnlaget for VRIO analysen i kapittel 4.3.1.

2.6.1 Historikk

Som nevnt i delkapittel 2.2.2 har bokbransjen historisk vært preget av tre av forlagene og deres oppkjøp. Alle har historie tilbake til 1800-tallet og har vært sentrale i utviklingen av norsk bokbransje og har opparbeidet seg sterke merkevarer og godt renommé. I motsetning til dette har Forlagshuset Vigmostad & Bjørke AS en relativt kort historie. De ble grunnlagt i Bergen i 1992 av to studenter fra NHH og er fortsatt lokalisert i Bergen. De har vokst svært raskt gjennom både organisk vekst og oppkjøp, spesielt ved oppkjøp av Akademika og Schibsted Forlag. De er i dag «en del av de store».

Det at de andre forlagene er betydelig eldre kan gi opphav til både fordeler og ulemper. Et forlag eier som oftest rettighetene til bøker «evig» og lang historie vil kunne gi en stor backlist som kan ha betydelig verdi. Størrelsen historisk kan si noe om hvor stor denne backlisten er og der har Gyldendal alltid vært i toppen, men ikke betydelig større enn Aschehoug og Cappelen Damm. Forlagshuset Vigmostad & Bjørke har trolig gjennom oppkjøpet av Schibsted opparbeidet seg en betydelig backlist. Det samme kan sies for merkevare og renommé, dette har de tre første fra det historiske, mens Forlagshuset Vigmostad & Bjørke har trolig ervervet dette gjennom oppkjøp.

2.6.2 Lokalisering

Hovedkontoret til Gyldendal er lokalisert i Oslo på Sehesteds plass. Her har Aschehoug hatt kontorer siden første halvdel av 1900-tallet. Cappelen Damm har også hovedkontor i Oslo, men er ikke lokalisert sammen med de to andre. Forlagshuset Vigmostad & Bjørke har hovedkontoret sitt i Bergen med avdeling i Oslo. Lokaliseringen av hovedkontorene kan antas å ha innvirkning på det neste punktet, samarbeidsformer, som vi kommer nærmere innpå.

Lokalisering av distribusjonen er også forskjellig mellom selskapene der Gyldendal og Aschehoug benytter sitt distribusjonsselskap Forlagssentralen, Cappelen Damm benytter Sentraldistribusjonen mens Forlagshuset Vigmostad & Bjørke har egen distribusjon både i Oslo og Bergen.

Det mest sentrale for lokalisering er i salgsleddet, altså butikkene. Gyldendal sin bokhandelkjede, ARK, er Norges største bokhandlerkjede og har 143 fordelt utover i landet. Tanum, eid av Cappelen Damm, har 13 butikker hvorav 7 er plassert på flyplasser (Tanum, 2019). Tanum overtok bokhandleravtalen med Avinor for Gardemoen fra 2017 av (Dly.no, 2019). Aschehoug sin bokhandlerkjede, Norli Libris, har 134 heleide og 45 medlemsbutikker spredt utover landet (Norli, 2019). Sist har Akademika, som er Forlagshuset Vigmostad & Bjørke sin bokhandlerkjede, 29 heleide butikker hovedsakelig lokalisert på eller nært studieinstitusjoner.

2.6.3 Samarbeidsformer

Gyldendal og Aschehoug har igjennom flere tiår hatt ett tett samarbeid gjennom felleskontrollert virksomhet. De har felles distribusjon, har eid flere forlag i fellesskap og eier fortsatt Lydbokforlaget sammen. Dette kan skyldes deres sammenfallende lokalisering av hovedkontor.

Aschehoug har i tillegg til samarbeid med Gyldendal på forlagssiden ett felles eierskap i bokhandleren med NorgesGruppen, som er Norges største dagligvarekjede og eier mange kiosker.

Cappelen Damm på den andre siden er eid av Bonnier og Egmont som begge er store mediekonsern. De har ikke hatt noe utstrakt samarbeid med andre store aktører i bokbransjen tidligere, men har nå samarbeid med Storytel AB for den norske delen.

Forlagshuset Vigmostad & Bjørke har heller ikke hatt noen samarbeidspartnere i tilsvarende grad som Gyldendal og Aschehoug.

2.6.4 Digitale kunnskapsplattformer

Gyldendal Norsk Forlag AS har som nevnt i delkapittel 2.5.3 hele 900 000 digitale lisenser og abonnemeter. De andre selskapene vi sammenligner med oppgir ikke i sine årsrapporter hvor mange abonnemeter eller lisenser de har, men det er rimelig å tro det er betydelig færre totalt. Eneste opplysningen er fra Cappelen Damms årsrapport der de opplyser at deres database med prosedyrer for helsesektoren har mer enn 85% av norske kommuner som kunder. For Gyldendal sin del anser vi spesielt Gyldendal Rettsdata som et digitalt verktøy der Gyldendal har et stort fortrinn på sine konkurrenter. Gyldendal har også andre verktøy for andre profesjoner, samt verktøy for grunnskole og videregående. Fra årsrapporten vet vi at marginene for digitale abonnementsløsninger har økt. Digitale kunnskapsplattformer er noe vi anser som sentralt for bokbransjen fremover og vil bli analysert videre i kapittel 4.3.

2.6.5 Eierskap

Eierskapet i de forskjellige konsernene er vidt forskjellig. Gyldendal er eneste som er børsnotert, men er som vist under delkapittel 2.5.4 eid med nesten 90% av Erik Must med familie. Aschehoug er fortsatt i stor grad familieeid, men er spredt ut gjennom generasjoner og har svært spredt eierskap. Cappelen Damm har som nevnt to forskjellige mediekonsern som eier. Forlagshuset Vigmostad & Bjørke er eid av gründerne fortsatt med hver sin halvdel. Eierstrukturen kan tenkes å gi både fordeler og ulemper som vi vil analysere nærmere under 4.3. Eierstrukturen vil spesielt kunne gi forskjeller i finansielle ressurser.

2.6.6 Salgsleddet

Salgsleddet er trolig det som skiller konsernene mest. Gyldendal eier den største bokhandlerkjeden, Ark Bokhandel, alene og har derfor betydelig mer omsetning fra bokhandel enn de andre konsernene. Cappelen Damm eier også bokhandlerkjeden sin fullt ut, men Tanum er betydelig mindre i omsetning enn Ark og Norli Libris. Forlagshuset Vigmostad & Bjørke har på sin side kun fagbokhandlere som fysiske butikker og satser på ett segment der. Alle konsernene har egne nettbutikker som dekker hele spekteret av bokgrupper og digitale bokhandlere enten under eget merkenavn eller gjennom nettbutikken. Aschehoug og Gyldendal samarbeider om Fabel gjennom Lydbokforlaget, Cappelen Damm har Storytel og Forlagshuset Vigmostad & Bjørke har Ebok.no Pluss som sin strømmetjeneste.

3. Valg av verdsettingsteknikk

I dette kapittelet vil vi gå gjennom ulike verdsettelsesteknikker før vi til slutt går spesifikt inn på den valgte teknikken for Gyldendal.

3.1 Oversikt: Fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdivurdering

Grunnlaget for masteroppgaven er faget BUS440A - Verdivurdering med regnskapsanalyse med Kjell Henry Knivsflå. Her blir vi presentert for tre hovedteknikker. I de fleste tilfeller velges en teknikk også brukes de to andre som supplement. I vårt tilfelle så presenterer vi de tre ulike teknikkene og teorien bak de før vi går spesifikt inn på den valgte teknikken. De ulike teknikkene har ulike styrker og svakheter. Dette er ofte en fordel siden man da kan bruke de ulike teknikkene som supplement i stedet for alternativer til hverandre. Valg av riktig teknikk avhenger av flere forhold som for eksempel tidshorisont og tilgang på informasjon. Andre ting som er avgjørende for valget er bransje, hvilken fase i livssyklusen selskapet er i og antakelser om fortsatt drift er tilstede (Kaldestad og Møller, 2016, s.33).

Viktig litteratur om verdsettelsesteknikker er; Damodaran (2012), Petersen mfl (2017) og Penman (2013).

3.2 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er en inntjeningsbasert verdivurdering med nåverdiberegning av fremtidige kontantstrømmer (Damodaran, 2012, s.14). Denne metoden er basert på offentlig tilgjengelig informasjon, med hovedfokus på årsrapportene til selskapet. Metoden følger en systematisk prosess som begynner med en strategisk analyse av bransjen og selskapet for å danne seg et bilde av interne og eksterne ressurser. Deretter lages et fremtidsregnskap ved hjelp av trailing med utgangspunkt i fjorårets årsregnskap og kvartalsrapporter fra hittil i inneværende år. Videre analyseres forholdstall, risiko og rentabilitet og til slutt lages fremtidskrav for selskapet. Innsikten dette gir danner et godt grunnlag for å lage et endelig verdiestimat.

Fundamental verdsettelse kan gjøres ved å verdsette enten egenkapitalen direkte eller selskapskapitalen med fratrukk for gjeld som er den indirekte-metoden (Knivsflå, 2018). Under hver av disse metodene finnes fri-kontantstrøm-modellen, superprofittmodellen og superprofittvekst-modellen. Vi skal se nærmere på alle de ulike metodene før vi spisser oss inn på hvilken metode vi vil bruke.

3.2.1 EK-Metoden

Egenkapitalmetoden (EK-metoden) innebærer som nevnt en direkte verdsettelse av egenkapitalen til selskapet. I denne metoden forutsettes det at de eneste kontantstrømmene som blir mottatt av aksjonærene er utbytte (Damodaran, 2012, s.354). Modellen sier at verdien av egenkapitalen i dag tilsvarer nåverdien av forventet fremtidig utbytte (Damodaran, 2012, s.13). Som nevnt er det også andre modeller som kan brukes under EK-metoden. Dette er fri kontantstrøm-, superprofitt og superprofittvekstmodellen. Alle disse modellen skal gi det samme verdiesimatet under forutsetning om at de brukes konsistent over tid (Kaldestad og Møller, 2015, s.34)

Fri kontantstrøm- og utbyttmodellen innebærer at verdi av egenkapitalen skal være lik nåverdien av fremtidig forventet kontantstrøm til egenkapitalen (Damodaran, 2012, s.13).

$$VERDI_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FRI\ KONTANTSTRAUM_t}{(1 + krav)^t}$$

Formel 3-1 - Fri kontantstrøm metode

I superprofittmodellen vil egenkapitalen være lik dagens egenkapital og nåverdien av fremtidig superprofitt til egenkapitalen (Damodaran, 2012, s.596).

$$VERDI_0 = BALANSEFØRT_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{SUPERPROFITTT_t}{(1 + krav)^t}$$

Figur 3-1: Superprofittmodellen

Superprofittvekstmodellen verdsetter egenkapitalen med grunnlag i den kapitaliserte verdien av nettoresultatet og nåverdien av fremtidig vekst (Knivsflå, 2017, F17, s.56).

$$VERDI_0 = \frac{RESULTAT_1}{krav} + \sum_{t=2}^{\infty} \frac{SUPERPROFITTV EKST_t}{krav * (1 + krav)^{t-1}}$$

Figur 3-2: Superprofittvekstmodellen

3.2.2 Selskapskapitalmetoden

Den andre metoden i fundamental verdsettelse er selskapskapitalmetoden. Dette er som nevnt en indirekte metode for å verdsette selskapskapitalen. Verdien av selskapskapitalen er nåverdien av all fremtidig kontantstrøm til selskapet. Dette gjøres ved å diskontere fremtidige kontantstrømmer med et vektet gjennomsnittlig avkastningskrav (Damodaran, 2012, s.14). Selskapskapital kan defineres på tre forskjellige måter; totalkapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital.

Ved bruk av metoden for sysselsatt kapital så verdsettes selskapskapitalen ved hjelp av kontantstrøm til sysselsatt kapital, som er kapitalen som er sysselsatt av både eierne og långivere. Den kan finnes ved hjelp av de tre nevnte modellene FKD, SP og SPV-modellen. Disse tilsvarer omtrent det samme som under EK-metoden så det blir ikke nærmere gått inn på. Den siste metoden er netto driftskapital-metoden, som verdsetter egenkapitalen indirekte gjennom netto driftskapital. Her er det også FKD, SP- og SPV-modellen som anvendes.

3.3 Komparativ verdsettelse

Den andre verdsettelsesmetoden som kan brukes er komparativ verdsettelse. Dette er gjerne den enkleste metoden og den som trolig er mest bruk i praksis og til dagligdagse case. Komparativ verdsettelse handler om verdsettelse basert på relativ prising av sammenlignbare selskaper. Dette er også en indirekte måte å verdsette selskaper siden den baserer verdier på sammenlignbare forhold. De to sentrale modellene innenfor komparativ verdsettelse er substansverdimodellen og multiplikator modellen. Vi skal se litt nærmere på disse og belyse styrker og svakheter ved modellene.

3.3.1 Substansverdimodellen

Denne modellen handler om å finne substansverdien i et selskap. Det vil si at målet er å finne verdien av egenkapitalen ved hjelp av en balanseorientert tilnærming der verdien av eiendelene i selskapet estimeres og hva disse eiendelene kan selges for i et marked. Disse verdiene er gjerne basert på lignende, observerbare priser i et marked (Kaldestad og Møller, 2016). Det kan defineres slik;

$$\textit{Substansverdi} = \textit{salgsverdi eiendeler} - \textit{markedsverdi gjeld} - \textit{latent skatt}$$

Formel 3-2 - Substansverdimodellen

Denne modellen er god å bruke hvis det er et velfungerende marked for en stor del av selskapets eiendeler. Den brukes og når eiendelenes verdi er uavhengig av virksomhetens drift eller rentabiliteten på eiendelen er lav og salgsverdien er høyere enn bruksverdien. Dette er derfor en fortrukket metode innenfor bransjer som eiendom, shipping og investering. Eiendelene kan da ofte omsettes og det betyr ikke noe hvem som eier dem (Kaldestad og Møller, 2016). Modellen kan også være hjelpsom ved konkurs da metoden kan anvendes til å beregne likvidasjonsverdi. Dette er ofte av stor interesse for kreditorer. I dag kan balansen til et selskap bestå av mange ulike eiendeler som har høy verdi så lenge selskapet har drift, men som kan være verdiløs ved en eventuell likvidasjon. Dette belyser også litt av det som er svakheten ved modellen. Den er dårlig på verdsettelse av tradisjonelle eiendeler siden den gjerne vil undervurdere disse. Mange selskaper

har immaterielle eiendeler i balansen som for eksempel humankapital, relasjonskapital og strukturkapital. Disse kan ikke selges i et åpent marked og får derfor for lav verdi ved en slik verdsettelse. Disse eiendelene er likevel av stor verdi så lenge firma driver under forutsetning om fortsatt drift (Kaldestad og Møller, 2016, s.33).

3.3.2 Multiplikatormodeller

Multiplikatormodeller er en markedsbasert komparativ verdsettelse som ser på prisingen av et selskap relativt til andre sammenlignbare selskaper. Metoden er å bruke markedsbaserte forholdstall, også kalt multipler, for sammenlignbare selskaper og vurdere disse opp mot selskapet som analyseres. De vanligste multiplene er den resultatbaserte pris/fortjeneste og den balanseorienterte pris/bok (Kaldestad og Møller, 2016, s. 221). Andre varianter er Markedsverdi EK + Netto rentebærende gjeld (EV) delt på salg, EV/EBITDA og EV/EBIT, som er driftsresultat. Fordelene med modellen er at den er enkel og lite tidskrevende å anvende og mye brukt i praksis. Modellene er som nevnt markedsbasert og er dermed basert på hva markedet er villig til å betale for aksjen eller selskapet. Ulempen med modellen er at det er vanskelig å finne selskaper som er helt sammenlignbare med virksomheten som skal analyseres og utvelgelse av selskap kan manipuleres for å få ønsket resultat. En annen ulempe med modellen er at den er kortsiktig. Det utarbeides sjeldent prognoser flere år frem i tid og multiplikatorene blir derfor kun basert på få år fremover (Kaldestad og Møller, 2016, s. 227). Når et utvalg av sammenlignbare selskap er funnet kan det ofte være nødvendig å estimere ett justert gjennomsnitt av multiplene. Justeringen kan gjøres basert på hvor sammenlignbare selskapene er, deres størrelse, eller skjønnsbasert relevans.

3.4 Opsjonsbasert verdsettelse

Den tredje og siste verdsettelsesmetoden er opsjonsbasert verdsettelse. I opsjonsbasert verdsettelse hensyntas det faktum at en investering har flere alternative muligheter (Damodaran, 2012, s. 87). En slik tilnærming har bakgrunn i finansielle opsjoner som gir eier av en opsjon rettigheten, men ikke en plikt til å kjøpe eller selge en aksje til en gitt pris. Dette kan tas videre til et selskap hvor selskapet har realopsjoner som kan defineres som en rett, men ikke en plikt til å foreta en forretningsbeslutning. I opsjonsbasert verdsettelse blir denne fleksibiliteten hensyntatt (Kaldestad og Møller, 2016, s.258). I fundamental verdsettelse vil en slik fleksibilitet undervurderes, og det er spesielt lite formålstjenlig i situasjoner hvor det er knyttet stor usikkerhet til fremtiden. Det kan defineres slik;

$$\text{Verdi} = \text{statisk verdi} + \text{nåverdi av særlig fleksibilitet}$$

Formel 3-3 - Opsjonsbasert verdsettelse modell

Siden modellen tar spesielt hensyn til fleksibilitet så er det en verdsettelsesmodell som egner seg godt til bruk i bransjer som er preget av høy dynamikk og usikkerhet. Det er også ulemper med modellen, spesielt når det gjelder grunnleggende forutsetninger. Variablene er ofte vanskelig å estimere i praksis og det ender ofte med at usikkerhetsintervallet blir for stort (Kaldestad og Møller, 2016, s.263). Det er også en overhengende fare for en dobbelttelling dersom vurderingen ikke hensyntar fleksibiliteten i den statiske verdien noe som gjør at det kan bli en overvurdering egenkapitalen (Kaldestad og Møller, 2016, s.266).

3.5 Valg av hovedteknikk – fundamental verdivurdering

Valg av verdsettelsesteknikk avhenger av flere ulike faktorer. For det første er det viktig å finne ut hvilken livsfase Gyldendal befinner seg i. Selskapet er et stort selskap i norsk målestokk, og et av de aller største i sin bransje. De har en lang historie med stabil inntjening og selskapsstruktur. Driftsinntektene for siste regnskapsår (2018) var økende selv om resultatet gikk ned. Dette var ifølge årsrapporten til Gyldendal som følge av økte investeringer. Forutsetning om fortsatt drift er lagt til grunn og disse faktorene bør danne et godt grunnlag for regnskapsanalyse og utarbeiding av fremtidige prognoser. Vi anser derfor Gyldendal å være i grenseland mellom moden og avtakende vekst.

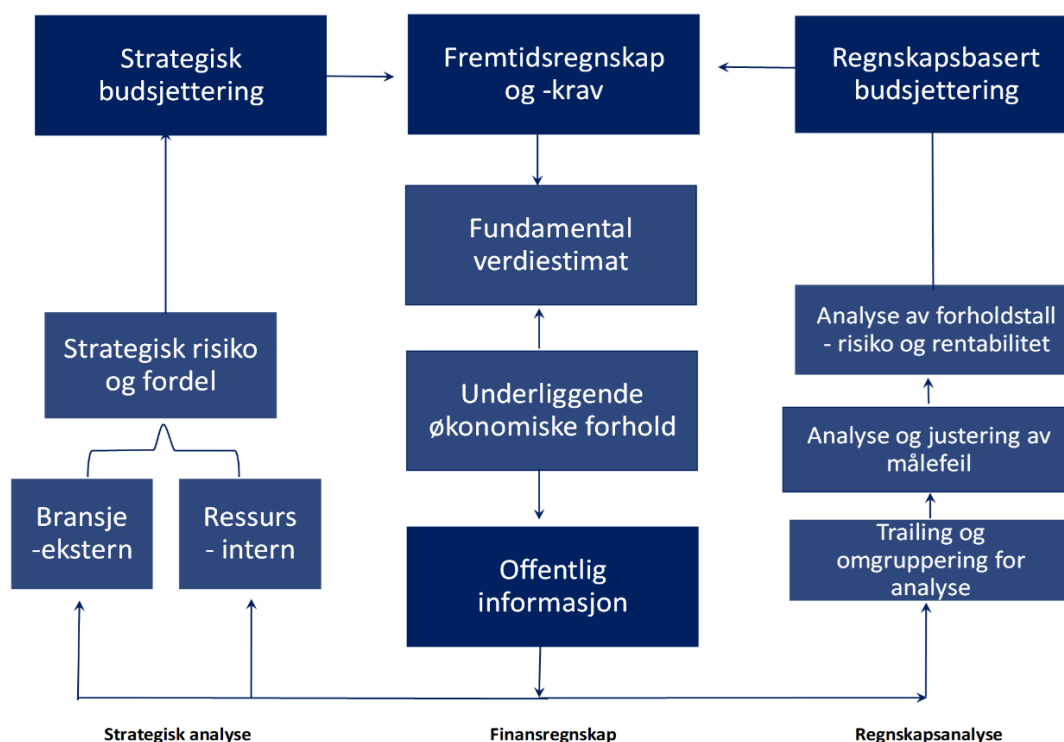
Andre faktorer som er sentrale i valg av verdsettelsesteknikk er bransje og tilgang på informasjon. Gyldendal er et meget velkjent selskap i Norge og et selskap som både er omtalt i media og i myndighetsrapporter noe som tilfører kvalitativ informasjon. Konsernet har vært børsnotert siden 1983 noe som gjør at vi finner både børsinformasjon og regnskapsrapporter langt tilbake i tid.

På bakgrunn av overnevnte så faller valget av verdsettelsesteknikk på fundamental verdsettelse. Da vi anser den som den mest hensiktsmessige verdsettelsesteknikken. Gyldendal er en svært moden bedrift hvor verdiskapningen hovedsakelig skapes av driften. Metoden kombinerer også som nevnt fagområdene regnskap, strategi og finans noe som vil gi et bredt og helhetlig bilde av både virksomheten og bransjen den opererer i. Dette bidrar til at verdiestimatet blir mer pålitelig.

Det som likevel gjør verdiestimatene mest mulig pålitelig er en kombinasjon av de ulike. Det best mulige er å kombinere ulike tilnærminger siden alle har sine styrker. Vi gjennomfører derfor en grundig fundamental verdsettelse i første delen av utredningen før vi supplerer med en komparativ verdsettelse i kapittel 12. Dette vil øke presisjonen til verdiestimatet og være viktig for hva i konkluderer med i vår avsluttende handels-strategi.

3.6 Rammeverk for fundamental verddivurdering

I den fundamentale verdsettelse i denne utredningen brukes rammeverket presentert av Kjell Henry Knivsflå i faget BUS440 – Verddivurdering med regnskapsanalyse ved Norges Handelshøyskole. Dette rammeverket er likt med rammeverket som blir presentert i Damodaran (2012) og Palepu (2013). Fundamental verdsettelse er basert på underliggende økonomiske forhold som er presentert i kvartals- og årsrapporter. Denne prosessen er delt inn i fire deler med en avsluttende handelsstrategi etter disse delene er belyst og gjennomgått.



Figur 3-3 - Prosessoversikt for fundamental verdsettelse

Steg 1: Strategisk analyse

Den første delen er strategisk analyse av Gyldendal. Dette er for å danne et grunnlag for å kunne si noe om selskapet har en strategisk fordel i forhold til de komparative virksomhetene eller om bransjen som helhet har en fordel.

Steg 2: Regnskapsanalyse

Den andre delen handler om regnskapsanalyse av selskapet sine regnskaper. Her skal regnskapstallene omgrupperes for å gjøre balansen mer investororientert. Regnskapstallene blir også justerte for å bedre underbygge de underliggende økonomiske forholdene som blir avdekt i del 1.

Steg 3: Fremtidsregnskap

Fremtidsregnskapet og fremtidskravet utarbeides basert på kunnskap fra den strategiske regnskapsanalysen.

Steg 4: Fundamental verdsettelse

Den fjerde delen er selve verdsettelsen som er basert på det budsjetterte fremtidsregnskapet med tilhørende fremtidskrav. I selve verdsettelsen kan det som nevnt anvendes to forskjellige metoder; egenkapitalmetoden og selskapsmetoden. Metodene er veldig like og går ut på å diskontere kontantstrømmene som tilfaller de ulike kapitalene. Ved egenkapitalmetoden beregnes verdien direkte mens med selskapskapitalmetoden må verdien av gjelden og eventuelle minoritetsinteresser trekkes ifra.

Steg 5: Handlingsstrategi

Til slutt i utredningen så sammenligner vi verdiestimatet med børskursen til selskapet på verdsettelsestidspunktet og utarbeider en handlingsstrategi.

4. Strategisk analyse

I denne delen av oppgaven skal vi analysere interne og eksterne økonomiske forhold som er forventet å påvirke selskapets lønnsomhet over budsjettperioden. Analysen er delt i to deler hvor denne ene delen er intern ressursanalyse og den andre delen er en ekstern bransjeanalyse. Ved hjelp av disse kan vi kartlegge hvilke forhold som påvirker de underliggende økonomiske forholdene som igjen påvirker Gyldendal sin strategiske posisjon og finansielle stilling. Den strategiske analysen og regnskapsanalysen vil sammen danne grunnlag for fremtidsregnskapet og videre vårt verdiestimat av Gyldendal. Aktuell litteratur i den strategiske analysen er først og fremst Porter (1979) og Hill & Jones (2010).

4.1 Rammeverk for strategisk analyse

I den strategiske analysen er hovedformålet å avdekke om Gyldendal har en allokering av ressurser som gir dem evne til å generere en avkastning utover avkastningskravet, og i tillegg til å finne ut om en eventuell superprofitt skyldes selskapsspesifikke eller bransjespesifikke ressurser. (Knivslå, 2018)

Formålet med en strategisk rentabilitetsanalyse er å finne ut om Gyldendal har en *strategisk fordel* eller *-ulempe*. En strategisk fordel defineres som nevnt som et selskaps evne til å generere en rentabilitet utover avkastningskravet (Knivslå, 2019). Et mål på strategisk fordel er superrentabilitet. Denne kan defineres slik;

$$\text{Strategisk fordel} = r - k$$

Formel 4-1 - Strategisk fordel

Strategisk fordel kan videre dekomponeres i en selskapsesifikk og bransjesesifikk andel;

$$\text{Strategisk fordel} = (r_B - k) + (r - r_B)$$

$$1) (r_B - k) > 0 = \text{Ekstern bransjefordel}$$

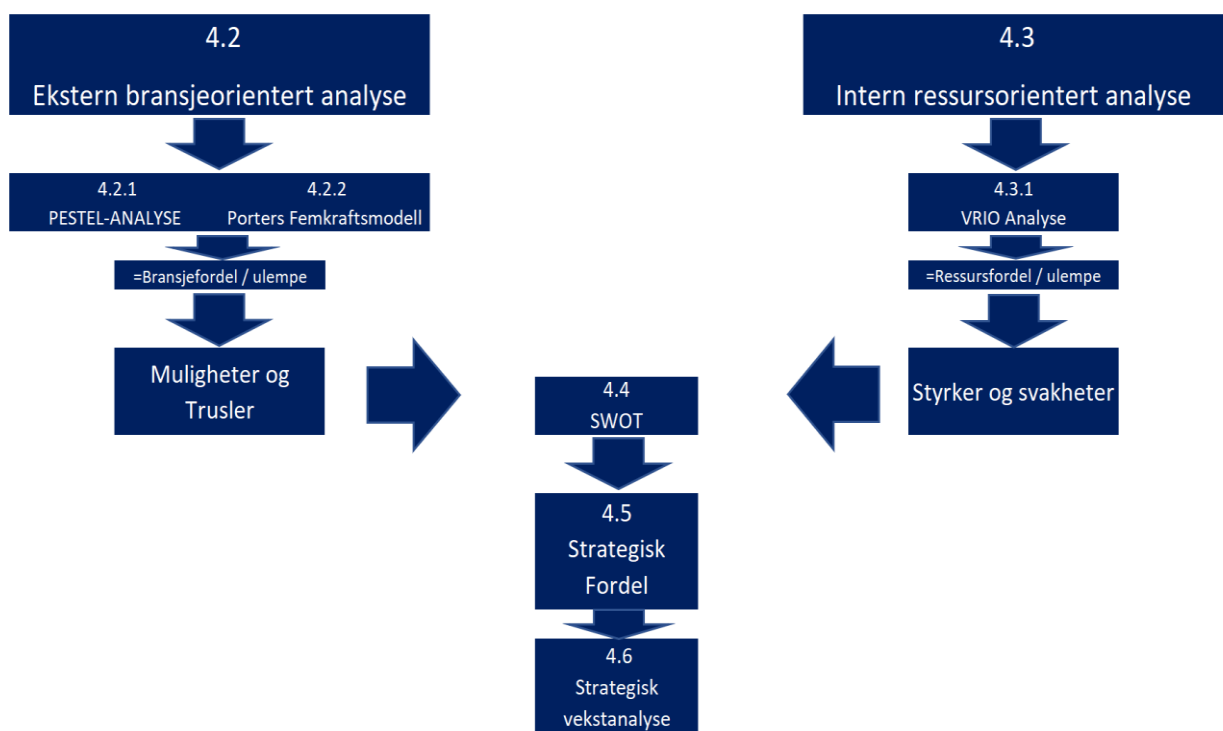
$$2) (r - r_B) > 0 = \text{Intern ressursfordel}$$

Formel 4-2 - Dekomponering strategisk fordel

Det første leddet definerer den eksterne bransjefordelen. Den sier om bransjen har en rentabilitet større enn avkastningskravet og om bransjen har strategisk fordel eller ulempe. Det andre leddet definerer den interne ressursfordelen og sier noe om virksomheten har en større rentabilitet enn bransjen. Dersom det er tilfellet så har virksomheten en ressursfordel. Er rentabiliteten lavere enn bransjen har virksomheten er ressursulempe.

Det første vi skal gjøre er å utføre en bransjeanalyse for å undersøke om bokbransje har en iboende strategisk fordel, altså om bransjen har en rentabilitet utover avkastningskravet. Deretter vil vi utføre en ressursanalyse for Gyldendal for å undersøke om de innehar noen ressurser som er kilde til en strategisk fordel som er høyere enn bransjen.

I bransjeanalysen anvender vi en PESTEL-analyse og en analyse av Porter sine fem konkurransekrefter. I PESTEL-analysen ser vi på makroforholdene som påvirker bokbransjen, mens i Porter-analysen ser vi på konkurransekreftene innad i bransjen (Porter,1979). I den selskapsspesifikke ressursanalyse vil vi benytte en SVIMA-analyse. I denne ser vi nærmere på Gyldendal sine interne ressurser for å se på om de danner grunnlag for strategiske fordeler ovenfor sine konkurrenter i bransjen. Til slutt så skal disse tre analysene danne grunnlaget for en SWOT-matrise som gir en oversikt styrker(S), svakheter (W), muligheter (O) og trusler(T) for Gyldendal. Nedenfor i figur 4-1 er dette rammeverket illustrert.



Figur 4-1- Rammeverk for strategisk analyse

4.2 Ekstern bransjeorientert analyse – Pestel og Porter

I den eksterne bransjeorienterte analysen bruker vi PESTEL og Porter for å vurdere om bransjen har en strategisk fordel. Denne delen skal være en kvalitativ analyse og vil da være et viktig utgangspunkt for den etterfølgende kvantitative regnskapsanalysen. Dette er viktig for å danne realistiske fremtidsprognoser, og ha et godt bilde av hva selskapet kan forvente av økonomisk

vekst fremover. Sentral litteratur innenfor strategi og særskilt strategisk rentabilitetsanalyse Hill og Jones (2010), Barney (2014) og spesielt Porter (1979). Dette kapittelet bygger derfor på deres teori i kombinasjon med rammeverket til Knivsflå (2019).

Vi kommer til å starte med den eksterne analysen for å prøve å identifisere om bokbransjen har en bransjefordel eller bransjeulemppe og hva som er kildene til disse eventuelle fordelene eller ulempene. Metodene vi bruker er PESTEL-analyse og Michael Porter's femkraftsmodell. I den interne analysen skal vi gå Gyldendal i sømmene og undersøke hva som er de interne ressursene deres. Formålet er også å finne ut om det eksisterer eventuelle fordeler eller ulemper i virksomheten. Metoden vi bruker her er en variant av VRIO-analysen kalt SVIMA. SVIMA står for sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobilisert og appropriert. Til sammen skal disse analysene danne rammeverket for en SWOT-analyse som igjen vil gi oss et godt bilde på om det eksisterer en strategisk fordel.

4.2.1 Pestel-analyse

I denne delen vil vi gjennomføre en PESTEL-analyse. En slik analyse kan defineres som et strategisk verktøy for å analysere hvilke ytre faktorer som påvirker en bestemt bransje (Hill & Jones, 2010, s. 64). Faktorer som inngår i en PESTEL-analyse er politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, samfunnsmessige, miljømessige og legale forhold. Dette er forhold som er felles for en hel bransje og eventuelle fordeler eller ulemper vil gjelde for bransjen i sin helhet. Det er viktig at vi i analysen analyserer det viktigste driverne både i positiv og negativ forstand. Dette gjøres slik at vi har best mulig forutsetning for å konkludere med hva som er grunn til bransjen sin strategiske fordel eller ulempe. Vi har som nevnt under delkapittel 2.3 ansett de politiske og juridiske-, teknologiske- og sosiokulturelle forhold som de mest betydningsfulle for bokbransjen.

4.2.1.1 Politiske og juridiske forhold

De fleste bransjer er priggitt politiske og statlige lover og reguleringer. Dette gjelder spesielt for bokmarkedet. Gyldendal har stort sett bare det norske bokmarkedet som sitt marked. De har også en del digitale løsninger som for eksempel Gyldendal Rettsdata som er i grenseområdet for hva som tradisjonelt inngår i bokmarkedet.

De politiske forholdene påvirker i stor grad både bransjen og Gyldendal sin lønnsomhet. Bokbransjen blir fulgt opp av regjering og kulturdepartementet. Som redegjort for i kapittel 2.3.1 så har staten, gjennom kulturpolitikken, foretatt flere tilpasninger av rammebetingelsene for å støtte oppunder bokbransjen. Det politiske klimaet rundt bokbransjen har vært stabil lenge uten store regulatoriske endringer. Det har likevel vært kritiske stemmer rundt bokavtalen og dens

unntak fra konkurranselovens regler. Alle som er medlemmer av forleggerforeningen og bokhandlerforeningen må følge bokavtalen slik at forlagene på denne måten kan gjennomføre det de selv karakteriserer som effektiv krysssubsidierting. Det vil si at forlagene bruker inntektene fra bøker de selger mye av til å finansiere smalere utgivelser. Dette gjør at forlagene kan investere i bøker som ikke nødvendigvis er lønnsomme, men som tilfører enn verdi til det litterære og kulturelle mangfoldet i landet vårt (Konkurransetilsynet, 2018).

En annen politisk faktor som påvirker bransjen, er innkjøpsordningen til Kulturrådet. Dette kalles for kulturfondbøkene og formålet er primært å styrke norsk språk og litteratur. Bøkene som kjøpes inn distribueres vederlagsfritt til biblioteker, og kommer i tillegg til bøker de selv kjøper inn over eget budsjett (Kulturrådet, 2019). Det er ingen politisk diskusjon rundt denne innkjøpsordningen i dag, men det er likevel en viktig faktor for bokbransjen. I 2018 var innkjøpene i denne ordningen nesten 130 millioner. En reduksjon eller eventuelt bortfall av denne ordningen vil påvirke bransjen negativt.

Det viktigste politiske tiltaket for bokbransjen er fritaket for merverdiavgift. Papirbøker og fysiske lydbøker har hatt fritak for moms helt siden 1960-tallet. Dette fritaket ble utvidet fra 1. juli 2019 med fjerning av merverdiavgift på elektroniske bøker, som omfatter e-bøker, lydbøker (både engangskjøp og strømming) og digitale tidsskrift. Dette har det i noen tilfeller ikke vært i utlandet, der det tillegges merverdiavgift, men ofte med redusert sats på både fysiske og elektroniske bøker. Dette har gjort at forskjellen i pris på fysiske bøker og elektroniske bøker har vært større i utlandet noe som gjør at vridningen mot elektroniske bøker blir større. I Norge har den relative forskjellen mellom fysiske og elektroniske bøker vært mindre nettopp fordi e-bøker ikke har hatt fritak for merverdiavgift, noe som trolig betyr at den andelen av salget som er fysisk har vært subsidiert.

De største forlagene i Norge eier også hver sin bokhandlerkjede, noe som gjør at de kontrollerer hele verdikjeden. Det kan antas at fjerningen av merverdiavgift på e-bøker på sikt vil være en svekkelse for næringskjeden siden den har hovedvekten av omsetningen fra salg av fysiske bøker i bokhandlere. Siden omsetning av e-bøker har vært nokså lav, som følge av merverdiavgiften, så har muligens investeringene i digitale løsninger vært lavere enn de ville ha vært med ett tidligere fritak. Dette vil nok endre seg nå og omsetning for digitale bøker vil ha sterk vekst. Forlagene var etter fritaket tidlig ute med å kutte prisene på e-bøker, noe som vil bidra til å økte skiftet fra fysisk til digital lesing. Tall fra forleggerforeningen viser at omsetningen av e-bøker økte med 20,2% fra juli 2018 til juli 2019, som var første måneden uten merverdiavgift. Det er ikke tilsvarende tall for strømming av lydbøker, men det antas at det også vil få økt vekst etter fritaket. Markedet for strømming i Norge anslås til å være rundt 200 millioner, noe som medfører at 40 millioner nå kan

fordeles mellom kunde, strømmeleverandør og rettighetshaverne (Neraal & Kvalshaug, 2019). En vridning av salget til digitale plattformer kan anses som en fordel for Gyldendal da deres bokhandlerkjede har hele 1,2 millioner medlemmer i kundeklubben sin, «ARK-venner».

Et annet satsningsområde som i stor grad blir påvirket av politiske forhold er digitale læreverk og produkter til videregående skole. Forlagene sin vilje til å investere avhenger i stor grad av om det blir videre satsning på NDLA fra fylkeskommunene. Dette gjennomgås nærmere under delkapittel 4.2.1.4 - Teknologiske forhold.

Ett siste forhold som bør trekkes frem er størrelsen som de fire store nå har nådd og at de har blitt beskyldt og bøtelagt for prissamarbeid tidligere. Deres størrelse og mulighet til å utøve makt i markedet gjør at de kan få problemer med konkurransetilsynet dersom de foretar større oppkjøp i fremtiden. Dette er ett forhold som kan påvirke aktørene vi analyserer så vel som aktører som ikke tillates å bli kjøpt opp. Makten dem imellom kan også begrense deres handlingsrom til å samarbeide, slik som Gyldendal og Aschehoug har i flere selskap.

4.2.1.2 Økonomiske forhold

Bøker er til dels forbruksvare og etterspørselen etter varen er derfor delvis avhengig av forbrukernes økonomi. Som vist i kapittel 2.3.2 har omsetningen av bøker gått i bølgedaler, men med negativ trend. Toppåret var i 2007, rett før finanskrisen som kan tolkes som at bøker kan være avhengig av utviklingen i økonomien generelt, og ikke er et nødvendighetsgode som folk kjøper uansett. Likevel er det ikke drastisk omsetningsfall, noe som kan tolkes som at bøker er noe mange prioriterer. Vi ser allikevel at bøker ikke har hatt den samme positive utviklingen i omsetning som økonomien og kjøpekraften har hatt. Dette kan indikere at det brukes mindre på bøker relativt til andre forbrugsgoder.

Studenter vil trolig uansett kjøpe den nødvendige litteratur og skoler vil også kjøpe inn nødvendig skolebøker til elevene. En årsak til at toppåret var 2007 kan være ny reform i grunnskolen og videregående opplæring fra det skoleåret. Dette kan ha gitt en ekstraordinært høy omsetning i bransjen i 2007. Det ble også innført gratis skolebøker for videregående utdanning i forbindelse med den nye reformen til den rødgrønne regjeringen. Gratis skolebøker var ferdig innført fra 2009 og var dermed trolig en ytterligere positiv effekt.

Vi kan derfor anta at bokbransjen er lavt til moderat følsom for konjunkturer. I den forbindelse er det verdt å nevne at i lavkonjunkturer er det mer arbeidsledighet. Økt arbeidsledighet har ofte ført til at det vært økte søknadstall til studier og flere personer på arbeidsmarkedskurs og lignende. Dette kan dempe en eventuell nedgang i lavkonjunkturer.

4.2.1.3 Sosiokulturelle forhold

Det neste steget i PESTEL er sosiokulturelle forhold. Sosiokulturelle forhold handler om forhold som refererer til måten sosiale normer og verdier påvirker en bransje (Hill & Jones, 2010, s.66). Dette kan også være aktuelle trender og holdninger til bokbransjen. Sentrale forhold som vi anser som viktig sosiokulturelle forhold er høyt utdanningsnivå, god økonomi i befolkningen, endring i folks bruk av fritid og tilgangen til bøker.

Det første forholdet er utdanningsnivået i Norge. Det er som nevnt i 2.3.3 de med høy utdanning som leser mest av både bøker og aviser i Norge. Dette er personer som er interessert i å tilegne seg ny kunnskap og anser det som viktig å lese bøker. Dette kombinert med at andelen av befolkningen som tar høyere utdanning er stadig økende i Norge påvirker etterspørselen etter bøker positivt.

Det andre sosiokulturelle forholdet, er husholdningenes disponible inntekter, som også er omtalt under økonomiske forhold. Norske husholdningers økonomi har som vi så i kapittel 2.3.2 og 2.3.3 hatt positiv utvikling siste tiårene og gitt høyere kjøpekraft. På grunn av høy aktivitet i økonomien har arbeidsledigheten vært lav med enkelte unntak, og dette har presset lønnsnivået opp. Økt disponibel inntekt øker da trolig etterspørselen etter forbruksvarer som bøker. Den gode økonomiske utviklingen har også trolig sammenheng med det første forholdet, utdanningsnivået til befolkningen.

Et tredje sosiokulturelt forhold som er sentralt er folk sine fritidsvaner og trender i dag, altså hva folk fyller fritiden sin med. Tilgjengelig fritid for folk flest har økt de siste tiårene og da øker også behovet for ting å fylle sin fritid med. Dette mønsteret har forandret seg veldig i takt med økt fritid. Fritidssystemer som idrett, friluftsliv, underholdning og kulturbruk har holdt seg relativt stabil mellom 1970 og 2010. Statistikken til SSB viser derimot at mengden tid vi bruker til lesing har i snitt gått ned med 25 minutter, mens tiden vi bruker til å se på TV har gått opp med hele 50 minutter (SSB, Tidsbruksundersøkelsen, 2018). Denne endringen er såpass betydelig at det er mer etablert enn en trend. Det er da ingen tvil om dette utgjør en trussel mot boken som fritidssystem. Mindre tid brukt på lesing er trolig også en effekt av teknologiske forhold som tilgjengeliggjør alternativ underholdning.

Miljøbevissthet er også et sosiokulturelt forhold da dette er trender og holdninger hos forbruker som bransjen må hensynta. Dette vurderes under delkapittel 4.2.1.5.

Den siste, og kanskje en av de viktigste, sosiokulturelle trekkene for bokbransjen er nordmenn sitt forhold til bøker og tradisjoner med lesing av bøker under høytider og ferier. Det er veldig vanlig

at folk har med seg en bok på påskefjellet eller ønsker seg en god bok til jul. Nordmenn er generelt glad i bøker og anser det også som et møbel og en del av et hjem. Det å ha litt bøker i hjemmet sitt tar seg bra ut.

4.2.1.4 Teknologiske forhold

Bokbransjen er som tidligere nevnt i stor endring og fokuset på digitale løsninger er høyt. Siden merverdiavgift på e-bøker og strømming er fjernet, kommer dette presset trolig til å eskalere ytterligere. Nye digitale produkter som Kindle og nettbrett gjør at forbrukerne får nye digitale plattformer for litteratur. For å møte dette presset er forlagene nødt til å danne nye apper og digitale løsninger tilpasset disse plattformene. Det er også en økende trend at folk hører på lydbøker gjennom telefon og PC. Dette er blitt lett tilgjengelig og folk kan kombinere det med andre hverdagslige gjøremål. Det blir viktig for bransjen å investere i digitale løsninger i fremtiden for å nå en bredest mulig del av kundegruppen. Bransjen har allerede delvis tilpasset seg dette, men det er fortsatt aktører som Amazon som ligger langt foran på digitale plattformer som *kan* gi økt konkurranse.

I undervisningssegmentet er det også utfordringer for forlagene knyttet til teknologiske forhold. Både i grunnskolen, videregående opplæring og høyere utdanning har elever og studenter nå tilgang til pc, nettbrett eller lignende digitale plattformer. Det er en økning i bruk av digitale læremidler og lesing på nettbrett og pc som kan medføre redusert salg for bokhandlerne og at konkurransen om å levere læremidler øker for forlagene, da flere aktører kan utvikle læremidler. Siste årene har det vært stor økning i antall skoler som har nettbrett til alle elevene, men undersøkelser viser at den fysiske boken fortsatt er foretrukket til lesing (Handelshøyskolen BI, 2019). Det er derfor usikkert om digitale plattformer vil overta den fysiske bokens rolle i fremtiden.

De digitale løsningene gir ikke bare utfordringer, men også store muligheter for bokbransjen. I skolebokmarkedet har forlagene satset stort på utvikling av digitale læreverk frem mot fagfornyelsen i 2020. Digitale læreverk vil gi nye muligheter for inntjening som kan både kompensere for mulig redusert salg av fysiske bøker og gi nye inntekter. Satsningen går i hovedsak mot grunnskolen da videregående opplæring per nå bruker NDLA, som de fleste fylkeskommunene selv har stått bak. Dette hindrer trolig tilsvarende satsning for videregående fra forlagene da budsjettet til fylkeskommunene i stor grad går til NDLA. De har siden 2007 brukt over 600 millioner på satsningen. Det vil altså ha stor betydning for forlagene om det satses videre på NDLA eller om budsjettene går til innkjøp av produkter fra forlagene. Dersom det skulle utvides til også å gjelde grunnskole vil dette ha stor betydning for bokbransjen.

E-bøker og strømming av lydbøker muliggjør enklere og mer kostnadseffektivt salg av bøker. Der forlaget tidligere måtte nøye regne på om det lønnet seg å trykke enda ett opplag av en bok er nå marginkostnaden med én ekstra bok betydelig redusert. Strømmetjenester gir også nye muligheter for forlagene og forfatterne. Strømmeselskapene ønsker trolig å ha størst mulig utvalg, og bruker dette som en differensiering i tillegg til prising. Dette medfører at bøker som i stor grad har tatt ut sitt økonomiske potensial kan få nytt liv når de er tilgjengelige på strømmetjenester. Dette er fordi det i praksis blir «gratis» for forbruker som allerede har abonnement å lytte til den og dette kan generere nye inntekter for forlagenes backlist.

Ovenfor så har vi sett mest på digitale løsninger for leserne og hvordan disse påvirker bransjen. Teknologiutviklingen medfører at forlagene også er under press på andre måter. De nye digitale løsningene gjør som nevnt at det kan bli lettere for forfattere å gi ut bøker selv. Når forfattere i framtiden velger å være uavhengige så vil dette utfordre verdikjeden i bransjen i stor grad (Kunnskapsverket, 2017). Det vokser i dag fram aktører som tilbyr selvbetjeningsløsninger for forfattere som ikke ønsker å være tilknyttet tradisjonelle forlag (Boldbooks, 2017). Disse selvbetjeningsløsningene tilbyr et nettverk av konsulenter, redaktører, språkvaskere og trykkerier. Dette er en utvikling som truer den tradisjonelle forlagsvirksomheten på lang sikt.

4.2.1.5 Miljømessige forhold

Klima og miljø er på agendaen i den globale debatten som aldri før. Dette påvirker både land, næringsliv og forbrukere. Bokbransjen i Norge er intet unntak. Folk er stadig mer opptatt av at varer og tjenester de kjøper er produsert og fremstilt på en miljøvennlig måte. Høsten 2019 har det også vært økt fokus både blant studenter og nye aktører for annenhåndssalg på gjenbruk, altså å kjøpe brukte bøker i stedet for nye. I bokbransjen er fremstilling av papir, trykking av bøker og transporten av bøkene det som påvirker miljøet mest. Bokbransjen arbeider for at mest mulig av prosessen skal skje under ett og samme tak. Det er vanskelig å gjennomføre i praksis da de fleste trykkerier er lokalisert i lavkostland. Det fokuseres derfor på å ha en mest mulig optimal logistikk der det blant annet er samtransport av opplag og fokus på å alltid kjøre med fulle trailere. Dette er gode tiltak både for miljøet og økonomien (Gyldendal Forlag, 2019). Det er allikevel ikke etter vår vurdering kritisk for bokbransjen da deres forretningsmodeller anses å være bærekraftig i sin nåværende form med fysiske bøker.

Uavhengig av om forretningsmodellene er bærekraftig så kan fokus på klima og miljø kan bidra til at det blir et økt skifte fra fysisk bok til e-bøker. For privat bokkonsum har det lenge vært løsninger som Kindle og e-bøker på nettbrett, mens de siste årene har nettbrett og digitale plattformer økt i omfang i undervisningssegmentet også. Økt bruk av e-bøker istedenfor fysiske

bøker vil redusere bransjens klimaavtrykk både gjennom lavere produksjon av fysiske bøker og redusert behov for transport.

4.2.1.6 Oppsummering PESTEL-analyse

Basert på den overnevnte diskusjonen så kan vi oppsummere med at det er mange forhold som kan påvirke bokbransjen. Spesielt viktig er *politiske og juridiske forhold* som i hovedsak er virkemidlene for å nå den litteraturpolitiske målsettingen. Av virkemidlene som er brukt anser vi fritaket for merverdiavgift som det mest sentrale og det som kan gi størst grunnlag for *fordeler*. Bokavtalen sin dispensasjon fra konkurransereglene og innkjøpsordningene gjennom det offentlige antar vi er nødvendig for å veie opp for ulemper ved å holde bredde i litteraturen. Vi har også sett at det offentliges egen satsning på digitalt pensum påvirker forlagenes vilje til å satse. Videre har vi påpekt at størrelsen til de fire store kan være problematisk i forhold til konkurranseregler og videre vekst, og spesielt gjennom oppkjøp, kan bli vanskelig. Økonomiske forhold har vi vurdert til å ha liten påvirkning på bokbransjen. Analysen viser at selv om det har vært økning i kjøpekraft så har ikke bokbransjen erfart tilsvarende økning i omsetning, noe som indikerer at det ikke er stor samvariasjon. Sosiokulturelle forhold kan ha betydning for bokbransjen og dens aktører. Spesielt nordmenn sitt utdanningsnivå, som igjen påvirker forholdet til bøker, har stor påvirkning for bransjen. Teknologiske forhold vil også påvirke bransjen i stor grad fremover, slik som den har gjort det siste tiåret. Nye plattformer for konsumering av litteratur kommer og vil ta større plass. Dette gir både muligheter for nye aktører så vel som de eksisterende. I tillegg vil digitalisering kunne føre til mindre avhengighet til forlagene og deres tjenester, noe som kan føre til at forlagene får en mindre sentral rolle i produksjonen av bøker. Til slutt har vi vurdert miljømessige forhold som vi anser som mindre kritisk. Det er allikevel påpekt at dersom holdningen til fysiske bøker endres grunnet miljøbevissthet så kan dette føre til raskere overgang til digitale bøker.

Oppsummert tror vi at de eksterne forholdene kan danne grunnlag for en *moderat bransjefordel*.

4.2.2 Porters femkraftsmodell

I denne delen av analysen skal vi se nærmere på hvilke faktorer som påvirker konkurransesituasjonen i bokbransjen. For å gjøre dette på en strukturert måte skal vi anvende Porters femkraftsmodell. Dette er et rammeverk som brukes for å analysere konkurransesituasjonen i en bransje (Porter, 1979). De fem kreftene som blir definert i rammeverket er *trusler fra nyetableringer, kundens forhandlingsmakt, leverandørens forhandlingsmakt, intern rivalisering og trusler fra substitutter*. Rammeverket er ideelt for å analysere lønnsomheten i bransje siden denne vil være avhengig av hvor sterk konkurransen er i markedet. Hvis det er sterk grad av konkurranse

i markedet vil det være vanskelig å oppnå lønnsomhet som er høyere enn bransjens gjennomsnitt. Dette gjør også at attraktiviteten til å bryte inn i markedet er mindre. Det motsatte er tilfellet hvis det er lav tilstedeværelse av konkurransekraftene.

Analysen vil bygge på de forholdene som ble identifisert i kapittel 2, og da spesielt kapittel 2.3 og 2.4.



Figur 4-2 - Porters femkraftsmodell

4.2.2.1 Trussel fra nyetableringer

Den første konkurransekraften i Porters femkraftsmodell er trusselen fra nyetableringer. Nyetableringer er selskaper som nettopp har eller truer med å etablere seg i en bransje (Barney, 2014, s.51). Nyetableringer er med på å øke konkurransen i en bransje og samtidig senke lønnsomheten til de allerede etablerte bedriftene. Typisk vil bransjer som har strategisk fordel og superprofitt etter en periode få flere etableringer som øker konkurransen og reduserer superprofitten. Dette kan unngås dersom det er større etableringsbarrierer.

Vi ønsker å undersøke om det eksisterer trusler fra nyetableringer og hvilke eventuelle etableringshindre som er i bokbransjen. Etableringshindre er ulike egenskaper ved en bransje som gjør det vanskeligere for nye aktører å etablere seg. Slike etableringshindre kan være juridiske

barrierer, stordriftsfordeler, differensierte produkter eller at bransjen er veldig kapitalintensiv. Desto høyere disse etableringsbarrierene er jo vanskeligere er det å etablere seg i bransjen.

Som vist under delkapittel 2.2.2.1 er det sterk konsentrasjon i toppen av bokbransjen i dag der de fire store utgjør over 80% av omsetningen for forlagene. På bokhandlersiden så er situasjonen nokså lik. Korrigeres andelene for direktesalg og innkjøp til det offentlige så er de fire store sine utsalgskanaler sine andelen oppunder 70%.

I tillegg til de store forlagene så er det mange mindre forlag i Norge som preger konkurransen. I 2018 hadde forleggerforeningen rundt 85 medlemsforlag, noe som er litt ned fra 2016 da de hadde rundt 100 medlemsforlag (Ibenholt, 2017). Det finnes også svært mange mindre utgivere som gir ut et mindre antall titler, og noen gir også ut bare en tittel. Ifølge Oslo Economics, Simonsens advokatfirma og Oeconomica (2011) oppgir at etter en telling i 2011 fant over 13 000 ulike utgivere basert på ISBN-nummer¹. Kun 130 av disse utgiverne hadde mellom 10-50 titler mellom 2006 og 2011.

Slåtta og Rønnings sin analyse om størrelse og strukturer i norsk forlagsbransje (2012) viser at terskelen for å gi ut egne bøker ikke er så stor som man gjerne skulle tro. Det er lave oppstartskostnader i forlagsbransjen noe som gjør at det fort kan etableres mange små forlag. Forlagsbransjen er også en attraktiv bransje å jobbe i noe som også bidrar til lavere barrierer. Det er spesielt den digitale utviklingen som har gjort det enklere å tre inn i forlagsbransjen. Det kreves ikke store investeringer og mange av tjenestene som tradisjonelle forlag tilbyr kan bli outsourcet (Slåtta & Rønning, 2012).

Ifølge Colbjørnsen (2015a) er det flere fordeler som både lite og stort forlag i norsk forlagsbransje. Digitaliseringen har åpnet dørene for de små aktørene spesielt med tanke på de lave oppstartskostnadene. I tillegg at det oppstår nye globale plattformer for salg, distribusjon og markedsføring som kan utnyttes slik at de greier å nå nisjemarkeder og nettverk nasjonalt og globalt (Colbjørnsen, 2015a). Ifølge Colbjørnsen (2015a) er det heller vanskeligere å se hvor de komparative fortrinnene til mellomstore aktører ligger. Det er nemlig svært kapitalkrevende å vokse seg inn i gruppen av de store forlagene. Det har heller ikke den fleksibiliteten eller omstillingsevnen som de små forlagene har. Noen mellomstore aktører vil klare seg godt på grunn av spesialisering og spesifikke målgrupper. Et eksempel kan være internasjonal satsing gjennom Apple iBooks (Colbjørnsen, 2015a).

¹ ISBN står for Internasjonalt Standard Boknummer, og en tallkombinasjon gjør det mulig å identifisere enhver bok eller publikasjon.

Store aktører	Små aktører
Ressurstilgang	Fleksibilitet og omstillingsevne
Eksisterende infrastruktur	Kan anvende tredje-parts infrastruktur
Kompetanse innad	Kan hente kompetanse og tjenester utenfra
Forhandlingsmakt	Lave inngangskostnader
Salgs- og markedsføringsapparat	Billig markedsføring online
Stor backlist	Utnytte nisjer, lokalt, nasjonalt og globalt
Etablerte nettverk og kjennskap til institusjonen	Delvis fristilt fra institusjonelle rammer

Figur 4-3: Komparative fortrinn for små og store forlag. Kilde: Colbjørnsen (2015a)

I bokhandlerdelen av bokbransjen er etableringsbarrierene større enn i forlagsdelen. I Norge i dag er det 524 bokhandlere (Bokhandlerforeningen, 2019). De fleste av disse er bokhandlere i kjedetilslutninger. De største kjedene er ARK, Norli/Libris, Tanum og Akademika. Felles for disse kjedene er at alle er kontrollert av en av de fire store forlagene i Norge. De tre første kjedene selger mest allmennlitteratur og er spredt rundt om i landet, mens Akademika er spesialisert på akademia og finnes på de fleste store studentsteder og campuser. Fordelen for disse kjedene er størrelsen så de får stordriftsfordeler på innkjøp. De har også fordeler når det kommer til logistikk, markedsføring og ikke minst at de har et sterkt og veletablert merkevarenavn. Merkevaren er viktig siden dette er noe som tar lang tid å bygge opp noe som hever etableringsbarrierene. Bokhandlere som ikke er en del av de store kjedetilslutningene, er som regel tilknyttet Fri Bokhandel SA. Fri Bokhandel har i dag ca. 70 utsalgsteder i hele landet. Dette er igjen med på å forsterke inntrykket om at etableringsbarrierene i bokhandlerleddet er høye og at tilknytning til kjedene kan være avgjørende. De fysiske ressursene i lokaler har trolig lagt betydelige etableringsbarrierer historisk, men vil få mindre betydning fremover.

Fastprisen som er satt på bøker kan også være med å redusere trusselen fra nyetablering av nettbokhandlere da priskrig på nye titler ikke lar seg gjøre. Dette kan hindre aktører som Amazon i å innta det norske markedet da de ikke kan kapre markedet gjennom aggressiv prising slik de har gjort i flere andre land. Aktører som ønsker å være fri for fastprisavtalen kan risikere å ikke få levert bøker da leveringsplikten ikke er gjeldende for ikke-medlemmer.

For de digitale produktene som forlagene leverer er det ikke like sterke etableringsbarrierer som for det tradisjonelle bokmarkedet. For Gyldendal og deres digitale verktøy er det allikevel en del barrierer. Gyldendal Rettsdata er for eksempel bygget opp gjennom mange år med støtte fra sentrale aktører innenfor jus, noe kan binde de til Gyldendal. Det er lagt ned store ressurser for å nå posisjonen de har i dag og andre aktører ser trolig investeringene som en stor barriere. Det at

Gyldendal var tidlig ute å sikret seg posisjon innenfor forskjellige profesjoner, og jus spesielt, kan hindre nye aktører i å etablere seg.

4.2.2.2 Trussel fra substitutter

Et substitutt er en erstatning eller stedfortreder for noe, og i dette tilfellet snakker vi om substitutter til bøker som produkt. I dag er det slik at bøker differensierer seg fra hverandre i form av innholdet i boken slik at det til en viss grad er snakk om heterogene produkter. En bok kan da ikke nødvendigvis erstattes av en annen bok. En kan derimot snakke om e-bøker og lydbøker som substitutter til bøker siden de blir formidlet på en annen måte. Innholdet er derimot det samme og det er kun måten bøkene distribuerer som er forskjellig.

Trusler fra substitutter blir da gjerne andre ting enn bøker. Elever og studenter som går på skole bruker bøker i læringen sin og det er foreløpig en nødvendighet for å fullføre skolegang. Her er det flere digitale produkter som kan bli reelle substitutter på lengre sikt. For videregående skole kan dette være NDLA og senere tilsvarende for grunnskolen. Dette vil i så fall bli substitutter til lærebøker og forlagenes digitale læreverk. Vi anser dette som substitutt og ikke konkurrent da fylkeskommunen utvikler det til seg selv og konkurrerer ikke i markedet med produktet.

Andre bøker enn skole- og fagbøker er gjerne noe som leses når man har fri og ønsker en god bok å kose seg med. Det er altså noe forbrukerne bruker sin egen fritid på å gjøre, og som vi vet av tidligere diskusjon så kommer det stadig flere fritidsaktiviteter og ikke minst andre former for medium som konkurrer mot bøkene. Dagens generasjon vokser opp med en bred tilgang til internett, TV og mobiltelefon. Medium som aviser, radio og bøker blir mindre brukt, og det er spesielt unge mennesker dette gjelder.

Vi kan oppsummer trusler fra substitutter med at det ikke foreligger noen betydelige trusler fra rene substitutter, men heller ligger trusselen i hvordan folk bruker fritiden sin.

4.2.2.3 Forhandlingsmakt hos leverandører

Den tredje trusselen i femkraftsmodellen er leverandørens forhandlingsmakt. Leverandørens forhandlingsstyrke omhandler den evnen leverandørene har til presse fram spesielt gode vilkår (Hill og Jones, 2007). Leverandørene kan i dette tilfellet ses på som både forfattere, designere, trykkerier og andre grafiske leverandører, leverandører av digitale tjenester og utvikling og andre tjenester som forlagene kjøper inn fra eksterne parter. Dette kan trekkes et ledd videre i næringskjeden også å se det fra bokhandler sitt ståsted hvor forlagene er leverandører. Som vi vet så har de store forlagene egne bokhandlere som nok demper den store forhandlingen i disse tilfellene.

Den viktigste leverandøren er uansett forfatteren. Uten forfatter så blir det ingen bok. Historisk sett så har dette vært et gjensidig forhold siden forfatteren også har vært avhengig av forlaget for å få gitt ut bok. Dette avhengighetsforholdet har trolig blitt mindre med årene da det er blitt mer vanlig at forfatterne gir ut bøker gjennom egne «forlag». Som nevnt har digitaliseringen forenklet forlagsprosessen og det har blitt mer slik at mye av tjenestene som forlagene tilbyr kan kjøpes inn. Det er likevel slik at når de store forlagene eier egne bokhandlere så har de stor makt i hvilke bøker de tar inn og ikke minst hvilke bøker de gir mest markedsføring i form av generell produkt plassering i butikk. Det vil tjene forlaget å promotere egne forfattere framfor eksterne noe som gjør at forlagene har en betydelig makt ovenfor forfatterne. De største navnene, de som klarer å markedsføre seg selv, kan bruke forhandlingsmakten for å presse frem bedre royalty avtale med forlagene eller velge å starte eget forlag. Eksempel på dette er Jørn Lier Horst, som gikk fra Gyldendal til Capitana, der han kom inn på eiersiden. Horst var en storselger for Gyldendal og solgte hele 738 000 bøker i 2019 (Aune, 2019). En ting som gir forlagene forhandlingsmakt er at backlisten, altså alle tidligere titler utgitt på forlaget, fortsatt eies til i lang tid av forlaget. I Horst sitt tilfelle ville ikke Gyldendal selge rettighetene da de ble tilbudt rundt 6 millioner.

Andre leverandører til forlagene er for eksempel trykkeriene. Mange bøker blir i dag trykt i Øst-Europa og Asia på grunn av at disse landene har lavere kostnader. Gyldendal sin produksjonssjef meldte allerede i 2009 at ni av ti av bøkene deres sett bort i fra skolebøker blir produsert utenfor landegrensene (Lundjan, 2011). Grunnen for dette var flere der blant annet dårlig bredde i utstyret, for liten kapasitet i perioder og for høyt prisnivå var grunner som ble trukket frem som viktige grunner til at det ikke lenger trykkes så mye bøker i Norge. Denne tendensen er helt lik hos Cappelen Damm, Aschehoug og Vigmostad & Bjørke som medgir at det skal letes lenge i deres bokportefølje for å finne noe som er trykket i Norge (Lundjan, 2011). Slovakia og Kina er land som har tatt over mye av trykkeriarbeidet, men det blir også produsert i Italia, Finland, Danmark og Polen. Dette gir også et bilde av at tilbudet fra trykkerier er godt, noe som gjør at konkurransen også er stor. Dette gjør at trykkerileverandører nok har begrenset med forhandlingsmakt.

4.2.2.4 Forhandlingsmakt hos kundene

Den fjerde av truslene i Porters femkraftsmodell er forhandlingsmakten til kundene. Forhandlingsmakten til kundene handler om deres evne til å presse fram gunstige vilkår gjennom lavere pris eller bedre kjøpsvilkår som gratis service. Kunder kan i dette tilfellet være både distributører som distribuerer varen, bokhandlerne og kunden som er sluttbrukeren (Hill og Jones, 2007).

Vi starter med distributøren av bøkene. I bokbransjen i Norge er det slik at forlagene også eier egne distribusjonsselskap som distribuerer bøkene deres. Gyldendal og Aschehoug eier Forlagssentralen i lag, mens Cappelen Damm har et selskap som heter Sentraldistribusjon som er heleid. Vigmostad & Bjørke har egen distribusjon med et lager i både Bergen og Oslo. På grunn av disse forholdene så demper dette mye forhandlingsmakten i distribusjonsleddet.

Dette blir også i en viss grad gjeldende for bokhandlerne, som er kundene til distribusjonene og forlagene. Fastprisen som er avtalt gjennom bokavtalen gjelder ikke mellom forlag og bokhandel, men det er forhold som leveringsplikt og skaffeplikt som kan begrense makten. Det er allikevel slik at desto større bokhandleren eller kjeden er desto bedre priser kan de oppnå fra forlagene. Bokhandlerne kan utøve makt ovenfor forlagene ved valg av hvilke bøker de ønsker å ha i butikken til enhver tid.

Den viktigste kunden er selvfølgelig sluttbruker. Når det gjelder kundene sin forhandlingsmakt så kan vi se dette på flere måter. Når kunder skal velge bøker så er de opptatt av både pris, kvalitet og service. Bokavtalen regulerer mye av det prismessige i markedet og bokhandlerne har ingen mulighet til å differensiere seg fra konkurrentene før etter fire måneder ut i året etter utgivelsesåret. Kvalitetsmessig er det heller ikke mye forlagene kan gjøre for å differensiere seg. Det er første og fremst utformingen og materialet av boken. Den siste faktoren kan påvirkes er service. Det kan tenkes at kunden har fått gode anbefalinger av ansatte i en bokhandel og dermed ønsker å kjøpe derfra igjen. Det er dog trolig begrenset hvor mye utøvelse av slik service gir forhandlingsmakt.

I bokmarkedet er det ulike segmenter, og det skilles for eksempel mellom skjønnlitterære bøker og lærebøker. De skjønnlitterære bøkene har en bred kundemasse, mens lærebøker har færre kunder. I markedet for de skjønnlitterære bøkene er det folk flest som kjøper en og en bok. I markedet for skolebøker er det gjerne anbudsrunder hvor kommuner kjøper inn bøker på vegne av de kommunale skolene. Her har kunden gjerne en større forhandlingsmakt enn i markedet for skjønnlitterære bøker. Anbudsprosessen på skolebøker går via forhandler, og det er ofte en anbudsprosess på valg av forhandler også. Den andre prosessen er hvilken bok eller læreverk lærerne velger til sine klasser og hvilket forlag disse bøkene utgis av. I Norge så har BS Undervisning, som er et datterselskap av Bibliotekssentralen rundt 70-80 prosent markedsandel i dette delmarkedet. Når det kommer til høyere utdanning så er det foreleser som velger hvilket pensum som er aktuelt i faget også er det opp til studenten om de faktisk kjøper det. Vi kan avslutningsvis si at kunden har begrenset med forhandlingsmakt i markedet, men det er et unntak

når det kommer til lærebøker hvor kundemassen er mindre og volumet på bøker som skal selges per kunde er større.

4.2.2.5 Intern rivalisering

Bokavtalen er som nevnt en frivillig samarbeidsavtale mellom Forleggerforeningen og Bokhandlerforeningen som har fått unntak fra konkurranselovgivningen etter dispensasjon fra Regjeringen. Avtalen er med på å begrense prispresset for *nyutgivelser* blant etablerte aktører i bransjen. Det er altså ikke mulig å drive aggressiv prising av nye bøker for å utkonkurrere andre aktører. Siden avtalen også har skaffeplikt og leveringplikt hindrer den i stor grad konkurranse for de som er innunder avtalen. Dette betyr da at aktørene i bokbransjen må konkurrere på andre faktorer enn pris.

Kundemassen er mobil og beveger seg mot de beste forfatterne med de beste bøkene. Dette gjør at forlagene i det skjønnlitterære markedet i stor grad er avhengig av å tilknytte seg de beste forfatterne. Det å kapre forfattere fra andre forlag er en mulighet for forlagene. Kapring kan også gjøres av redaktørene. Disse er ofte bindeleddet mellom forlaget og forfatterne, og i mange tilfeller følger forfatterne med redaktøren. Ett virkemiddel i kapring av forfattere kan være bedre royaltavtaler, som eksemplet med Horst under delkapittel 4.2.2.3. Gyldendal kunne for eksempel tilbudt Jo Nesbø en royaltavtale på 25% for å forsøke å kapre han fra Aschehoug, og ville trolig fortsatt tjent godt på hver bok om Harry Hole.

Intern rivalisering har blitt mer synlig siste årene med veksten i strømmetjenester. Det har i media vært konflikt mellom Ebok.no og Cappelen Damm om det er tilsvarende leveringsplikt for strømmetjenester som fysiske bøker. Både bokhandlerforeningen og forleggerforeningen har konkludert med det. Det har uansett vært uenighet da Ebok.no mener Cappelen Damm krevde urimelig høye priser, og klagde de inn til konkurransetilsynet. Fra Cappelen Damm sin side så ønsker de nok å forsvare sin 50% eierandel i Storytel Norge. Ved å gi konkurrentene tilgang til hele deres katalog av bøker så vil det redusere deres fortrinn.

Forlagene konkurrerer ikke bare om de beste forfatterne og innholdet for å skille seg ut. Det er flere ting som viktig for å skape lønnsomhet. Nærhet til kundemassen er helt sentralt, og da er lokalisering av bokhandlere viktig. Det er om å gjøre å få gode og sentrale lokaler til bokhandlerne slik at de når ut til en størst mulig del av kundemassen. Derfor er det viktig at butikker som ARK, Tanum og Norli/Libris har gode plasseringer i sentrale handlegater og kjøpesentre. Det samme gjelder for Akademika som må nå ut til flest mulig studenter og ønsker å være til stede sentralt på alle campus og studentsentre i byene. For bokhandlere, og spesielt nettbokhandlere, er løsninger som gratis frakt, Click&Collect og kundeklubber også måter å differensiere seg fra konkurrentene.

Andre ting forlagene konkurrerer om er rettigheter til å oversette eller utgi bøker fra utenlandske forlag. På kostnadsnivå er det rimelig å anta at de fleste driftskostnader vil ramme selskapene nokså likt. Alle selskapene har opplyst om at de investerer betydelig i digitale løsninger, og det er grunn til å tro at reduserte marginer vil ramme selskapene nokså likt over hele linjen.

For å oppsummere den interne rivaliseringen blant aktørene i bokbransjen så er det ikke veldig mange faktorer det er mulig å differensiere seg. Når det gjelder kvalitet så vil det være vanskelig å skille seg veldig fra de andre, derimot kan bokhandlerne prøve å holde et så bredt utvalg som mulig såfremt det ikke går hardt utover lønnsomheten. Det viktige er å nå ut til en størst mulig del av kundemassene. Bokbransjen er som nevnt strukturert slik at alle de største forlagene har egne bokhandlere og noen har også egne bokklubber som gjør det vanskelig å differensiere på den strategiske posisjonen også. Digitale plattformer, enten som egne produkter eller tillegg til eksisterende produkter, vil gi nye muligheter til å differensiere seg.

4.2.2.6 Oppsummering Porters femkraftsmodell

Oppsummert så ser vi ved hjelp av Porters femkraftsmodell at det kan foreligge betydelige etableringshindre og dermed mindre trusler mot aktørenes posisjoner og at forhold som fastpris og stordriftsfordeler kan gi beskyttelse mot nyetableringer i salgsleddet. Analysen viser at det allikevel ikke er store barrierer for å etablere små forlag. Videre så vi at det ikke er rene substitutter som truer bokbransjen som helhet, men at mindre segmenter som pensum kan trues. Forhandlingsmakten hos leverandørene til forlag anses som lav, men for de mestselgende forfatterne kan det utøves makt ovenfor forlagene. For bokhandlerne er leverandørene, altså forlagene, sin makt også begrenset gjennom fastprisavtale og leveringsplikt. Der antas det heller at de store bokhandlernetjedene kan utøve makt ovenfor forlagene og oppnå bedre rabatter. Dette vil også være gjeldende ovenfor andre leverandører av systemer, rekvisita og lignende. Sluttkunden, altså forbrukeren, har begrenset makt som følge av fastpris. Sist har vi sett at den interne rivaliseringen antas å være begrenset siden det er få ting å differensiere seg på når pris i stor grad er låst. Avslutningsvis ser vi at fremkomsten av digitale produkter levert av forlagene kan ha lavere etableringsbarrierer sett under ett. For noen nisje markedet, som Gyldendal Rettsdata, kan allikevel investeringskostnaden bli for høy til at andre etablerer seg.

4.2.3 Oppsummering av den eksterne analysen

Bransjeanalysen er gjennomført ved hjelp av PESTEL sitt rammeverk hvor vi har analysert større makroøkonomiske forhold. For å analysere konkurranseforholdene i bransjen har vi brukt Porter sin femkraftsmodell. Målet med bransjeanalysen er å identifisere ulike muligheter og trusler som

kan skape strategiske fordeler eller ulemper i bokmarkedet. Faktorer som kan skape strategiske fordeler er først og fremst merverdiavgiftsfritaket og bokavtalen. Bokavtalen sikrer at både forlag og bokhandler har en viss inntjening, og som vist i Porter-analysen er bokhandlere beskyttet mot at lavkost nettbokhandler driver aggressiv prising på nyutgivelser. De politiske føringene for bokbransjen for å sikre bredde i litteraturen har betydelig verdi for bransjen og da spesielt merverdiavgiftsfritaket, som er en betydelig subsidiering. Andre faktorer er innkjøpsordningene til kulturrådet der staten subsidierer forlag gjennom innkjøp av bøker som blir fordelt på bibliotek i landet. Det kan likevel argumenteres for at både bokavtalen og innkjøpsordningene er vel så mye politiske virkemidler som er nødvendig for å opprettholde bredden i litteraturen, og dermed kun er med på å jevne ut eventuelle ulemper som ville vært i bransjen. Dette vil i så fall bety at bransjen ikke skaper mye superprofitt og dermed ikke har en stor strategisk fordel. På bakgrunn av dette anser vi *bransjefordelen* som **moderat**.

4.3 Intern ressursorientert analyse

I den interne analysen skal vi analysere Gyldendal sine organisatoriske styrker og svakheter. I den eksterne analysen identifiserte vi styrker og svakheter som var felles for en hel bransje, mens vi i den interne skal se på særegne kvaliteter for Gyldendal som kan gi grunnlag for en strategisk fordel. Formålet med analysen er å finne hvilke ressurser som gir opphav til enten fordeler eller ulemper i forhold til konkurrentene. Vi identifiserte i kapittel 2.6 forskjeller mellom Gyldendal og de komparative selskapene som vil danne grunnlaget for den videre analysen.

4.3.1 VRIO-analyse

Verktøyet vi skal bruke i denne analysen er VRIO-verktøyet. Den norske versjonen av dette er SVIMA. Formålet med dette er å avdekke hvilke ressurser Gyldendal *innehar* eller *har bedre versjoner* av en konkurrentene altså bransjen for øvrig (Jakobsen & Lien, 2001). En beskrivelse av komponentene i SVIMA er gitt i under.

Betingelse	Egenskaper til ressursen
Sjelden	En ressurs som få eller ingen av konkurrentene rår over.
Viktig	En ressurs som er viktig og har effekt på kundens betalingsvillighet eller kostnad.
Ikke-imiterbar	I hvilken grad etablerte konkurrenter eller inntrengere kan skaffe ressursene, altså i hvilken grad konkurrenter kan erstatte eller kopiere ressursen.
Mobilisert	Ressursen må være mulig å ta i bruk i bedriften.
Approprierbar	Den økonomiske verdien som skapes av ressursene må være til fordel for bedriften, ikke for andre

Figur 4-4 - SVIMA (Kilde: Store Norske Leksikon, 2019)

Dersom det er forskjeller som møter kriteriene i SVIMA-verktøyet vil disse kunne gi konkurransefortrinn som illustrert i figuren under.



Figur 4-5 - Analyse av fortrinn gjennom SVIMA

4.3.1.1 Fysiske ressurser

Den første interne ressursen er fysiske ressurser og altså tilgang på ressurser, produksjonsutstyr, lokaler og andre fysiske innsatsfaktorer (Roos et al., 2002, s.192). Det mest sentrale av disse er lokaler. Som nevnt i delkapittel 2.6.2 så har Gyldendal hovedkontor på Sehesteds plass i Oslo mens deres bokhandel har 143 butikker spredt rundt i hele Norge. De siste årene har ARK kjøpt opp flere selvstendige bokhandlere som har svært gode plasseringer i de store byene. Blant annet gjaldt dette F. Bruns Bokhandel i Trondheim og Beyer Libris i Bergen. Dette medfører at Gyldendal har svært gode fysiske ressurser i form av lokaler for deres butikker og deres plassering.

De har også hovedkontoret sitt på Sehesteds plass i Oslo, men vi anser ikke dette som en viktig forskjell mot konkurrentene.

De andre store forlagene har også mange butikker og gode plasseringer. Aschehoug kontrollerer Norli Libris AS og disse har henholdsvis 134 heleide og 45 deleide butikker i Libris. Samlet sett er de da større enn ARK, og har en *bredere* geografisk lokalisering da Libris (Blir Norli fra 1.09.2019) spesialiserer seg på lokal litteratur og er lokalisert på mindre steder (Norli;2019, Libris;2019). Den større geografiske spredningen anser vi ikke nødvendigvis å være en fordel med tanke på den generelle nedgangen i bransjen da mindre butikker trolig vil rammes hardest.

Tanum, eid av Cappelen Damm, er hovedsakelig lokalisert i Oslo-området. De har seks butikker i og rundt Oslo i tillegg til å ha butikker på Gardermoen, Flesland og Værnes Lufthavn (Tanum, 2019). Butikkene på Gardemoen ble overtatt fra nettopp ARK fra 2017. Disse ble vunnet i anbud og har i etterkant vist seg å bli svært kostbare for Tanum og anses av oss derfor ikke som en ulempe for ARK og Gyldendal (Gyldendal årsrapport, 2018).

Vigmostad & Bjørke sin bokhandlerkjede Akademika er landets største importør og selger av faglitteratur og er naturlig nok plassert rundt på de fleste studiesteder i landet og har i dag 29 heleide butikker, samt 20 medlemsbutikker. Dette er en ressurs som ARK ikke har og trolig ikke vil kunne erverve seg så lett da det ikke er rom nok for to aktører på ett studieområde.

Vi ser at ARK er Norges klart største enkeltstående bokhandlerkjede. Dens antall og plassering er strategisk sett svært viktig for konsernet som helhet. Dette er en ressurs som er svært vanskelig for andre å imitere siden det er vanskelig og ikke minst kapitalkrevende å bygge opp en slik portefølje av geografisk godt plasserte lokaler. Det som taler imot at dette er en varig fordel er at netthandelen av bøker er i vekst og at lokasjon av bokhandlere derfor *kan* bli mindre viktig. Det er derimot ingen garanti for at dette skjer, og som nevnt i delkapittel 2.3.4 så har forbrukerundersøkelse for 2018 gjort av Den norske Bokhandlerforening vist at mange fremdeles vil bruke sin lokale bokhandel i framtiden.

Det er likevel en svakhet ved butikklokalene til ARK. Mange av lokalene er leide lokaler noe som taler imot at en eventuell fordel vil være varig på lang sikt. Vi vet lite ut ifra offentlig informasjon om hvor lange leiekontrakter butikkene til ARK har. Det vil være rimelig å anta at de fleste leiekontrakter varer i ca. 5 år basert på denne informasjonen. Det opplyses også i en tilleggsnote i regnskapet at de fleste leieavtalene til Gyldendal inneholder opsjonsavtaler, som ofte er 5+5 år eller lignende. Disse har også en verdi for selskapet, og selskapet vil utøve disse dersom de er fornøyde med betingelsene for avtalen og butikkens økonomi.

Andre fysiske ressurser som Gyldendal innehar, kan være distribusjonen deres. Gyldendal har felles distribusjonsselskap med Aschehoug, Forlagssentralen. Lokaliseringen av distribusjonen anser vi ikke som en forskjell fra de andre da de også har distribusjoner nært logistikkentre rundt Oslo. Det som derimot kan være en fordel er at distribusjonen er et samarbeid med Aschehoug. Som nevnt er konsentrasjonen blant de store i bransjen så stor at ytterligere samarbeid mellom de kan nektes av myndighetene. Det kan derfor være en fordel at de har etablert samarbeid allerede og kan kanalisere alt sitt volum gjennom sin egen distribusjon.

Vi kan da konkludere med at de fysiske ressursene til Gyldendal og spesielt butikklokalene kan være opphav til en fordel. Det kan derimot stilles spørsmål til om det er en varig fordel. Det at en del av lokalene er leide lokaler taler mot dette, mens det faktisk at de fleste avtalene har opsjonsavtaler taler for dette. Vi anser de fysiske ressursene som en forskjell, spesielt mot Cappelen Damm og Forlagshuset Vigmostad & Bjørke. Det er også antatt at det delvis er en varig forskjell. Vi er derimot i tvil om denne ressursen er viktig grunnet utviklingen og dreiningen mot netthandel og digitale bøker, og velger under tvil å sette den som ikke viktig.

4.3.1.2 Finansielle ressurser

Finansielle ressurser handler om i hvilken grad Gyldendal kan holde oppe dagens driftsnivå og om de kan stå imot eventuelle perioder med tap. Gyldendal har gjennom en årrekke hatt god lønnsomhet og har derfor en svært solid egenkapital. Balansen viser en egenkapitalandel på nesten 55% som er økt hovedsakelig av at de betalte ned alt de hadde av langsiktig pantegjeld i 2018. Dette gjør at soliditeten i konsernet er god og de er godt rustet for eventuelle framtidige tap.

Solid finansiell posisjon er derimot ikke unikt blant de store aktørene i bokbransjen. For 2018 har Aschehoug en egenkapitalandel på 37,7% på konsernnivå, Cappelen Damm har en egenkapitalandel på 35,4%, og Forlagshuset Vigmostad & Bjørke hadde 32,6%. Alt av Cappelen Damm sin langsiktige gjeld er til eierne. Alle de store aktørene har god soliditet og er godt rustet for eventuelle nedgangsår.

En annen del som påvirker de finansielle ressursene, kan være eierkonstellasjonen til selskapene. Gyldendal er som kjent børsnotert, noe som kan gi enklere tilgang til kapital dersom det skulle være nødvendig. Som børsnotert selskap kan Gyldendal bruke kapitalmarkedene i større grad enn unoterte gjennom utstedelse av obligasjoner og aksjer i en emisjon. De andre komparative selskapene er alle unoterte og har forskjellige eierstruktur. Cappelen Damm er eid av Egmont og Bonnier som begge er store mediekonsern med betydelig kapital. Dette kan utjevne fordelene som Gyldendal kan ha. Aschehoug er eid av 99 forskjellige aksjonærer, hvor den største eier kun 10%. Dette kan være en ulempe for Aschehoug dersom de skulle behøve ytterligere kapital, enten for å

håndtere tap eller strategiske oppkjøp. Forlagshuset Vigmostad & Bjørke er eid av de to gründerne fortsatt og kan i samme grad som Aschehoug ha begrenset tilgang til ytterligere kapital.

Gyldendal er litt mer solid enn sine konkurrenter og har muligens en fordel i finansielle ressurser i form av å være børsnotert. Vi vil likevel anse dette som et svært begrenset og trolig uvesentlig fortrinn da alle selskapene trolig er tilstrekkelig kapitalisert.

4.3.1.3 Menneskelige ressurser

Menneskelige ressurser handler om Gyldendal konsernets ledelse og ansatte sin kompetanse, lojalitet og utdanning (Barney, 2002). I løpet av 2018 så sysselsatte konsernet Gyldendal 1217 personer totalt. Over 800 av disse var ansatt i ARK bokhandel, mens over 300 var ansatte i Gyldendal Forlag AS. De resterende var ansatte i Lydbokforlaget, Forlagssentralen og De norske Bokklubbene.

Hvor gode de menneskelige ressursene til Gyldendal er avhenger av hvor mye kompetanse de samlet sett står for og deres evne til å finne innovative løsninger og videreutvikle selskapet for fremtiden. Verdsettelsen vår er kun basert på ekstern informasjon slik at vi har ingen konkret informasjon om dette, men vi kan gjøre rimelige antagelser basert på faktum. Gyldendal er et av Norges største forlag med en stor kundemasse, og ikke minst en solid portefølje av gode forfattere. Gode forfattere vil gjerne jobbe med de beste folkene. Det vil derfor være rimelig å anta at på grunn av Gyldendal sin solide forfatterportefølje så er de ansattes totale kompetanse høy og deres evne til å finne gode løsninger både for forfattere og selskap som helhet god. Dette er derimot blant de største aktørene ikke enestående og mange av de store forlagene har gode forfatterporteføljer. En fordel som muligens Gyldendal kan ha er deres samarbeid med profesjonsaktører i oppbygning av verktøy som Gyldendal Rettsdata, der de har samarbeid med de fleste store advokatselskap og store akademiske institusjoner (Rettsdata, 2019). Vi anser uansett menneskelige ressurser som en viktig, men ikke sjelden ressurs og derfor ikke en konkurransefordel.

4.3.1.4 Teknologiske ressurser

Teknisk utstyr, kapasitet og produktutvikling er faktorer som faller under kategorien teknologiske ressurser (Barney, 2002). Gyldendal investerer betydelig midler i digitale løsninger. I 2018 ble det også investert betydelig i Fagfornyelsen 2020. Dette er investeringer som knytter seg til nye læremidler og digitale plattformer som er tilpasset de nye læreplanene for grunnskole og videregående skole.

En annen svært viktig ressurs og kanskje det som blir gulleget i Gyldendal konsernet fremover er Gyldendal Rettsdata og deres andre plattformer for andre digitale verktøy og læremiddel. Gyldendal rettsdata er en digital plattform som leverer kvalitetssikrede rettskildeværktøy for jurister, revisorer og personer som jobber i offentlig og kommunal forvaltning. Gyldendal Rettsdata er en egen kontantstrømgenererende enhet i konsernet. Årsrapporten gir oss likevel ikke innblikk i hvor stor andel Gyldendal Rettsdata står for av de totale inntektene. Det er likevel opplyst om at Gyldendal Rettsdata hadde solid vekst i 2018 og spesielt produktet Rettsdata Total, som er plattformen for jurister, hadde svært god vekst (Gyldendal, 2018). Dette er en plattform med høykvalitetsverktøy. Ingen av de andre forlagene tilbyr noe tilsvarende per i dag. Gyldendal Rettsdata har etter hvert opparbeidet seg et merkevarenavn som er unikt og det er ingen tvil om dette er et fortrinn på konkurrentene.

De andre forlagene har likevel mulighet til å lage noe lignende så det er ikke nødvendigvis et varig fortrinn. Det krever likevel at de andre forlagene er villig til å investere betydelig med kapital for å kunne oppnå samme konkurransefortrinn som Gyldendal på en slik digital plattform. Opprettelse av en slik plattform vil også kreve samarbeid med aktører innenfor de forskjellige fagfeltene, og her har allerede Gyldendal som tidligere påpekt samarbeid med de fleste. Det at Gyldendal har kommet så langt og fått så stor kundemasse kan gjøre at de andre aktørene ikke ser rom for enda et slikt verktøy i markedet.

En annen teknologisk ressurs som Gyldendal har opparbeidet seg er fordelsprogrammet til ARK. ARK har opparbeidet seg hele 1,2 millioner ARK-venner, altså rundt en fjerdedel av hva som trolig er mulige kunder. Dette er en ressurs som kan få stor betydning i fremtiden, som konkurrentene ikke har. ARK kan ved bruk av sine ARK-venner lansere nye tjenester og nå svært mange potensielle kunder relativt billig. Dette blir trolig brukt for å kapre salg av e-bøker gjennom deres egen app. Andre muligheter er for eksempel om Gyldendal gjennom ARK ønsker å lansere en heleid strømmetjeneste og nå ut til svært mange kunder raskt. En slik satsning kan bli hindret av deres tette samarbeid med Aschehoug om deres felles strømmetjeneste i Lydbokforlaget, Fabel. Siden samarbeidet har vært tett historisk kan Gyldendal være moralsk forpliktet til å satse på deres felles tjeneste.

Deres betydelige satsning på digitale plattformer og verktøy og opparbeidelse av medlemmer i fordelsprogram kan antas å gi en stor strategisk fordel i fremtiden. Utviklingen av dette kan dog trolig også ha gitt dem en ulempe historisk. Dette skyldes at utviklingen av produktene, og spesielt Gyldendal Rettsdata, trolig er svært kostbart.

4.3.1.5 Renommé

Med renommé så menes selskapets rykte, posisjon, kvalitet, pålitelighet og prisnivå. (Roos et al., 2002, s.193). Når vi skal snakke om ryktet til Gyldendal er det gjerne fordelaktig å se på historien deres som strekker seg til begynnelsen av 1900-tallet. Siden den gang har Gyldendal opparbeidet seg et merkenavn i Norsk bokbransje. Et godt merkenavn blir definert som er merkenavn som er sjeldent, viktig og ikke-imiterbart. Selv om Gyldendal har et godt og velkjent merkenavn er det nok ikke grunnlag for å påstå at navnet oppfyller alle disse kriteriene. Merkenavnet påvirker både leverandørene og kundene til Gyldendal. Bokmarkedet er slik at folk kjøper den boken de ønsker på grunn av bokens innhold eller forfatterens renommé, og ikke på grunn av merkenavnet på forlaget. Kundene holder seg altså ikke kun til et spesifikt forlag. Selv om det ut ifra markedsandelen på 27,7% kunne tenkes at Gyldendal hadde en del faste kunder som kun kjøpte deres bøker så er dette likevel lite trolig. Det er altså interessen for selv boken som avgjør etterspørselen etter den, og ikke navnet på forlaget.

Det naturlige å vurdere videre er om Gyldendal da greier å tiltrekke seg de beste forfatterne som kan skape framtidig etterspørsel. Her er det nok både fordeler og ulemper med å være et stort forlag. Gyldendal har en enorm tyngde og erfaring innenfor både skjønnlitterær og faglitteratur. Forfattere vil få god markedsføring både via massemedia og via plassering i butikk. Det er med på å forsterke sjansen for å oppnå godt salg, og det er i de fleste tilfeller det viktigste. Ulempen med å signere for et stort forlag er gjerne at forfatter blir en del av mengden. Gyldendal er tilknyttet flere hundre forfattere som gjør at det kan argumenteres for at forfatter gjerne kommer til å få bedre støtte og oppfølging hos et mindre forlag hvor de gjerne er en viktig forfatter for forlaget siden de har langt færre. Det kan gjerne være at forfatter får et svært godt forhold til redaktøren i forlaget og at det da dannes et lojalitetsforhold som gjør at forfatteren ønsker å bli værende.

De forskjellige forholdene og ressursene som Gyldendal har grunnet sin merkevare og renommé er uansett noe som i hvert fall Cappelen Damm og Aschehoug har, og trolig Forlagshuset Vigmostad & Bjørke også har. Dette medfører at det ikke er en forskjell som gir grunnlag for et konkurransefortrinn.

4.3.1.6 Verdikjeden og markedsføring

Faktoren markedsføring henviser til blant annet markedsanalyse, markedsandel og konkurranseevne (Roos et al., 2002, s.193). Gyldendal har som nevnt hele verdikjeden i produksjon og salg av bøker. Gjennom ulike datterselskap og tilknyttede selskap så har de eierskap i forlag, distribusjon, bokhandel og bokklubber. Gyldendal bruker altså egne selskaper gjennom hele prosessen og plukker med seg stordriftsfordeler av dette. Det at de også tilbyr bøker innenfor

alle bokgruppene gjør at de har flere ben å stå på. Dette er helt klart et fortrinn, men det er også lignende konsernstrukturer hos de andre store aktørene i bransjen. Vi bedømmer det likevel til at det er et midlertidig fortrinn spesielt med tanke på de mindre aktørene i bransjen og det faktum at de har svært mange medlemmer i sine fordelsprogram. Det faktum at dette trolig ikke er fordel mot de andre store aktørene gjør at det muligens ikke vil utgjøre en intern ressursfordel målt mot bransjen.

4.3.1.7 Portefølje av tidligere utgivelser

Gyldendals lange historier innebærer mange store utgivelser av bøker som enda selger bra. Når et forlag og en forfatter inngår kontrakter så er ofte et av kriteriene at forlaget har rett til forfatterens utgivelser for alltid, kalt backlist. Dette er et kriterier som ofte hindrer forfattere i å skifte forlag. Dette er fordi visst forfatteren da vil skifte forlag så må enten forfatteren selv eller det nye forlaget betale seg ut av backlist-kriteriet da det første forlaget innehar retten til forfatterens tidligere utgivelser. Prisen av å betale seg ut av dette avhenger av populariteten på tidligere utgivelser. Til mer populær utgivelsen er til dyrere blir det å betale seg ut. Dette kan være en ressurs for forlagene, men som de store forlagene i omtrent like stor grad innehar. Dette fortrinnet vil med stor sannsynlighet få økt betydning og høyere lønnsomhet med overgang til digitale salgskanaler i fremtiden. Hvis forlaget har rettighetene til for eksempel Harry Potter, vil dette kunne bli betydelig mer lønnsomt gjennom strømming og salg av e-bøker enn ved å måtte trykke nye opplag, som ofte har noen hundre bøker som minimum. Dette kan gi opphav til et fortrinn og etter vår mening et større fortrinn til større forlaget og forfatterlisten er. Historisk kan dette allikevel ha vært en liten ulempe da forlagene kan ha endt opp med betydelig lager av bøker som ikke selger og kostnader for nye opplag av eldre titler dersom de ikke selger godt.

4.3.2 Oppsummering av intern ressursorientert analyse

I tabell 4-1 har vi gjort en oppsummering av den interne ressursorienterte analysen av Gyldendal. Vi ser at Gyldendal innehar en del ressurser som har vært viktig både historisk sett og kommer til å være viktig i fremtiden. Vi tar likevel forbehold om at vurderingen av ressursene er høyst skjønnsbasert og at det er *svært sjeldent* at ressurser er både sjelden og ikke-imiterbar over tid. Vi trekker da frem ressurser som butikklokaler og porteføljen deres av tidligere utgivelser som trivielle og potensielle fortrinn. Analysene viser likevel at dette også er ressurser som de andre jevnstore aktørene til en viss grad kan skilte med. Grunnen til at vi trekker frem porteføljen av tidligere porteføljer som potensielt fortrinn er at vi ser det i sammenheng med den pågående digitaliseringen i bransjen. Vi har stor tro på at økt salg av e-bøker og strømming vil kunne øke netto driftsmargin for Gyldendal og dermed ha potensiale til å bli et stort fortrinn. Gyldendal er et

gammelt selskap med en enorm og unik portefølje og det trekker i positiv retning. Andre faktorer vi kan trekke fram og som vi tror blir vel så viktig for fremtidig lønnsomhet er Gyldendal sin utvikling av digitale plattformer. Her er spesielt ARK sin bokapp som er Norges mest brukte bokapp med 1,2 millioner medlemmer helt sentral. I tillegg kommer Gyldendal Rettsdata, som er inne i en sterk utvikling og skaper store mengder abonnementer og øker lønnsomheten. En videre utvikling av digitale støtteverktøy for andre profesjoner enn de som de allerede har vil kunne legge grunnlaget for at Gyldendal kan oppnå en superprofitt som er større enn bransjen sin i fremtiden og dermed en strategisk fordel. Historisk sett konkluderer vi med at den historiske *interne ressursfordelen* som **null**, altså ingen ressursfordel. Det er hovedsakelig basert på at de interne ressursene til Gyldendal ikke skiller seg *vesentlig* fra konkurrentene i den komparative bransjen sine interne ressurser. Vi kommer tilbake til vårt syn på fremtidig strategisk fordel i delkapittel 4.6.

<u>Ressurs</u>	Sjelden	Viktig	Ikke- imite r bar	Mobilisert	Approprierbar	Utfall
Butikklokaler	Ja	Nei	Nei	Ja	Ja	Trivielt fortrinn
Soliditet	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet
Humankapital	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet
Gyldendal Rettsdata	Ja	Ja	Nei	Nei	Ja	Potensielt midlertidig fortrinn
Renommé	Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Ikke-beholdt fortrinn
Verdikjeden	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet
Portefølje av tidligere utgivelser	ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt fortrinn

Tabell 4-1 - Oppsummering SVIMA

4.4 SWOT – Oppsummering av strategisk fordel og risiko

SWOT-analysen er et resultat av Pestel, Porter og SVIMA-analysene som vi har gjennomført i kapittel 4.2 og 4.3. Vi illustrere under i figur 4-7 hva vi anser som Gyldendal sine styrker (S), svakheter (W), muligheter (O) og trusler (T) basert på både den interne og eksterne analysen. Dette vil gi oss et bilde over en eventuell strategisk fordel Gyldendal kan ha og hvilke forhold interne og eksternt som kan påvirke denne fordelene eller ulempen.



Figur 4-6 - Oversikt SWOT

Vi ser av figuren at Gyldendal har innslag av alle de nevnte komponenter. Vi vil i det følgende gjennomgå de viktigste funnene og deres sannsynlighet for å inntreffe og eventuelle påvirkning.

4.4.1 Styrker

Som figur 4-7 viser så har vi funnet flere styrker hos Gyldendal. Dette er hovedsakelig interne ressurser som de har opparbeidet seg, men det er også innslag av eksterne ressurser som bokavtalen og fritak for merverdiavgift. De viktigste styrkene er merkevarerne og deres opparbeidede posisjon både i salgsleddet og for digitale verktøy. Spesielt er ARK sitt fordelsprogram og kundeklubb med 1,2 millioner medlemmer viktig. Dette gir de et kraftfullt verktøy for markedsføring både av eksisterende og nye produkter. Videre har de Gyldendal Rettsdata som har opparbeidet seg en unik posisjon i markedet. Dette er styrker som vi tror vil kunne gi opphav til betydelige fordeler i fremtiden. Det er dog, som tidligere nevnt, ikke sikkert dette har gitt fordeler historisk da slike posisjoner kan være kostbare å opparbeide seg. Den sterke finansielle posisjonen er sådan en styrke, da Gyldendal har anledning til å investere betydelig over flere år. Av de eksterne forholdene så er bokavtalen og fritaket for merverdiavgift styrker for Gyldendal og bransjen. Det kan argumenteres for at rammebetingelsene er lagt slik for å kompensere for ulemper som følge av «kravene» om bredde i litteraturen. Vi tror allikevel det vil gi opphav til strategiske fordeler for bransjen.

4.4.2 Svakheter

I analysen avdekket vi få svakheter i de interne ressursene til Gyldendal. Det kan antas at Gyldendal sin historiske posisjon i forlagsbransjen gjør at de i mindre grad enn andre aktører kan spesialisere seg og være selektive i utgivelser basert på kommersielt potensial. Dette kan tenkes å påvirke lønnsomheten negativt. Videre så ser vi at bransjen trolig i stor grad er avhengig av de rammebetingelsene som foreligger fra myndighetene og ved frafall av disse vil lønnsomheten reduseres betraktelig. Gyldendal, og bransjen ellers, er også i stor grad påvirket av offentlige budsjetter. Det offentlige står for store deler av omsetningen i bransjen i form av innkjøp av skolebøker og andre innkjøpsordninger. Dersom det offentlige velger flere løsninger som for eksempel NDLA vil dette påvirke bransjen negativt. Vi anser dette som mindre sannsynlig, men med stor påvirkning. Siste svakhet for Gyldendal, som også delvis kan gjøres gjeldende for noen av de komparative selskapene, er begrensede vekstmuligheter. Konsentrasjonen i bransjen er såpass stor at det kan sette begrensninger for vekst gjennom oppkjøp.

4.4.3 Muligheter

Gyldendal har flere muligheter som vi har funnet i den strategiske analysen. Blant annet vil økt andel av befolkningen som tar høyere utdanning gi grunnlag for økt etterspørsel av fagbøker og deres digitale ressurser knyttet mot høyere utdanning. Den digitale utviklingen vil gi dem muligheter til å distribuere bøkene sine på nye plattformer. Dette kan også gi nytt liv til eksisterende backlist av bøker, da de får svært redusert marginalkost ved salg. Vi tror dette sannsynligvis vil skje, spesielt med fjerning av merverdiavgift nå i 2019. Dette tror vi vil ha en svært positiv påvirkning på omsetningen av e-bøker og strømmetjenester, men dette vil trolig kannibalisere salget av fysiske bøker delvis. Dette synliggjøres i dekomponeringen av fremtidige driftsinntekter i delkapittel 9.4.1.

Som også nevnt under styrker så gir den store medlemsmassen de har gode muligheter til lansering av nye produkter. For eksempel kan ARK lansere strømmetjeneste og enkelt distribuere denne til alle sine 1,2 millioner medlemmer. Dette anser vi som nokså sannsynlig at de vil gjøre og at det vil ha stor påvirkning.

4.4.4 Trusler

Det er flere trusler vi ser mot Gyldendal og deres forretningsmodell. Første trussel er endringer i rammebetingelser som bokavtalen, fritak for merverdiavgift og innkjøpsordninger. Dette er endringer vi anser som lite sannsynlig, men som til gjengjeld vil ha stor negativ påvirkning. Videre så ser vi trusler gjennom det digitale skiftet der etableringsbarrierer blir mindre som kan gi økt

konkurranse fra utlandet. Vi anser dette som svært sannsynlig ved skiftet til digital distribusjon og at det vil ha en moderat påvirkning. Påvirkningen vil for Gyldendal trolig være begrenset av deres sterke merkevare og posisjon i salgsleddet.

En annen trussel som kommer ved digitaliseringen og utviklingen i teknologi er tilgjengeliggjøringen av alternativ underholdning. Økning i tid brukt på strømming av video, spill og lignende betyr mindre fritid til å lese bøker. Vi tror dette er sannsynlig vil skje, men at det ikke vil skje i så stor grad at det får stor påvirkning.

Ved digitalisering vil også tilgjengeligheten av de tjenestene som forlaget tradisjonelt har utført bli bedre. Dette kan medføre at forfattere kan bli mindre avhengig av et forlag for å gi ut en bok. Dette kan på sikt true forretningsmodellen til forlagene. Vi anser dette som middels sannsynlig, og påvirkningen som middels.

Siste trusselen er en eventuell utvidelse av det offentlige sin satsning på digitalt pensum. Dersom det offentlige i egen regi utvider ordninger lignende NDLA til grunnskole også, vil det gi betydelig redusert omsetning for forlagene da det vil beslaglegge store deler av budsjettene til fylkeskommuner og kommuner. Vi anser sannsynligheten likevel som nokså lav siden forlagene tradisjonelt sett alltid har stått for utviklingen av pensum og faglitteratur, da det er de som har mest kompetanse til det.




4.5 Oppsummering av strategisk fordel

Nedenfor er de forskjellige forholdene listet opp med våre anslag over hvor sannsynlig det er de inntreffer eller eksiterer og hvor stor grad av påvirkning de har på Gyldendal sin eventuelle strategiske fordel.

	Sannsynlighet Lav/middels/Høy	Påvirkning på Gyldendal Liten/Middels/Stor
Styrker		
Merkevere	Middels	Middels
Markedsposisjon	Høy	Middels
Gyldendal Rettsdata	Høy	Høy
"ARK-venner"	Høy	Høy
Tidligere utgivelser	Middels	Liten
Finansiell posisjon	Høy	Liten
Beholder rammebetingelser	Høy	Stor
Svakheter		
Størrelsen - bred portefølje	Middels	Liten
Begrensede vekstmuligheter	Middels	Liten
Muligheter		
Økning av digitalt salg	Høy	Middels
Økt salg backlist	Middels	Middels
"Ark venner" markedsføringsfordel	Høy	Stor
Trusler		
Frafall av rammebetingelser	Lav	Stor
Økt konkurranse på digitale plattformer	Middels	Middels
Forlagsleddet blir overflødig	Middels	Middels
Konkurranse fra andre fritidsaktiviteter	Høy	Middels
Flere offentlige løsninger for digitalt pensum	Lav	Stor

Figur 4-7 - Oppsummering SWOT for Gyldendal

Den strategiske fordelene kan som nevnt i kapittel 4.1 dekomponeres i bransjefordel og ressursfordel. Oppsummert så tror vi at bokbransjen i Norge kun har en *moderat bransjefordel* på tross av de politiske virkemidlene som er brukt og forventer at dette gjenspeiler seg i den strategiske rentabilitetsanalysen. Vi antar videre at Gyldendal ikke har en historisk *ressursfordel*. Samlet sett så tror vi at Gyldendal da har eksterne ressurser som gir opphav til en *moderat strategisk fordel*, mens de interne historisk trolig ikke har gitt det, men vil trolig gi store fordeler i fremtiden. Innblikket vi har fått i den strategiske analysen vil legge grunnlaget for diskusjonen i 8.4 og 10.4.

	Ventet på basis av strategisk analyse:	Historisk over analyse-perioden	Framover
	Bransjefordel	Moderat	 Liten
+	Ressursfordel	Null	 Stor
=	Strategisk fordel	Moderat	 Stor

Figur 4-8 - Oppsummering strategisk fordel

4.6 Strategisk vekstanalyse

På bakgrunn av de interne ressursene i Gyldendal som vi indentifiserte tidligere i kapittelet, samt de eksterne ressursene bransjen som helhet innehar, vil vi gjøre en vurdering av vekstmuligheten til Gyldendal fremover.

De eksterne ressursene i bransjen er hovedsakelig bokavtalen, merverdiavgiftsfritaket og kulturrådets innkjøpsordninger. Vi antar at mye av denne bransjefordelen er tatt ut allerede. Vi har konkludert med en moderat bransjefordel, men der vi tror at mye av de politiske virkemidlene også dekker opp for eventuelle ulemper. Merverdiavgiftsfritaket på e-bøker og strømming vil trolig gi økt salg av dette fremover. Vi tror allikevel at den moderate bransjefordelen vil bety mindre i framtiden.

De interne ressursene i Gyldendal er mange slik vi kom frem til i SVIMA-analysen. Alle ressursene er derimot ikke eksklusive for Gyldendal. Vi tror allikevel det er betydelige vekstmuligheter for digitale produkter med grunnlag i de avdekkede ressursene. Gyldendal har en stor backlist som kan gi opphav til en framtidig strategisk fordel ved salg digitalt. Den viktigste interne vekstfaktoren for Gyldendal er derimot vekst i abonnementsinntekter på strømming, digitale læremiddel og verktøy. I 2018 hadde Gyldendal en 3% vekst i salgsinntekter på bøker, noe som trolig ble positivt påvirket av oppkjøp av Notabene butikker. De hadde derimot over 14% vekst i abonnementsinntekter på deres digitale plattformer, som for eksempel Gyldendal Rettsdata. De digitale plattformene blir mer og mer brukt i både næringsliv og academia. Verktøyene forenkler og kvalitetssikrer prosesser som tidligere tok lang tid, noe som gir opphav til høy betalingsvilje. Et stort spekter av kontraktsmaler og andre maler sammen med oppslagsverk for juridiske problemstillinger for revisorer og jurister gjør at de er svært populære hos store selskaper. De digitale verktøy innenfor academia og skoleverket er også svært populære og vi tror at disse vil bli mer brukt i fremtiden. Deres tette samarbeid med de fleste store aktører innenfor profesjonene kan gi opphav til etableringsbarrierer for andre aktører som vil entre markedet med tilsvarende produkter. Videre så er de i en særposisjon med sin kundemasse i ARK som kan gi store muligheter ved markedsføring av eksisterende og nye produkter. Det er for eksempel rimelig å anta at ARK vil satse på strømming også, dersom den eksplosive veksten fortsetter.

Vi forventer ikke å finne en intern ressursfordel hos Gyldendal i den strategiske rentabilitetsanalysen, men at ressursene vil gi en stor framtidig strategisk fordel. Oppsummert vil det være rimelig å anta en liten framtidig bransjefordel. Vi antar og at Gyldendal kan ha interne ressurser som gir potensiale til fortrinn for selskapet fremover.

5. Regnskapsanalyse

I denne delen av masteroppgaven skal vi gjennomføre den kvantitative delen av verdsettelsen. Vi skal gjennomføre en regnskapsanalyse basert på historiske regnskapstall for Gyldendal og de komparative selskapene. På denne måten vil vi få en innsikt i den finansielle posisjonen til Gyldendal sammenlignet med resten av bransjen. Dette vil hjelpe oss å bedre predikere framtidsutsiktene til selskapet. I kombinasjon med den strategiske analysen vil det gi oss et godt fundament for verdsettelsen i del 3. I regnskapsanalysen kommer vi utlukkende til å bruke offentlig informasjon om selskapene. Hovedsakelig er dette årsrapporter og innsendte årsregnskap til Brønnøysundregistrene, i tillegg til kvartalsrapporter for Gyldendal. Teorien vi benytter er hovedsakelig litteratur om verdsettelse fra Kaldestad og Møller (2016).

5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse og praktiske valg

5.1.1 Praktiske valg

Før vi kan gjennomføre regnskapsanalysen må vi ta en del praktiske valg for å få et best mulig resultat. Disse valgene består i hovedsak av å velge den historiske analyseperioden, hvilket analysenivå vi skal velge, og valg av sammenlignbare selskap. Vi kommer til å gjennomgå de praktiske valgene stegvis før vi går videre på rammeverket for regnskapsanalysen. Teorien består seg i hovedsak av rammeverk til Knivsflå (2019).

Valg av analysenivå

Vi må videre velge hvilket analysenivå vi skal legge oss på. Det som menes med dette er om vi skal analysere alle forretningsområder som finnes i Gyldendal under ett eller om vi skal analysere noen enkelte områder. I følge Damodaran (2012) skal man være varsom med å slå sammen alle forretningsområder fordi da er det en tendens til å miste underliggende trender og dermed også hvilket forretningsområde og aktiviteter som står for den underliggende kontantstrømgenereringen. Det er derimot et problem med dette og det er at som regel er det en mangel på informasjon om alle forretningsområder i selskapet. Dette er gjerne intern informasjon og mer vanlig i et driftsregnskap som selskapet har internt.

I Gyldendal sitt tilfelle så har de flere forretningsområder med bokhandler og forlegger som de to hoveddelene. Vi har i utgangspunktet god informasjon på begge delene, men det er likevel lite anvendelig å analysere de hver for seg. Grunnen til dette er at underselskapene på både distribusjon og bokhandler fører etter norske regnskapsskikk mens morselskapet og konsernet som helhet fører etter IFRS. En annen grunn er at de sammenlignbare selskapene har en lignende konsernstruktur, men her er ikke informasjon på de ulike forretningsområdene like god som

Gyldendal. Det er også diskutabelt om det er relevant og formålstjenlig å analysere selskapsregnskapene til Gyldendal altså morselskapet. Her er alle datterselskapene balanseført som investeringer i annet selskap. Tas det utgangspunkt i konsernregnskapet gir dette et mer helhetlig inntrykk (Knivsflå, 2018). Vi velger derfor å analysere konsernet som en helhet.

Valg av analyseperiode

Når vi skal gjennomføre en regnskapsanalyse så må vi ta et valg på hvor langt bak i tid vi skal ta med regnskapstall fra. I følge Damodaran (2012) så bør fasen selskapet befinner seg i livssyklusen være en viktig faktor for å avgjøre lengden på analyseperioden. Visst selskapet er i en vekstperiode så bør en benytte en kortere analyseperiode siden tall fra flere år tilbake i tid vil være lite representativt for framtidig predikering. Er selskapet i en mer stabil fase så anbefales det at det brukes en lengre analyseperiode. Hvilken analyseperiode som velges har både ulemper og fordeler med seg. Første og fremst vil en for kort analyseperiode gi et mye mer volatilt bilde enn en langsiktig analyseperiode. Dette vil spesielt gjøre seg gjeldende visst selskapet er en del av en veldig syklisk bransje. Da bør det brukes en lengre analyseperiode for å få et mer sannferdig bilde. I Gyldendals tilfelle så har vi med et gammelt selskap å gjøre. Det har operert i nesten 100 år og har vært børsnotert i nesten 40 av disse årene. Omsetningen har vært veldig stabil over lengre tid, og det er stort sett kostnadsutviklingen som har styrt hvor god bunnlinjen har blitt for selskapet. Det er ganske tydelig at Gyldendal er i stabil fase av livssyklusen og det er diskutabelt om det faktisk også går i en nedadgående fase. Det er store endringer i bransjen og omsetningsutviklingen de siste par årene har også vært nedadgående. Vi vil ikke karakterisere bokbransjen som en syklisk bransje, men den blir naturlig nok påvirket av store makroøkonomisk hendelser. Dette så vi blant annet under finanskrisen da bunnlinjen nådde et bunnpunkt de siste 20 årene. Gitt at Gyldendal muligens beveger seg inn i en nedadgående trend så velger vi å analysere de siste sju årene. Dette gir oss en analyseperiode på 2012-2019T. Det vil da si at vi kommer til å taile årsregnskapet for 2019 siden dette regnskapsåret ikke er ferdig. Vi kommer derimot ikke til å ta utgangspunkt i trailingen da den av ulike grunner gjør seg dårlig for videre analyse. Dette kommer vi tilbake til kapittel 5.2.4.

Valg av sammenlignbare selskaper

Avslutningsvis så må vi velge hvilke sammenlignbare selskaper som skal være en del av bransjen og dermed utgjør gjennomsnittsvirkosomheten i bransjen. Dette er helt sentralt å vite for å kunne si noe om hvordan Gyldendal gjør det i forhold til bransjen. Vi må også vite det for å danne et bilde over hvor bra bransjen gjør det i forhold til det generelle kravet. I kapittel 2 presenterte vi komparative bedrifter til Gyldendal. Vi har valgt å bruke de andre store norske konsernene som sammenlignbare selskaper i regnskapsanalysen. Bransjen utgjør da Gyldendal, Aschehoug,

Cappelen Damm og Vigmostad & Bjørke. Disse fire konsernene utgjør som nevnt omtrent 80% av markedet i Norge. Dette vil derfor gi et godt innblikk i økonomien for selskapene i bransjen.

5.1.2 Rammeverk for regnskapsanalyse

I det første delkapittelet av regnskapsanalysen presenterer vi resultatregnskapet, balansen og endringen i egenkapital i analyseperioden. Alle tallene er basert på års- og kvartalsrapporter og danne dermed hele grunnlaget for del 2 i masteroppgaven. Gyldendal rapporterer etter International Financial Reporting Standards (IFRS). Alle tall i tabellene er oppgitt i 1000 NOK.



Figur 5-1 - Steg i rammeverket for regnskapsanalyse

Steg 1: Trailling av årsregnskap

Første steget i regnskapsanalysen er å traile årsregnskapet til Gyldendal. Dette innebærer at vi bruker kvartalstall for 2019 i tillegg til årsregnskapet for 2018 til å estimere årsregnskapet for 2019. Det er den mest gunstige måten å gjøre det på siden vi har ikke årsregnskapet for 2019. Gyldendal er børsnotert selskap og dermed pliktig til å utarbeide kvartalsrapporter.

Steg 2: Omgruppering av finansregnskapet

Det neste steget i regnskapsanalysen er omgruppering av regnskapet. Bakgrunnen for dette er at vi ønsker at regnskapet skal være med investororientert i motsetning til dagens oppstilling som er mer kreditororientert. Den kreditororienterte oppstillingen er lite egnet for investororientert analyse da den hovedsakelig fokuserer på risiko (Knivsflå, 2018). Vi ønsker å få et innblikk i hva som er normal verdiskapning i bedriften. For å gjøre dette kommer vi til å omgruppere årsregnskapet inn i poster som er driftsrelaterte og poster som er finansielle. Dette er for å skille ut de driftsrelaterte postene slik at vi får et bedre innsyn i hva det er som er drivkraften i virksomheten. Både resultatregnskapet og balansen kommer til å bli omgruppert slik.

Steg 3: Analysere målefeil og eventuell justering

I det tredje steget i analysen så skal vi analyse og justerer eventuelle målefeil i de omgrupperte tallene. Målefeil kan forekomme i mange tilfeller i regnskaper hvor det i stor grad er bruk av skjønn eller det er brukt ulike regnskapsprinsipper og regler. Formålet med dette er å avdekke hvilke poster i regnskapet som kan inneholde feil og om vi kan justere de på noen måte. Vi ønsker at det omgrupperte regnskapet i størst mulig grad skal gjenspeile de økonomiske realitetene og da er det viktig at vi fanger opp de feilene som eventuelt måtte eksistere der og at vi korrigerer for

dem. Det er viktig at dette gjøres konsistent for alle selskapene som er inkludert i analysen slik at det er mest mulig sammenlignbare.

Steg 4: Analyse av forholdstall

Det fjerde og siste steget i rammeverket er forholdstallsanalyse. Fokuset i dette steget kommer til å være på både risiko og lønnsomhet(rentabilitet). I risikoanalysen så kommer vi både til å gjøre en analyse av soliditet og likviditet. Vi kommer til å avslutte risikoanalysen med en syntetisk kreditt-rating. Her vil både Gyldendal og de andre komparative selskapene få karakter basert på underliggende selskapsesifikk risiko. Rentabilitetsanalyse går ut på å finne superrentabiliteten til Gyldendal. Her må vi først estimere et avkastningskrav. Deretter blir kravet sammenlignet med selskapet sin rentabilitet. Slik vi har diskutert i kapittel 4 så er differansen mellom kravet og rentabiliteten det som utgjør Gyldendal sin strategiske fordel eller superrentabilitet. Når vi da dekomponerer den eventuelle fordelen så vil vi kunne tallfeste hva det er som gjør at Gyldendal har en strategisk fordel.

5.2 Presentasjon av rapporterte tall og «trailing»

I dette delkapittelet vil vi presentere Gyldendal sitt resultatregnskap, balanse og endring i egenkapital for analyseperioden fra 2012 til 2018.

5.2.1 Rapportert resultatregnskap

Alle tall i 1000 NOK								
Resultatregnskap for konsernet	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018
Salgsinntekter	1 709 108	1 871 911	1 638 189	1 677 277	1 812 545	1 814 601	1 848 201	1 965 149
Annen Driftsinntekt	447	283	319	292	130	85	155	0
Driftsinntekter	1 709 555	1 872 194	1 638 508	1 677 569	1 812 675	1 814 686	1 848 356	1 965 149
Varekostnader	-829 888	-909 711	-741 072	-769 111	-826 648	-821 886	-843 122	-857 684
Lønnskostnader	-434 608	-476 475	-427 847	-431 800	-447 723	-455 395	-474 436	-516 140
Andre driftskostnader	-326 684	-340 790	-367 959	-378 048	-388 579	-387 075	-373 927	-442 319
Sum operasjonelle kostnader	-1 591 180	-1 726 976	-1 536 878	-1 578 959	-1 662 950	-1 664 356	-1 691 485	-1 816 143
Resultatandel FKV	0	-4 339	13 552	1 262	13 231	14 110	7 218	-84
Resultatandel tilknyttede selskaper	-675	0	-14 340	-719	-4 000	751	1 028	306
EBITDA	117 700	140 879	100 842	99 153	158 956	165 191	165 117	149 228
Avskrivninger	-76 063	-78 204	-65 641	-70 132	-65 082	-67 088	-66 104	-78 096
EBIT (Driftsresultat)	41 637	62 675	35 201	29 021	93 874	98 103	99 013	71 132
Renteinntekter	1 847	2 054	70	1 531	2 301	2 267	1 752	886
Rentekostnader	-11 995	-11 387	-8 007	-8 192	-8 495	-6 738	-4 844	-10 873
Andre kostnader/inntekter	-4 377	-3 920	11 507	-6 063	-5 594	-2 600	-4 766	-2 418
Netto finansielle poster	-14 525	-13 253	3 570	-12 723	-11 788	-7 071	-7 858	-12 405
EBT (Resultat før skatt)	27 112	49 422	38 771	16 298	82 086	91 032	91 155	58 727
Skattekostnad	-8 318	-15 193	-8 267	-6 428	-21 330	-21 120	-21 121	-15 215
Årsresultat	18 794	34 229	30 504	9 871	60 756	69 912	70 034	43 512
Endring resultatreserve	-117	704	1 009	-1 081	-1 756	-4 990	5 821	6 283
Estimatavvik pensjon e. skatt	-20 081	-10 464	21 511	-19 994	8 148	503	-7 648	694
Sikringseffekter	-6 062	-706	2 464	-4 984	2 433	1 370	787	6 325
Totalresultat	-7 466	23 763	55 489	-16 169	69 582	66 795	68 994	56 814

Tabell 5-1 - Rapportert resultatregnskap i analyseperioden

Resultatet over viser rapportert resultat for perioden vi skal analysere. Vi inkluderer 2011 i oppstillingen da vi trenger tall fra dette året senere i analysen. Gyldendal hadde frem til 2014 ført deres andeler i felleskontrollert virksomhet etter brutto metoden. I 2014 endret de til egenkapitalmetoden ved innføring av IFRS 11 for felleskontrollert innretninger. De rapporterte i årsrapporten for 2014 endringene dette medførte for 2013 regnskapet, men ikke tidligere. Vi vil derfor i videre analyse hensynta at omsetning og kostnadene i 2011 og 2012 er høyere grunnet endring i regnskapsprinsipp. Dette påvirker ikke resultatene.

Gyldendal hadde i analyseperioden positive drift- og årsresultat. Totalresultatet var i 2011 og 2014 negativt grunnet større estimatavvik på pensjon. Omsetningen har utviklet seg positivt i analyseperioden etter bruttometoden som vist under.

Gyldendal - Bruttometoden	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018
Omsetning	1 710	1 872	1 932	1 950	2 059	2 033	2 060	2 151
EBITDA	118	145	142	122	182	184	184	166
EBIT	42	67	57	32	97	101	101	71
EBT	27	49	41	14	84	93	91	59
Årsresultat	18	34	31	10	61	70	70	44

Tabell 5-2 - Oversikt over utvikling etter bruttometoden

5.2.2 Rapportert balanse

Alle tall i 1000 NOK								
Balanse for konsernet	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Immaterielle eiendeler	190 563	182 282	203 218	197 959	190 396	194 233	274 587	268 407
Driftsløsører, inventar og lignende	173 017	199 563	149 689	135 256	122 366	122 139	119 448	108 763
Bygninger, tomter og annen fast eiendom	214 310	205 769	196 970	188 679	180 180	171 836	172 041	164 615
Investering i datterselskap	-		175 150	144 310	123 582	111 516	101 018	89 433
Investering i tilknyttede selskap	8 775	49 751	35 411	32 006	4 386	3 162	3 065	2 801
Investering i aksjer og andeler	107	76	212	76	76	76	76	76
Obligasjoner og andre fordringer	235 742	221 234	2 030	2 034	1 092	681	0	0
Sum anleggsmidler	822 514	858 675	762 680	700 320	622 078	603 643	670 235	634 095
Varer	261 022	265 048	264 231	283 567	263 408	278 885	316 843	362 737
Kundefordringer	80 960	92 438	164 880	136 340	140 706	151 047	152 226	134 624
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	24 491	25 195	26 205	23 658	17 648	12 659	18 480	24 763
Andel omløpsmidler i FKV	206 503	202 468						
Kontanter og kontantekvivalenter	114 935	117 447	74 091	186 202	358 827	356 297	335 808	295 009
Sum omløpsmidler	687 911	702 596	529 407	629 767	780 589	798 888	823 357	817 133
SUM EIENDELER	1 510 425	1 561 271	1 292 087	1 330 087	1 402 667	1 402 531	1 493 592	1 451 228
Egenkapital	570 608	586 298	625 644	593 332	653 690	704 546	757 390	798 053
Sum egenkapital	570 608	586 298	625 644	593 332	653 690	704 546	757 390	798 053
Pensjonsforpliktelser	105 113	114 437	86 794	109 193	98 857	92 004	92 416	88 486
Utsatt skatt	13 299	6 125	13 750	7 197	6 042	7 053	8 804	8 090
Langsiktig rentebærende gjeld	155 000	145 000	135 000	185 000	175 000	115 000	105 000	0
Andre forpliktelser	5 038	5 289	2 947	10 916	10 458	8 631	7 595	5 441
Øvrig langsiktig gjeld	129 163	125 760	0					
Sum langsiktig gjeld	407 613	396 611	238 491	312 306	290 357	222 688	213 815	102 017
Kortsiktig rentebærende gjeld	18 333	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	0
Leverandørgjeld	139 139	146 132	161 648	152 537	150 538	150 995	208 432	215 021
Skyldige offentlige avgifter	35 403	51 842	46 492	44 824	45 038	49 317	56 033	54 704
Konserngjeld (Kortsiktig)	156 045	135 043	0	0	0	0	0	0
Betalbar skatt	0	16 463	6 983	1 152	19 260	15 408	10 784	10 864
Annen kortsiktig gjeld	183 282	218 882	202 830	215 936	233 784	249 577	237 138	270 568
Sum kortsiktig gjeld	532 202	578 362	427 953	424 449	458 620	475 297	522 387	551 157
Sum gjeld	939 815	974 973	666 444	736 755	748 977	697 985	736 202	653 174
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	1 510 423	1 561 271	1 292 088	1 330 087	1 402 667	1 402 531	1 493 592	1 451 227

Tabell 5-3 - Rapportert balanse i analyseperioden

Balansen påvirkes også av endringen i regnskapsprinsipp. Dette ser vi av at balansen er høyere for årene 2011 og 2012 da felleskontrollert innretning var ført etter bruttometoden. Ellers ser vi at Gyldendal har økt egenkapitalen sin fra 570 millioner til 798 millioner ved utgangen av 2018. De har også betalt ned alt av rentebærende gjeld.

5.2.3 Endring i egenkapital

Endring i EK	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018
Egenkapital 01.01	570 608	586 298	625 644	593 332	653 690	704 546	757 390
Totalresultat	23 763	55 489	-16 169	69 582	66 795	68 994	56 814
Betalt utbytte	-8 074	-16 144	-16 144	-9 225	-16 144	-16 150	-16 150
Salg av egne aksjer					205		
Egenkapital 31.12	586 298	625 644	593 332	653 690	704 546	757 390	798 053

Tabell 5-4 - Endring i EK i analyseperioden

Egenkapitalen i Gyldendal har som nevnt økt betydelig i løpet av analyseperioden. Vi ser også at de har stabilt betalt ut utbytte hvert år, og ser ut til å ha ett normalutbytte på rundt 16 millioner.

5.2.4 Trailing årsregnskap 2019

Det siste årsregnskapet som foreligger fra Gyldendal ASA, er fra 2018. Når vi skriver dette, er vi kommet inn i siste kvartal av 2019. Årsregnskapet fra 2018 er da relativt gammel informasjon og for å kunne danne oss et bedre verdigrunnlag så trenger vi et regnskap som er nærmer dags dato. For å gjøre dette så utfører vi en trailing. Det vil si at vi lager et estimat på årets regnskap basert på fjorårets årsregnskap i tillegg til kvartalsrapportene som er rapportert hittil i år. Gyldendal er børsnoterte og dermed pliktige å utarbeide kvartalsrapporter jf. IAS 34. Vi har per nå kun halvårsrapporten til Gyldendal altså den samlede rapporten for første og andre kvartal. Vi utarbeider derfor trailingregnskap basert på årsregnskapet fra 2018 og halvårsrapporten fra 2019. Balansen blir basert på halvårsrapporten for 2019.

$$\text{Trailing 2019} = Q_1 + Q_2 + Q_{3(t-1)} + Q_{4(t-1)}$$

Formel 5-1 - Formel for trailing basert på kvartalstall

Vi ser av formelen over at vi bruker tallene for de to første kvartalene i 2019 og for de to siste kvartalene så bruker vi tall fra 2018. Vi kommer i tillegg til å vekstjustere tallene vi kommer frem til med utgangspunkt i utviklingen i kvartalstallene fra i år. Eventuell ekstrem vekst bør også overstyres siden vekst er tilbakevendende til gjennomsnittet ifølge Palepu et al. (2013).

Forlagsbransjen er også litt spesiell med tanke på at ofte så kommer store deler av omsetningen på høsten. Et anslag er at omtrent 2/3 deler av omsetningen til bransjen kommer andre halvår. I motsetning til metoden ovenfor så gjelder det andre prinsipper for unormale poster når vi skal traile. Unormale poster er unormale engangsposter, og ikke forventet skal å gjenta seg. Det beste estimatet vi da har på årets unormale poster er de unormale postene i årets kvartalstall.

Før vi kan estimere skattekostnaden så begynner vi med å finne driftsskattesatsen. Dette gjør vi ved å trekke ut skatten på finansresultatet fra total skattekostnad og dele det på driftsresultatet. Videre estimerer vi skattekostnaden med utgangspunkt i driftsresultat, finansinntekter og unormalt finansresultat for deretter å nedjustere med finanskostnadene. I Norge var selskapsskattesatsen for 2018 på 23%, og i 2019 er den redusert til 22%. Skattesatsen på finansinntekter blir lavere enn den generelle selskapssatsen. Det skyldes at norske selskaper er omfattet av fritaksmetoden etter § 2-38 i skatteloven. Denne sier at alle utbytter og kursgevinster som selskapet som eier mottar eller opptjener etter fritaksmetoden er fritatt for skatt. Dette gjør at en god del av finansinntektene ikke er skattepliktig og dette gjør at skatten på finansinntekter blir redusert. Hvor mye satsen skal reduseres med avhenger av hva finansinntektene består av. I følge Knivsflå (2018) kan en

tommelfingerregel på at 2/3 del av finansinntektene er skattepliktig brukes. Dette gir en skattesats på 17% som beste estimat på effektiv skattesats på finansinntektene for analyseperioden. Vi vil bruke denne videre da vi ikke har noe mer informasjon om hvor mye av finansinntektene som er skattepliktige og ikke.

$$dss = \frac{\text{Normal skattekostnad} - \text{skatt på finansresultat}}{\text{Driftsresultat}}$$

Formel 5-2 - Formel for beregning av driftsskattesats

Estimatet på driftsskattesatsen for trailingen i 2019 må gjøres basert på driftsskattesatsen for hele 2018 og de to første kvartalene av 2019. Estimatet for hele 2019 blir da at vi vektlegger 2018 med 50% og første halvår 2019 med 50%. Den estimerte driftsskattesatsen blir da 26,31%. Vi bruker videre fremgangsmåten under for å beregne skattekostnaden i trailingen.

$$dss = \text{driftsskattesatsen}$$

$$fis = \text{effektiv skattesats på finansinntektene}$$

$$fgs = \text{effektiv skattesats på finanskostnadene}$$

$$\text{Skattekostnad} = dss * \text{driftsresultat} + fis * (FI + UFR) - fgs * FK$$

Formel 5-3 - Formel for dekomponering av skattekostnad

Ved utarbeiding av trailingen av resultatregnskapet så tar vi utgangspunkt i de fire siste kjente kvartalsrapportene. Når det kommer til trailingbalansen så bruker vi andre kvartal for 2019 som beste estimat på balansen (Knivsfå, 2019, F3, s.47)

5.3 Omgruppering for analyse

I følge Knivsfå (2018) består omgruppering av regnskapet om fire steg:

- **Steg 1:** Identifisering av fullstendig nettoresultat
- **Steg 2:** Fordel fullstendig nettoresultat
- **Steg 3:** Identifiserer normale og unormale poster
- **Steg 4:** Fordeling av skattekostnaden

Steg 1: Identifisere det fullstendige resultatet

Det første steget i omgruppering er å identifisere det fullstendige nettoresultatet. Gyldendal fører regnskapet etter IFRS som sier at alle inntekter og kostnader skal resultatføres. Det kan derimot være unntak fra dette og det skal føres under OCI. OCI er «Other comprehensive income» som vi videre vil kalle for «Annet fullstendig resultat» (AFR). Det er også noen få inntekter og kostnader som føres direkte mot egenkapitalen. Dette er et brudd på kongruensprinsippet som sier at alle endringer i EK skal resultatføres. Unntaket er egenkapitaltransaksjon og emisjonskostnader. Slike

poster går under «Dirty Surplus» (DSP). I vår analyse av Gyldendal har vi ikke funnet noen slike føringer. Fullstendig nettoresultat kan illustreres ved formelen;

$$FNR = \text{Rapportert årsresultat} + \text{Annet fullstendig resultat} + \text{dirty surplus}$$

Formel 5-4 - Formel for beregning av fullstendig netto resultat

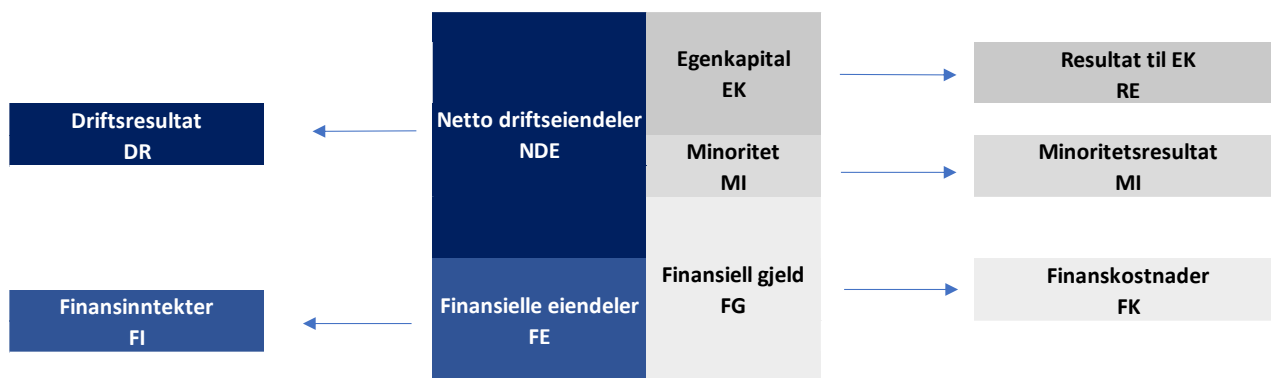
Fullstendig nettoresultat		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Åresresultat til majoritet	ÅRE	34 229	30 504	9 871	60 756	69 912	70 034	43 512	60 956
Andre driftsrelaterte resultatelement	DAFR	-11 170	23 976	-24 978	10 582	1 873	-6 861	7 019	-
Andre finansielle resultatelement	FAFR	704	1 009	-1 081	-1 756	-4 990	5 821	6 283	370
Rapportert totalresultat		23 763	55 489	-16 187	69 582	66 795	68 994	56 814	61 326
Driftsrelatert "dirty surplus"	DDSP	-	-	-	-	-	-	-	-
Finansielt "dirty surplus"	FDSP	-	-	-	-	-	-	-	-
Fullstendig nettoresultat	FNR	23 763	55 489	-16 187	69 582	66 795	68 994	56 814	61 326

Tabell 5-5 - Beregning av fullstendig nettoresultat

Steg 2: Fordel fullstendig nettoresultat

For å belyse verdiskapningen i Gyldendal ASA på best mulig måte så kan vi fordele det fullstendige nettoresultatet ut på de ulike kapitalene. Vi har her fordelt FNR inn på driftsrelaterte og finansielle poster for å få et klart bilde over hvor resultatet kommer fra.

Vi ser at stort sett alt som blir tilført resultatet er fra driften i Gyldendal og driftstilknyttede selskaper. Penman (2013, s.250) anser det som formålstjenlig å dele tilknyttede selskaper opp i en driftsdel og finansiell del. I Gyldendal sitt tilfelle er dette selskaper som driver distribusjon, lyd bøker, innkjøp og bokhandel. Alt dette har vi ansett som en del av drift.



Figur 5-2 - Figur over fordeling av resultat til tilhørende balansepost

Figur 5-2 illustrerer sammenhengen mellom de fordelte resultatene og de forskjellige kapitalene i balansen. Ved å skille mellom hva som er driftsrelatert og finans sikrer vi at resultat og balanse henger sammen. For eksempel er finanskostnadene knyttet sammen med finansiell gjeld i balansen.

Fullstendig driftsresultat		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Driftsinntekter	DI	1 872 194	1 638 508	1 677 569	1 812 675	1 814 686	1 848 356	1 965 149	2 055 066
Driftskostnader	DK	-1 805 180	-1 602 519	-1 649 091	-1 728 032	-1 731 444	-1 757 589	-1 894 239	-1 952 213
Driftsresultat fra egen virksomhet	DR	67 014	35 989	28 478	84 643	83 242	90 767	70 910	102 853
Resultat fra driftstilnyttet virksomhet	DI	-4 339	-788	543	9 231	14 861	8 246	222	299
Driftsrelatert annet fullstendig resultat	DAFR	-11 170	23 976	-24 978	10 582	1 873	-6 861	7 019	-
Driftrelatert "Dirty Surplus"	DDSP	-	-	-	-	-	-	-	-
Fullstendig driftsresultat før skatt	FDR	51 505	59 177	4 044	104 456	99 976	92 152	78 151	103 152

Tabell 5-6 - Beregning av fullstendig driftsresultat

Vi har også en post som heter driftsrelatert annet fullstendig resultat (DAFR). Det som hovedsakelig inngår i denne posten er estimatavvik på pensjon, feilføringer fra tidligere år og endringer i utsatt skatt. Gyldendal har ingen driftsrelatert dirty surplus i analyseperioden. Dirty surplus er direkteføringer mot egenkapitalen og kan for eksempel være kostnader ved emisjon.

Fullstendig finansresultat		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Finansinntekt	FI	-1 866	11 577	-4 531	-3 293	-333	-3 014	-1 532	1 054
Finanskostnad	FK	-11 387	-8 007	-8 192	-8 495	-6 738	-4 844	-10 873	-20 531
Resultat fra diskontinuert virksomhet	FI	-	-	-	-	-	-	-	-
Finansielt annet fullstendig resultat	FAFR	704	1 009	-1 081	-1 756	-4 990	5 821	6 283	370
Finansielt "Dirty Surplus"	FDSP	-	-	-	-	-	-	-	-
Fullstendig finansresultat før skatt	FFR	-12 549	4 579	-13 803	-13 544	-12 061	-2 037	-6 122	-19 107

Tabell 5-7 - Beregning av fullstendig finansresultat

Steg 3: Identifisere normale og unormale poster

Nå er det fullstendige nettoresultat delt inn i en driftsdel og en finansiell del. Neste steg er da å skille mellom normale og unormale poster. Dette er sentralt fordi det er viktig å vite om grunnlaget for inntekter og kostnader, da det gir bedre forutsetning til å estimere framtidige resultater.

Knivsfå (2018) har definisjoner på hva som anses som en normal og en unormal post. Normale poster er poster som er typiske og forventet å komme tilbake periode etter periode. De er altså forventet å være varige og stabile gitt lik markedsituasjon. Disse postene er altså med å skape en trend og legger grunnlag for å estimere framtidige resultater. Typiske normale poster er driftsinntekter, driftskostnader og finanskostnader. En unormal post er en post som ikke forventes å komme tilbake år etter år. Knivsfå (2018) definerer det som poster som bare virker på en eller et fåtall av perioder. De er da lite relevant for fremtiden og er lite relevant for å estimere framtidige resultater. Typiske poster som anses som unormale er nedskrivninger og endringer i verdi på finansielle anleggsmidler.

Det er ikke problemfritt å skille mellom normale og unormale poster i et regnskap. Børsnoterte selskaper sine rapporter er rimelig informative, men ikke informative nok til å identifisere alt som er unormalt. Det samme gjelder finansregnskapene som ikke-børsnoterte selskaper levere inn til Brønnøysundregistrene. Et annet problem med å skille unormale og normale poster er at ledelsen kan ha incentiver til å merke normale kostnader som unormale og unormale inntekter som normale. Det kan gi et feilaktig bilde resultatet.

Unormalt driftsresultat	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Driftsrelatert resultatandel FKV	-	-	-	-	-	-	-	-
Nettoresultat tilknyttet selskap/FKV - unori	-	-11 185	-	-2 247	-	-	-	-
Andre driftsrelaterte resultatelement	-11 170	23 976	-24 978	10 582	1 873	-6 861	7 019	-
Driftsrelatert "dirty surplus"	-	-	-	-	-	-	-	-
Unormalt driftsresultat	-10 887	13 110	-24 686	8 465	1 958	-8 840	6 969	-

Tabell 5-8 - Beregning av unormalt driftsresultat

Unormalt finansresultat	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Unormalt finansresultat	-3 920	11 507	-6 063	-5 594	-2 600	-4 766	-2 418	101
Resultat fra dikontinuerlig virksomhet								
Andre finansielle resultatelement	704	1 009	-1 081	-1 756	-4 990	5 821	6 283	370
Finansielt "Dirty Surplus"	-	-	-	-	-	-	-	-
Unormalt finansresultat	-3 216	12 516	-7 143	-7 350	-7 590	1 055	3 865	471

Tabell 5-9 - Beregning av unormalt finansresultat

Steg 4: Fordeling av skattekostnaden

Det siste steget i omgrupperingen er å fordele skattekostnaden. Vi tar utgangspunkt i den normale selskapsskatten i Norge som i perioden har vært ca. 25,5% i snitt. Skatten kan nå fordeles ut på de ulike kapitalene som vi har funnet så langt. Skatten kan fordeles på både unormale og normale drifts- og finansresultat. Grunnen til at vi gjør dette er for å få et mest mulig riktig nettoresultat. Når dette er gjort kan vi fordele de ulike nettoresultatene videre ut på de ulike kapitalene i balansen.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Snitt
Selskapsskattesats	28 %	28 %	27 %	27 %	25 %	24 %	23 %	22 %	25,500 %

Tabell 5-10 - Oversikt over selskapsskattesats i analyseperioden

De siste årene har selskapsskatten i Norge forandret seg en del ganger. I 2012 og 2013 var skattesatsen 28%. Den gikk ned til 27% i 2014 og har gått videre nedover til 22% i 2019. Skattesatsen på finansinntekter er som nevnt tidligere lavere enn den alminnelige skattesatsen. På grunn av fritaksmetoden i skatteloven jf. 2-38, så er gevinster på investeringer i aksjer fritatt for skatt. Andre finansinntekter er skattepliktige, og det gjør at skattesatsen ligger ett sted mellom 0% og den alminnelige skattesatsen. I følge Knivsflå (2018) er en tommelfingerregel at 2/3 av den alminnelige skattesatsen kan brukes. Dette gir en effektiv finansinntektsskattesats på 17% i analyseperioden.

$$dss = \frac{NSK - f_{iss} * FI - u_{frss} * UFR + f_{kss} * FK}{DR + UDR} = \frac{\text{Driftsskattekostnad}}{\text{Driftsresultat før skatt}}$$

Formel 5-5 - Formel for beregning av driftsskattesats

Driftsskattesats (dss)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Snitt (ndss)
Formel	27,90 %	23,73 %	33,04 %	28,57 %	27,46 %	25,11 %	25,35 %	26,31 %	27,19 %

Tabell 5-11 - Beregning av driftsskattesats i analyseperioden

Vi ser av formelen at når vi trekker ut alle finansielle skatteelementer så sitter vi igjen med estimatet for driftsskattesatsen. Den gjennomsnittlige driftsskattesatsen er selskapet sin normaliserte skattesats. Vi ser av tabell 5-11 at denne er 27,19%. Denne brukes til å skattlegge driftsresultatet i egen virksomhet. Det unormale driftsresultatet og den unormale skatten på normalt driftsresultat blir skattlagt med driftsskattesatsen for hvert enkelt år. Det er i notene til Gyldendal ikke opplyst om unormal skattekostnaden for analyseperioden.

Fordeling av skattekostnad	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Normal driftsskattekostnad	-18 132	-9 705	-7 707	-22 988	-23 168	-24 689	-20 424	-27 961
Skatt på finansinntekt	-349	-12	-260	-391	-385	-298	-151	-179
Skatt på finanskostnad	3 188	2 242	2 212	2 294	1 685	1 163	2 501	4 539
Skatt på unormal driftsresultat	-89	-69	-43	-24	544	13	1 069	-
Unormal skatt på normalt drift	-478	1 233	-1 660	-1 171	-237	1 881	1 379	900
Skatt på unormal finansresultat	666	-1 956	1 031	951	442	810	411	-17
Unormal skatt	-	-	-	-	-	-	-	-
Rapportert skattekostnad	-15 193	-8 267	-6 428	-21 330	-21 120	-21 121	-15 215	-22 719

Tabell 5-12 - Fordeling av skattekostnad på resultatene

Etter at skatten er beregnet og fordelt kan vi omgruppere resultatregnskapet, som vist nedenfor.

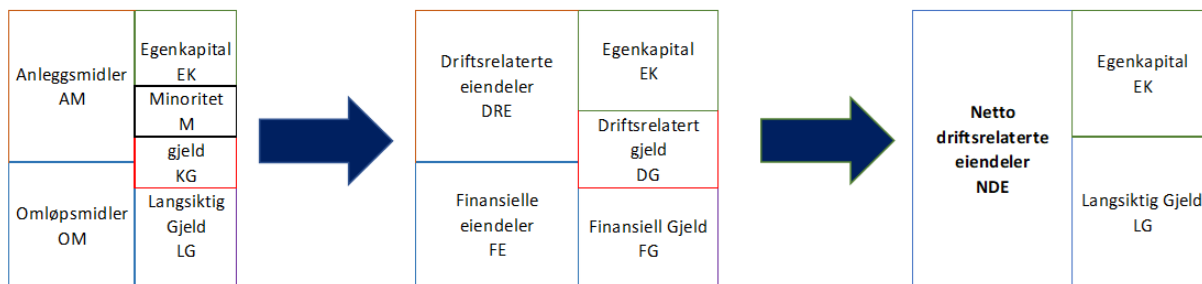
Her er resultatet fordelt etter de forskjellige kapitalene de stammer fra.

Omgruppert resultatregnskap	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Driftsinntekter	1 871 875	1 638 216	1 677 439	1 812 590	1 814 531	1 848 356	1 965 149	2 055 066
Varekostnad	-909 711	-741 072	-769 111	-826 648	-821 886	-843 122	-857 684	-883 859
Lønnskostnader	-476 475	-427 847	-431 800	-447 723	-455 395	-474 436	-516 140	-551 687
Andre driftskostnader	-340 790	-367 959	-378 048	-388 579	-387 075	-373 927	-442 319	-297 728
Avskrivninger	-78 204	-65 641	-70 132	-65 082	-64 954	-66 054	-73 878	-218 939
Driftsresultat fra egen virksomhet	66 695	35 697	28 348	84 558	85 221	90 817	75 128	102 853
Driftsrelatert skattekostnad	-18 132	-9 705	-7 707	-22 988	-23 168	-24 689	-20 424	-27 961
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	48 563	25 992	20 641	61 570	62 053	66 128	54 704	74 892
Netto driftsresultat fra driftstilknnyttede virksomheter	-4 339	10 397	543	11 478	14 861	8 246	222	299
Netto driftsresultat	44 224	36 389	21 184	73 048	76 914	74 374	54 926	75 191
Netto finansinntekt	1 705	59	1 271	1 910	1 882	1 454	735	875
Nettoresultat til sysselsatt kapital	45 929	36 448	22 456	74 958	78 796	75 828	55 661	76 065
Netto finanskostnad	-8 199	-5 765	-5 980	-6 201	-5 054	-3 681	-8 372	-16 093
Netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-	-	-
Normal nettoresultat til egenkapital	37 731	30 683	16 476	68 757	73 742	72 146	47 289	59 972
Unormalt netto driftsresultat	-11 418	14 247	-26 550	7 224	201	-5 018	5 249	900
Unormalt netto finansresultat	-2 550	10 560	-6 112	-6 399	-7 148	1 865	4 276	454
Unormalt netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-	-	-
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	23 763	55 489	-16 187	69 582	66 795	68 994	56 814	61 326
Netto betalt utbytte	-8 074	-16 144	-16 144	-9 225	-16 144	-16 150	-16 150	-
Endring i egenkapital	15 689	39 346	-32 331	60 358	50 651	52 844	40 665	61 326

Tabell 5-13 - Omgruppert resultatregnskap

5.3.1 Omgruppering av balanse

I likhet med resultatregnskapet så må vi omgruppere balansen fra en kreditororientert balanse til en investororientert balanse. IFRS er en balanseorientert regnskapsform hvor eiendelene er presentert etter likviditet mens gjelden står rangert etter forfall. Dette er ideelt ved risikoanalyse, men lite formålstjenlig for en investor som ønsker kaste lys over drivere selskapet. I figur 5-3 så har vi illustrert en rapportert balanse etter IFRS og vist hvordan vi ønsker en investororientert balanse skal se ut.



Figur 5-3 - Oversikt over omgruppering av balanse for analyseformål

Vi presenterer omgruppert balanse først før vi gjennomgår vurderinger som er gjort. Første steget er å skille mellom det som i balansen er driftsrelatert og det som er finansielt, som vist under. Vi inkluderer trailing balansen for 2019. Da Gyldendal, og bokbransjen ellers, har mesteparten av omsetningen og nesten alt av resultat i andre halvår vil egenkapitalen i trailingbalansen gå ned. Kontantbeholdningen er også sterkt redusert i trailingbalansen.

Totalbalanse	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Immaterielle eiendeler	190 563	182 282	203 218	197 959	190 396	194 233	274 587	268 407	274 497
Driftsløsører, inventar og lignende	173 017	199 563	149 689	135 256	122 366	122 139	119 448	108 763	104 466
Bygninger, tomter og annen fast eiendom	214 310	205 769	196 970	188 679	180 180	171 836	172 041	164 615	160 885
Investerings i datterselskap	-	-	175 150	144 310	123 582	111 516	101 018	89 433	74 072
Investerings i tilknyttede selskap	8 775	49 751	35 411	32 006	4 386	3 162	3 065	2 801	2 864
Obligasjoner og andre fordringer	235 742	221 234	2 030	2 034	1 092	681	-	-	-
Leierett	-	-	-	-	-	-	-	-	494 128
Driftsrelaterte anleggsmidler	822 407	858 599	762 468	700 244	622 002	603 567	670 159	634 019	1 110 912
Varer	261 022	265 048	264 231	283 567	263 408	278 885	316 843	362 737	392 127
Kundefordringer	80 960	92 438	164 880	136 340	140 706	151 047	152 226	134 624	102 920
Omløpsmidler i FKV	206 503	202 468	-	-	-	-	-	-	-
Driftsrelaterte omløpsmidler	548 485	559 954	429 111	419 907	404 114	429 932	469 069	497 361	495 027
Driftseiendeler	1 370 892	1 418 553	1 191 579	1 120 151	1 026 116	1 033 499	1 139 228	1 131 380	1 605 939
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	107	76	212	76	76	76	76	76	76
Finansielle anleggsmidler	107	76	212	76	76	76	76	76	76
Finansielle eiendeler / aksjer m.v.	24 491	25 195	26 205	23 658	17 648	12 659	18 480	24 763	25 133
Kontanter og kontantekvivalenter	114 935	117 447	74 091	186 202	358 827	356 297	335 808	295 009	14 709
Finansielle omløpsmidler	139 426	142 642	100 296	209 860	376 475	368 956	354 288	319 772	39 842
Finansielle eiendeler	139 533	142 718	100 508	209 936	376 551	369 032	354 364	319 848	39 918
EIENDELER	1 510 425	1 561 271	1 292 087	1 330 087	1 402 667	1 402 531	1 493 592	1 451 228	1 645 857
Egenkapital	570 608	586 298	625 644	593 332	653 690	704 546	757 390	798 053	697 217
Egenkapital konsernet	570 608	586 298	625 644	593 332	653 690	704 546	757 390	798 053	697 217
Utsatt skatt	13 299	6 125	13 750	7 197	6 042	7 053	8 804	8 090	4 972
Pensjonsforpliktelse	105 113	114 437	86 794	109 193	98 857	92 004	92 416	88 486	88 755
Andre forpliktelse	5 038	5 289	2 947	10 916	10 458	8 631	7 595	5 441	-
Langsiktig driftsrelatert gjeld	123 450	125 851	103 491	127 306	115 357	107 688	108 815	102 017	93 727
Leverandørgjeld	139 139	146 132	161 648	152 537	150 538	150 995	208 432	215 021	120 996
Betalbar skatt	-	16 463	6 983	1 152	19 260	15 408	10 784	10 864	-
Skyldige offentlige avgifter	35 403	51 842	46 492	44 824	45 038	49 317	56 033	54 704	34 409
Annen kortsiktig gjeld	339 327	353 925	202 830	215 936	233 784	249 577	237 138	270 568	201 612
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	513 869	568 362	417 953	414 449	448 620	465 297	512 387	551 157	357 017
Driftsrelatert gjeld	637 319	694 213	521 444	541 755	563 977	572 985	621 202	653 174	450 744
Langsiktig rentebærende gjeld	155 000	145 000	135 000	185 000	175 000	115 000	105 000	-	-
Øvrig langsiktig gjeld	129 163	125 760	-	-	-	-	-	-	367 770
Kortsiktig rentebærende gjeld	18 333	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	-	130 125
Finansiell gjeld	302 496	280 760	145 000	195 000	185 000	125 000	115 000	-	497 895
EGENKAPITAL OG GJELD	1 510 425	1 561 271	1 292 088	1 330 087	1 402 667	1 402 531	1 493 592	1 451 227	1 645 856

Tabell 5-14 - Totalbalanse for Gyldendal i analyseperioden

I en forenklet oppstilling blir dette seende ut som i tabell 5-15.

Totalbalanse		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	822 407	858 599	762 468	700 244	622 002	603 567	670 159	634 019	1 110 912
Driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	548 485	559 954	429 111	419 907	404 114	429 932	469 069	497 361	495 027
Driftsrelaterte eiendler	DE	1 370 892	1 418 553	1 191 579	1 120 151	1 026 116	1 033 499	1 139 228	1 131 380	1 605 939
Finansielle anleggsmidler	FAM	107	76	212	76	76	76	76	76	76
Finansielle omløpsmidler	FOM	139 426	142 642	100 296	209 860	376 475	368 956	354 288	319 772	39 842
Finansielle eiendeler	FE	139 533	142 718	100 508	209 936	376 551	369 032	354 364	319 848	39 918
TOTALE EIENDELER	TE	1 510 425	1 561 271	1 292 087	1 330 087	1 402 667	1 402 531	1 493 592	1 451 228	1 645 857
Egenkapital	EK	570 608	586 298	625 644	593 332	653 690	704 546	757 390	798 053	697 217
Minoritetsinteresser	MI	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	123 450	125 851	103 491	127 306	115 357	107 688	108 815	102 017	93 727
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	513 869	568 362	417 953	414 449	448 620	465 297	512 387	551 157	357 017
Driftsrelatert gjeld	DG	637 319	694 213	521 444	541 755	563 977	572 985	621 202	653 174	450 744
Langsiktig finansiell gjeld	LFG	284 163	270 760	135 000	185 000	175 000	115 000	105 000	-	367 770
Kortsiktig finansiell gjeld	KFG	18 333	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	-	130 125
Finansiell gjeld	FG	302 496	280 760	145 000	195 000	185 000	125 000	115 000	-	497 895
TOTALKAPITAL	TK	1 510 423	1 561 271	1 292 088	1 330 087	1 402 667	1 402 531	1 493 592	1 451 227	1 645 856

Tabell 5-15 - Forenklet oppstilling av balansen

Siste steget i omgrupperingen av balansen er å legge driftsrelatert gjeld over til driftsrelaterte eiendeler, slik at vi får netto driftseiendeler på ene siden og egenkapital og finansiell gjeld på andre.

Sysselsatt kapital - balanse	SSK	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	698 957	732 748	658 977	572 938	506 645	495 879	561 344	532 002	1 017 185
Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	34 616	-8 408	11 158	5 458	-44 506	-35 365	-43 318	-53 796	138 010
Netto driftseiendeler	NDE	733 573	724 340	670 135	578 396	462 139	460 514	518 026	478 206	1 155 195
Finansielle eiendler	FE	139 533	142 718	100 508	209 936	376 551	369 032	354 364	319 848	39 918
Sysselsatte eiendeler	SSE	873 106	867 058	770 643	788 332	838 690	829 546	872 390	798 054	1 195 113
Egenkapital	EK	570 608	586 298	625 644	593 332	653 690	704 546	757 390	798 053	697 217
Minoritetsinteresser	MI									
Finansiell gjeld	FG	302 496	280 760	145 000	195 000	185 000	125 000	115 000	-	497 895
Sysselsatt kapital	SSK	873 104	867 058	770 644	788 332	838 690	829 546	872 390	798 053	1 195 112

Tabell 5-16 - Oversikt over sysselsatt kapital i balansen

I tabell 5-17 så har vi vist endringer i egenkapital i analyseperioden og i trailingåret. For at endringen i egenkapitalen skal gå opp i 2019T så må vi trekke ut igjen det estimerte totalresultat for 3. og 4. kvartal av 2019. Vi har kun gått ut ifra halvårsrapporten til Gyldendal når vi har trailet 2019 noe som tilsier at det er kun er det opptjente resultatet den 30.06.2019 som skal inngå i den balanseførte egenkapitalen i trailing balansen. Det estimerte totalresultatet for 3. og 4.kvartal klassifiserer vi som «dirty surplus» som vil si at vi fører det direkte mot egenkapitalen (Knivsflå, 2019, F3, s.78).

Endring i EK	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2019T
Egenkapital 01.01	570 608	586 298	625 644	593 332	653 690	704 546	757 390	798 054
Totalresultat	23 763	55 489	-16 169	69 582	66 795	68 994	56 814	61 326
Betalt utbytte	-8 074	-16 144	-16 144	-9 225	-16 144	-16 150	-16 150	-16 150
Salg av egne aksjer					205			
Driftsrelatert "dirty surplus"								-146 001
Finansielt "dirty surplus"								
Egenkapital 31.12	586 298	625 644	593 332	653 690	704 546	757 390	798 053	697 217

Tabell 5-17 - Endring i EK inkludert trailing

Det vi ser i 2019T er at balansen skiller seg veldig fra hvordan balansen ser ut etter en vanlig årsrapport er avlagt. I trailing balansen vår er det 95% mindre kontanter enn det vanligvis er i årsrapporten. Det er også 30% mindre fordringer enn det vanligvis er i årsrapportene. Til sammen så er omgruppert og justert balanse 22% mindre i trailing balansen enn i balansen fra årsrapporten i 2018. Vi velger derfor å se vekk i fra trailingen vår i den videre analysen i del 2 da dette vil påvirke analysene våre og gi et uriktig bilde. Vi ser det samme bildet i tidligere halvårsrapporter der balansen er vesentlig redusert grunnet dårlig resultat første halvår. Dette underbygges også av kommentarer fra ledelsen i halvårsrapporten om at omtrentlig to tredjedeler av omsetningen og hele resultatet kommer andre halvår. Vi har heller ikke en tilgjengelig kvartalsrapport for tredje kvartal som kan forbedre inntrykket.

Når balansen også er omgruppert, kan vi omgruppere kontantstrømmen. Den er presentert under. Vi ser at fri kontantstrøm til egenkapital tilsvarer netto utbetalt utbytte for årene.

Gyldendal		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Netto driftsresultat	<i>NDR</i>	49 866	23 534	20 476	80 968	64 468	68 929	56 477
Unormalt netto driftsresultat	<i>UNDR</i>	-17 059	27 101	-25 843	-697	12 647	427	3 698
Endring(økning) i netto driftseiendeler	<i>ΔNDE</i>	9 233	54 205	91 739	116 257	1 625	-57 512	39 820
Fri kontantstrøm fra drift	<i>FKD</i>	42 039	104 840	86 372	196 529	78 740	11 844	99 995
Netto finansinntekt	<i>NFI</i>	1 705	58	1 271	1 910	1 882	1 454	735
Unormal netto finansinntekt	<i>UNFR</i>	-2 550	10 560	-6 113	-6 399	-7 148	1 865	4 276
Endring i finansielle eiendeler	<i>ΔFE</i>	-3 185	42 210	-109 428	-166 615	7 519	14 668	34 516
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	<i>FKS</i>	38 010	157 668	-27 899	25 424	80 993	29 831	139 522
Netto finanskostnad	<i>NFK</i>	-8 199	-5 765	-5 980	-6 201	-5 054	-3 681	-8 372
Endring i finansiell gjeld	<i>ΔFG</i>	-21 736	-135 760	50 000	-10 000	-60 000	-10 000	-115 000
Fri kontantstrøm til egenkapital	<i>FKE</i>	8 074	16 144	16 144	9 225	15 940	16 150	16 150

Tabell 5-18 - Oversikt over omgruppert fri kontantstrøm

5.3.1.1 Eiendeler

Når vi omgrupperer balansen, må vi foreta en del vurderinger. Under gjennomgår vi hvilke vurderinger vi har gjort for de forskjellige balansepostene.

Anleggsmidler:

Anleggsmidler fra den rapporterte balansen er karakterisert som både driftsrelatert anleggsmiddel og finansielt anleggsmiddel i den omgrupperte balansen. Poster som vi har karakterisert som driftsrelatert anleggsmiddel er *immaterielle eiendeler, driftsløsøre, bygg, investeringer i aksjer, tilknyttede selskap og datterselskap, obligasjoner, fordringer og leiekraft*. Vi har valgt å plassere alle investeringer i tilknyttede selskaper og datterselskap under driftsrelaterte anleggsmidler. Dette er fordi vi vurderer at disse selskapene har drift av samme karakter som Gyldendal. Vi har heller ingen noteinformasjon om hva posten tomter og bygninger inneholder. Vi antar at det meste av dette er av driftsmessig karakter og at Gyldendalhuset på Sehesteds Plass i Oslo ligger i denne posten.

En post fra den rapporterte balansen er omgruppert som finansielt anleggsmiddel. Posten finansielle eiendeler holdt for salg er lagt under denne delen. Vi har ingen noteinformasjon om hva dette spesifikt er.

Omløpsmidler:

De fleste omløpsmidlene er driftsrelaterte i vår omgrupperte balanse. Varelager, kundefordringer og omløpsmidler i felleskontrollert virksomhet er driftsrelatert. Finansielle eiendeler og bankinnskudd er klassifisert som finansielle omløpsmidler. Dette gir mening intuitivt da resultatposten er finansinntekter.

5.3.1.2 Egenkapital og gjeld

Egenkapital:

Egenkapitalen blir ikke omklassifisert i den omgrupperte balansen, og er da helt lik den rapporterte. Egenkapitalen fungerer som kontrollpost når ved omgruppering av balansen slik at vi vet at alt stemmer.

Kortsiktig driftsrelatert gjeld:

Vi har klassifisert leverandørgjeld, betalbar skatt, skyldige offentlige avgifter og annen kortsiktig gjeld som kortsiktig driftsrelatert gjeld.

Langsiktig driftsrelatert gjeld:

Fra den rapporterte balansen så har vi klassifisert utsatt skatt, pensjonsforpliktelser og andre driftsrelatert forpliktelser som langsiktig driftsrelatert gjeld.

Finansiell gjeld:

Som finansiell gjeld så har vi klassifisert både kortsiktig og langsiktig rentebærende gjeld og annen finansiell gjeld under denne posten i den omgrupperte balansen.

5.4 Analyse av målefeil og justering

5.4.1 Målefeil – tre ulike typer

En sentral del av regnskapsanalysen er å analysere og sammenligne nøkkeltall mellom Gyldendal og bransjen. For at disse nøkkeltallene skal gi et mest mulig riktig bilde så må vi korrigere for eventuelle målefeil i regnskapstallene. Målefeil oppstår når de rapporterte regnskapstallene avviker fra de reelle tallene (Knivsflå, 2018). Da får vi også en rentabilitet som avviker fra den virkelige rentabiliteten. Vi skal nå kort presentere de tre ulike målefeilene som finnes. Målefeil kan dekomponeres slik;

$$\text{Målefeil} = (ekr^* - ekk) + (ekr_{GRS} - ekr^*) + (ekr - ekr_{GRS})$$

$$\text{Målefeil 1} = (ekr^* - ekk)$$

$$\text{Målefeil 2} = (ekr_{GRS} - ekr^*)$$

$$\text{Målefeil 3} = (ekr - ekr_{GRS})$$

Formel 5-6 - Formel for beregning av målefeil

Målefeil 1: Type 1 målefeil oppstår som følge av at det er avvik mellom «god» rentabilitetsmåling (ekr^*) og egenkapitalkravet (ekk). I følge Knivsflå (2018, F7, s.15) så er type 1 målefeil et mål på strategisk fordel og superrentabilitet. Dette er fordi en slik målefeil viser den underliggende avkastningen og er derfor en god målefeil. Målefeil 1 er da ikke gjenstand for justering.

Målefeil 2: Type 2 målefeil er en dårlig form for målefeil. Denne oppstår ved at egenkapitalrentabiliteten etter Norsk grunnleggende regnskapsskikk (ekr_{GRS}) avviker fra «god» regnskapsmåling (ekr^*) (Knivsflå, 2019, F7, s.43). Dette skjer fordi regnskapsreglene tillater dårlig rentabilitetsmåling. Grunnen til at dette oppstår er gjerne fordi at regnskapsreglene tillater at det føres en del poster direkte til kost i stedet for å aktivere det. Manglende balanseføring er altså den største grunnen til at type 2 målefeil oppstår. Konsekvensen av dette er at balansen blir undervurdert og det gir en overvurdert rentabilitetsmåling. Denne typen målefeil vil gi et feil bilde av lønnsomheten i et selskap og det skal etter beste evne justeres slik at det gis et mer riktig bilde på faktisk lønnsomhet.

Målefeil 3: Type 3 målefeil er den stygge formen for målefeil. Denne oppstår som følge av at rapportert egenkapitalrentabilitet (ekr) avviker fra egenkapitalrentabiliteten etter regnskapsreglene (ekr_{GRS}) (Knivsflå, 2019, F7, S.72). En slik målefeil oppstår altså når et selskap rapporterer noe annet enn det som er riktig etter regnskapsreglene. Dette er det vi kaller for kreativ regnskapsføring, og er ulovlig. Det kan også oppstå som følge av feil i regnskapsføringen. Slik feil er gjerne vanskelig å oppdage, men det finnes diagnostiske forholdstall som brukes for å gi en indikasjon på type 3 målefeil. Vi går ikke videre inn på dette.

5.4.2 Operasjonell leie

Den viktigste kilden til målefeil i Gyldendal sitt regnskap er manglende balanseføring av operasjonelle leieavtaler. Fra og med 01.01.2019 så skal alle selskaper som fører etter IFRS følge den nye IFRS-16-standarden som sier at alle leieforpliktelser skal balanseføres som en eiendel med en tilhørende gjeldspost. I resultatregnskapet skal den løpende leiebetalingen under andre driftskostnader erstattes med en avskrivingskomponent og en rentekomponent under finanskostnader. Tidligere så har det vært et skille mellom finansielle og operasjonelle leieavtaler. Da fulgte selskapene IAS 17 og denne tillot en del subjektive og skjønnsmessige vurderinger. Konsekvensen av dette ble ofte at mange leieavtaler ble betraktet som operasjonelle leieavtaler og ble derfor kostnadsført fortløpende. Nå skal altså alle selskaper som fører etter IFRS følge IFRS 16. Dette medfører at alle leieavtaler skal innregnes som en eiendel med en motstående gjeldsforpliktelse.

På grunn av IFRS 16 vil vi da justere regnskapet til Gyldendal med hensyn til ikke balanseførte leieavtaler. Ved å gjøre dette vil vi få et mer riktig bilde av rentabiliteten til selskapet. Vi vil også få bedre forutsetninger for å estimere framtidig inntjening. Det er også viktig å gjøre dette siden konsernet har mange leide butikklokaler gjennom bokhandlerkjeden ARK. I tabell 5-19 ser vi

konsernet sine kostnadsførte leiebetalinger i analyseperioden. I snitt så betaler de 145 MNOK i leie i året.

Gyldendal	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt:
Kostnadsført leie	132 244	135 312	149 308	169 997	148 834	133 469	145 946	145 016
Andre driftskostnader	340 790	354 782	378 048	388 579	387 075	373 927	442 319	380 789
Andel av ADK	39 %	38 %	39 %	44 %	38 %	36 %	33 %	38 %

Tabell 5-19 - Oversikt over kostnadsført leie i analyseperioden

Vi bruker Knivsflå (2019, F8, s. 67) sin metode for justering av leiekostnader. For å justere for leiekostnader så balanseføres *retten* til å leie et lokale som en eiendel. Motstående post blir kravet om å betale leie balanseført som en gjeldsforpliktelse. Vi forutsetter også at retten og kravet er i tilnærmet «steady state» og antas å være lik i perioden. Dette er for enkelthets skyld slik at det ikke blir noen endringer som har innvirkning på egenkapitalen.

Det første vi gjør er å beregne gjennomsnittlig leiekostnad for Gyldendal. Dette er vist i figuren ovenfor. Denne multipliseres med en kapitaliseringsfaktor (Knivsflå, 2019, F8, s. 67).

Kapitaliseringsfaktoren uttrykkes slik;

$$\text{Kapitaliseringsfaktor} = \frac{1}{r} - \frac{1}{r * (1 + r)^T}$$

$$r = \text{Gjennomsnittlig rente på rentebærende gjeld}, T = \text{Levetid på leieretten}$$

Formel 5-7 - Formel for beregning av kapitaliseringsfaktor

I tabell 5-20 ser vi en oversikt over rentebærende gjeld i konsernet i analyseperioden. Vi ser også hvor mye Gyldendal har brukt på finanskostnader. Dette forholdet gir en gjennomsnittlig effektiv rente på 5,54%, basert på finanskostnad delt på IB rentebærende gjeld. I årsrapportene til Gyldendal så har de opplyst om at renten på den rentebærende gjelden i snitt har ligget på 2,9% i perioden. Vi velger derfor å se vekk i fra våre egne beregninger og justerer derfor renten vi bruker ned til 3% siden dette mest sannsynlig ligger nærmere den reelle rentekostnaden.

Rentekostnad	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt:
Finanskostnad (FK)	11 387	8 366	8 192	8 495	6 738	4 844	10 873	
Finansiell Gjeld (FG)	177 333	155 000	145 000	195 000	185 000	125 000	115 000	
Rente (r)	6,42 %	5,40 %	5,65 %	4,36 %	3,64 %	3,88 %	9,45 %	5,54 %

Tabell 5-20 - Oversikt over rentebetalinger i analyseperioden

Det kan nemlig være annet enn kun rentekostnad i posten for finanskostnader som ikke nødvendigvis knytter seg direkte til den balanseførte rentebærende gjeld. Det er oppgitt i årsregnskapene at finansieringskostnaden gikk ned i 2015 grunnet lavere rente på den delen av gjelden som hadde flytende rente og at de hadde lavere rentekostnader på kassekreditten. Dette ser vi gjennom at de økte lånet med 50 millioner, men hadde nesten uendret finanskostnad. Eventuelle

urealiserte gevinster eller tap på fastrenteavtalen (rente-swap) er også trolig bokført som finanskostnad. Denne har trolig tap siden rentene har gått betraktelig ned siden den ble inngått. Dette synliggjøres i 2018 da de også hadde store finanskostnader, men betalte ned alt av rentebærende gjeld midtveis i året. Dette antas kommer fra kostnad med kassekreditt og urealisert tap på renteswapen.

Videre så må vi ta stilling til de levetiden på leieretten. Ifølge Gyldendal sine årsrapporter så ligger leietiden på gjennomsnittlig 3-5 år. Det er i tillegg opplyst om at mange av kontraktene inneholder opsjonsavtaler på ytterligere forlengelser. Vi velger å benytte oss av en levetid på 5 år da vi antar det som mest nærliggende at de fleste leieavtalene vil minimum strekke seg over en slik periode. Kapitaliseringsfaktoren blir da som følger;

$$\text{Kapitaliseringsfaktor} = \frac{1}{0,03} - \left(\frac{1}{(0,03 * (1 + 0,03)^5)} \right) = 4,58$$

Formel 5-8 - Formel for beregning av kapitaliseringsfaktor

Videre så multipliserer vi kapitaliseringsfaktoren med gjennomsnittlig leiekostnad i analyseperioden og får da et estimat på den inngående leieretten.

$$\text{Estimert leierett} = 4,58 * 145\text{MNOK} = 664\text{MNNOK}$$

Formel 5-9 - Beregning av leierett

Den estimerte inngående leieretten blir då på ca. 664MNOK. I tabell 5-12 ser vi hvordan balansejusteringen vil se ut.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Inngående leierett	664 130	664 130	664 130	664 130	664 130	664 130	664 130
+ Nye leieforpliktelser (leieutgift-rentekostnad)	112 902	112 902	112 902	112 902	112 902	112 902	112 902
-Avskrivning av leieretten	112 902	112 902	112 902	112 902	112 902	112 902	112 902
= Utgående leierett	664 130	664 130	664 130	664 130	664 130	664 130	664 130
Inngående leiekrav	664 130	664 130	664 130	664 130	664 130	664 130	664 130
+ Nye krav = leieutgift - leiekostnad	112 902	112 902	112 902	112 902	112 902	112 902	112 902
-Avdrag= Avskrivingskomponent	112 902	112 902	112 902	112 902	112 902	112 902	112 902
=Utgående leiekrav	664 130	664 130	664 130	664 130	664 130	664 130	664 130
Rente på leiekrevet	19 924	19 924	19 924	19 924	19 924	19 924	19 924

Tabell 5-21 - Beregning av leierett og leiekrav

I sum vil den finansielle gjelden øke med ca. 494MNOK og utsatt skatt vil utgjøre 169 MNOK. Disse posten vil ligger på gjeldssiden med en motstående eiendelspost der leieretten vil bli balanseført med 664MNOK.

Virkning på balanse	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Driftseiendeler	664 130	664 130	664 130	664 130	664 130	664 130	664 130
-Utsatt skatt (ndss=25,5%)	169 353	169 353	169 353	169 353	169 353	169 353	169 353
=Netto driftseiendeler	494 776	494 776	494 776	494 776	494 776	494 776	494 776
Egenkapital	0	0	0	0	0	0	0
Kortsiktig netto finansiell gjeld	98 955	98 955	98 955	98 955	98 955	98 955	98 955
Langsiktig netto finansiell gjeld	395 821	395 821	395 821	395 821	395 821	395 821	395 821
=Netto finansiell gjeld	494 776	494 776	494 776	494 776	494 776	494 776	494 776

Tabell 5-22 - Leiejusteringens påvirkning på balansen

Vi kontrollerer balanseføringen med å se virkningen på resultatet. Virkningen på resultatet skal være 0 og det ser vi også at den er. IFRS 16 vil altså ikke ha noen resultateffekt, men den vil ha en rentabilitetseffekt.

Virkning på resultat	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
NDR - fjerning av rentekostnad	19 924	19 924	19 924	19 924	19 924	19 924	19 924
- utsatt skatt ndss	- 5 081	- 5 081	- 5 081	- 5 081	- 5 081	- 5 081	- 5 081
=Netto driftsresultat	14 843	14 843	14 843	14 843	14 843	14 843	14 843
-Netto finanskostnad	- 14 843	- 14 843	- 14 843	- 14 843	- 14 843	- 14 843	- 14 843
=Fullstendig nettoresultat til EK	0	0	0	0	0	0	0

Tabell 5-23 - Leiejusteringens påvirkning på resultatet

Når det gjelder bransjen så fører disse selskapene etter Norsk grunnleggende regnskapsskikk. Flere av disse selskapene hadde ikke noteopplysninger med informasjon om årlig leiebetalinger og framtidige leiekraav. For å slippe type 2 målefeil som oppstår ved manglende balanseføring så har vi brukt en enkel metode for å finne fram til «sannsynlige» leiebetalinger hos bransjeselskapene. I Gyldendal så fant vi ut at leiekostnader i andel av andre driftskostnader utgjorde 38% mens det for Cappelen Damm, de årene de oppga leiekostnad, utgjorde 28%. Vi har videre tatt utgangspunkt i snittet av dette, altså 33%, og forutsatt at denne andelen er lik for alle selskapene. Vi har også for enkelhets skyld brukt lik rentekostnad og kapitaliseringsfaktor. Dette for å sikre konsistens på tvers av selskapene. Vi har då fått den estimerte inngående leieretten for bransjeselskapene. Illustrert i tabell 5-24.

Aschehoug	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt:
Andre driftskostnader	158 210	139 999	137 559	137 853	131 531	144 011	134 996	140 594
Leiekost som andel	52 209	46 200	45 394	45 491	43 405	47 524	44 549	46 396
Estimert leiekapital						Estimert leiekapital		212 480
Forlagshuset V&B	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt:
Andre driftkostnader	93 138	96 047	150 046	171 541	181 798	181 564	170 765	149 271
Leiekost som andel	30 736	31 696	49 515	56 609	59 993	59 916	56 352	49 260
Estimert leiekapital						Estimert leiekapital		225 594
Cappelen Damm	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt:
Andre driftskostnader	382 944	380 627	382 803	394 452	381 776	433 505	444 410	400 074
Leiekost	89 231	112 259	102 703	102 886	100 961	139 039	138 736	112 259
Andel leiekost av ADK						Estimert leiekapital		514 115

Tabell 5-24 - Beregning av leiekostnad i komparative selskap

Vi antar dette gir ett godt estimat av leiekostnadene for selskapene. Aschehoug sitt konsernregnskap er ikke inkludert deres bokhandler, Norli-Libris, da de kun eier 49%. Det er

derfor rimelig å anta at deres leiekostnader er betydelig under Gyldendal og Cappelen Damm. Videre har Forlagshuset V&B sin bokhandel, Akademika, færre butikker og mindre sentrale lokaler som trolig har lavere leiekostnad.

5.4.3 Markedsføringskostnader og merkevarekapital

Ifølge IAS 38 så skal utgifter til markedsføring og merkevare kostnadsføres direkte. Dette er fordi det ikke oppfyller IFRS sine kriterier til sannsynligjøring av fremtidig økonomisk inntjening. Etter Norsk grunnleggende regnskapsskikk (GRS) så kan det derimot balanseføres kostnader til forskning og utvikling av merkevare som en immateriell eiendel. Aschehoug og Forlagshuset Vigmostad & Bjørke fører etter GRS, mens Cappelen Damm har forenklet IFRS for sitt konsernregnskap.

De har balanseførte immaterielle eiendeler i sine balanser og disse balansene skal da gi ett rettviseende bilde av de underliggende økonomiske forholdene. Det er derimot ikke tilfelle for Gyldendal som fører etter IFRS. Gyldendal har heller ingen note for andre driftskostnader slik at vi vet ikke hvor mye av dette som er kostnader til FoU. Vi har derfor ingen forutsetning for å kunne gjøre noen balanseføring av merkevarekapitalen. En eventuell balanseføring av merkevarekapital ville i likhet med leieretten ikke hatt noen resultateffekt, bare en rentabilitetseffekt.

Vi ser av regnskapene til de andre forlagene at Forlagshuset V&B ikke har balanseført kostnader til merkevare i analyseperioden, Aschehoug har ikke hatt noe tilgang av betydning på immaterielle eiendeler gjennom aktivering og Cappelen Damm har kun en ubetydelig tilgang gjennom oppkjøp. Altså har ikke det blitt aktivert merkevarekapital hos noen av selskapene i bransjen og eventuelle immaterielle eiendeler i balansen knyttet til merkevare vil være gjennom oppkjøp, noe som også tillates balanseført gjennom IFRS.

Manglende balanseføring av merkevarekapital medfører at rentabiliteten blir for høy, noe som er en svakhet for analysen. Alle selskapene har godt innarbeidede merkevarer som har betydelig verdi og genererer resultat gjennom driften. Deler av verdien av merkevarene kan antas å ligge som goodwill i balansen ettersom alle selskapene har foretatt flere oppkjøp, men markedsføring etter oppkjøpet vil ikke være inkludert.

5.4.4 Eiendommer eid av Gyldendal

Gyldendal eier som nevnt sine egne lokaler i Universitetsgata og Sehesteds gate 4, som i 2005-2007 ble slått sammen til ett bygg. Disse eiendommene ble kjøpt henholdsvis tidlig på 1900-tallet og i 1969. Eiendommene er i balansen til Gyldendal ført til anskaffelseskost og avskrevet over flere år. Tomtene er bokført til 14 millioner, noe som tilsvarer anskaffelseskost da tomter ikke

avskrives. Bygningsmassen ellers er bokført til 150 millioner, med anskaffelseskost på 256 millioner. Ved gjennomgang av regnskapene fra 2005-2007, når ombyggingen var, ser vi at mesteparten av anskaffelseskostnaden kom fra ombyggingen. Matrikkelinformasjon sier at grunnflaten til tomten er 2 142 kvadratmeter, og bygget dekker mesteparten av tomten. Ett forsiktig anslag er grunnflate på 2000 kvadratmeter og at det er fem etasjer som gir et potensial for 10 000 kvadratmeter. Med fratrek fra åpningen inni bygget, som vist på forsiden, antar vi at kontorarealet er omtrent 8 000 kvadratmeter. Bygget ligger svært sentralt i Oslo og kan antas å ha verdi tett opptil såkalte «prime» eiendommer for Oslo. Disse eiendommene verdsettes til rundt 80-130 000 per kvadratmeter (DnB Næringsmegling, 2019). Altså kan ett grovt anslag være at bygget til Gyldendal er verdt alt fra 640 til 1 044 millioner. Dette er en merverdi som ikke synliggjøres i balansen deres og dermed kan medføre en overvurdering av rentabiliteten.

5.5 Presentasjon av omgruppert og justert finansregnskap for Gyldendal

På bakgrunn av de nevnte vurderinger og justeringer så blir det investororienterte resultatregnskapet, og balanse som følger;

Omgruppert og justert resultatregnskap - Gyldendal	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Driftsinntekter	1 871 875	1 638 216	1 677 439	1 812 590	1 814 531	1 848 356	1 965 149	2 055 066
Varekostnad	-909 711	-741 072	-769 111	-826 648	-821 886	-843 122	-857 684	-883 859
Lønnskostnader	-476 475	-427 847	-431 800	-447 723	-455 395	-474 436	-516 140	-551 687
Andre driftskostnader	-207 964	-235 133	-245 222	-255 753	-254 249	-241 101	-309 493	-297 728
Avskrivninger	-191 106	-178 543	-183 034	-177 984	-177 856	-178 956	-186 780	-218 939
Driftsresultat fra egen virksomhet	86 619	55 621	48 272	104 482	105 145	110 741	95 052	102 853
Driftsrelatert skattekostnad	-18 132	-9 705	-7 707	-22 988	-23 169	-24 690	-20 425	-27 962
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	68 487	45 916	40 565	81 493	81 976	86 051	74 627	74 891
Netto driftsresultat fra driftstilknyttede virksomheter	-4 339	10 397	543	11 478	14 861	8 246	222	299
Netto driftsresultat	64 148	56 313	41 108	92 971	96 837	94 297	74 849	75 190
Netto finansinntekt	1 705	58	1 271	1 910	1 882	1 454	735	875
Nettoresultat til sysselsatt kapital	65 853	56 371	42 379	94 881	98 719	95 751	75 585	76 065
Netto finanskostnad	-28 123	-25 689	-25 904	-26 125	-24 977	-23 605	-28 296	-16 093
Netto minoritetsresultat								
Normal nettoresultat til egenkapital	37 730	30 682	16 475	68 756	73 741	72 146	47 288	59 972
Unormalt netto driftsresultat	-11 417	14 246	-26 551	7 224	202	-5 017	5 250	897
Unormalt netto finansresultat	-2 550	10 560	-6 113	-6 399	-7 148	1 865	4 276	454
Unormalt netto minoritetsresultat								
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	23 763	55 488	-16 190	69 581	66 795	68 994	56 814	61 323
Netto betalt utbytte	-8 074	-16 144	-16 144	-9 225	-16 144	-16 150	-16 150	-
Endring i egenkapital	15 689	39 344	-32 334	60 356	50 651	52 844	40 664	61 323

Tabell 5-25 - Omgruppert og justert resultatregnskap for Gyldendal

Sysselsatt kapital - balanse	SSK	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	1 193 733	1 227 524	1 153 753	1 067 714	1 001 421	990 655	1 056 120	1 026 778	1 017 185
Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	34 616	-8 408	11 158	5 458	-44 506	-35 365	-43 318	-53 796	138 010
Netto driftseiendeler	NDE	1 228 349	1 219 116	1 164 911	1 073 172	956 915	955 290	1 012 802	972 982	1 155 195
Finansielle eiendeler	FE	139 533	142 718	100 508	209 936	376 551	369 032	354 364	319 848	39 918
Sysselsatte eiendeler	SSE	1 367 882	1 361 834	1 265 419	1 283 108	1 333 466	1 324 322	1 367 166	1 292 830	1 195 113
Egenkapital	EK	570 608	586 298	625 644	593 332	653 690	704 546	757 390	798 053	697 217
Minoritetsinteresser	MI									
Finansiell gjeld	FG	797 272	775 536	639 776	689 776	679 776	619 776	609 776	494 776	497 895
Sysselsatt kapital	SSK	1 367 880	1 361 834	1 265 420	1 283 108	1 333 466	1 324 322	1 367 166	1 292 829	1 195 112

Tabell 5-26 - Omgruppert og justert balanse for Gyldendal

Netto driftskapital - balanse	NDK	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	1 193 733	1 227 524	1 153 753	1 067 714	1 001 421	990 655	1 056 120	1 026 778	1 017 185
Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	34 616	-8 408	11 158	5 458	-44 506	-35 365	-43 318	-53 796	138 010
Netto driftseiendeler	NDE	1 228 349	1 219 116	1 164 911	1 073 172	956 915	955 290	1 012 802	972 982	1 155 195
Egenkapital	EK	570 608	586 298	625 644	593 332	653 690	704 546	757 390	798 053	697 217
Minoritetsinteresser	MI									
Netto finansiell gjeld	NFG	657 739	632 818	539 268	479 840	303 225	250 744	255 412	174 928	457 977
Netto driftskapital	NDK	1 228 347	1 219 116	1 164 912	1 073 172	956 915	955 290	1 012 802	972 981	1 155 194

Tabell 5-27 - Omgruppert og justert balanse for Gyldendal, netto driftskapital

5.6 Presentasjon av omgruppert og justert resultatregnskap for bransjen

Nedenfor er omgruppert og justert resultatregnskap og balanse for bransjen. Denne er vektet likt omsetningsandelen til selskapene de forskjellige årene.

Omgruppert og justert resultatregnskap - Bransjen	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsinntekter	1 404 084	1 290 978	1 315 609	1 385 159	1 387 250	1 442 726	1 478 607
Varekostnad	-613 583	-526 585	-548 550	-600 007	-598 953	-621 236	-642 499
Lønnskostnader	-369 747	-349 101	-347 983	-340 156	-349 202	-377 577	-410 166
Andre driftskostnader	-305 272	-312 651	-313 588	-317 703	-313 742	-327 475	-358 065
Avskrivninger	-22 178	-20 247	-20 656	-21 938	-21 336	-21 300	-22 628
Driftsresultat fra egen virksomhet	93 304	82 393	84 831	105 356	104 017	95 138	45 249
Driftsrelatert skattekostnad	-15 205	-14 233	-14 988	-21 340	-20 997	-18 781	-5 008
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	78 099	68 160	69 843	84 016	83 020	76 357	40 241
Netto driftsresultat fra driftstilknyttede virksomheter	-2 903	6 514	2 117	8 107	8 142	4 132	-3 511
Netto driftsresultat	75 196	74 675	71 959	92 123	91 162	80 488	36 730
Netto finansinntekt	3 015	443	999	1 543	1 211	960	695
Nettoresultat til sysselsatt kapital	78 211	75 118	72 959	93 665	92 373	81 448	37 425
Netto finanskostnad	-26 325	-24 294	-22 774	-20 411	-18 884	-17 557	-18 776
Netto minoritetsresultat							
Normal nettoresultat til egenkapital	51 885	50 824	50 185	73 254	73 488	63 891	18 649
Unormalt netto driftsresultat	1 007	-3 400	-29 841	9 490	-2 952	-5 092	-35 810
Unormalt netto finansresultat	-2 116	6 368	-1 731	-3 134	-2 769	1 149	2 431
Unormalt netto minoritetsresultat							
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	50 776	53 792	18 613	79 610	67 767	59 948	-14 730

Tabell 5-28 - Omgruppert og justert resultatregnskap for bransjen

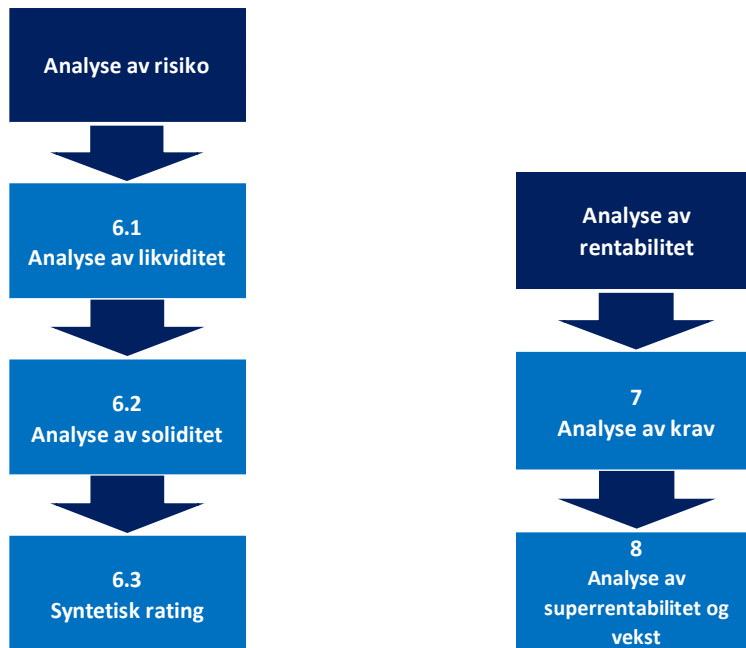
Sysselsatt kapital - balanse bransje	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	940 845	942 181	866 807	786 674	775 865	786 521	823 242
Driftsrelatert arbeidskapital	92 425	100 996	89 995	109 982	34 268	15 918	20 973
Netto driftseiendeler	1 033 270	1 043 177	956 803	896 656	810 132	802 440	844 215
Finansielle eiendler	131 881	118 166	137 263	156 797	244 413	231 639	214 317
Sysselsatte eiendeler	1 165 152	1 161 343	1 094 066	1 053 453	1 054 545	1 034 079	1 058 532
Egenkapital	436 873	442 944	449 442	425 523	479 539	526 107	573 040
Minoritetsinteresser							
Finansiell gjeld	728 278	718 399	644 625	627 929	575 006	507 972	485 492
Sysselsatt kapital	1 165 151	1 161 343	1 094 067	1 053 453	1 054 545	1 034 079	1 058 532

Tabell 5-29 - Omgruppert og justert balanse for bransjen

5.7 Rammeverk for forholdstallanalyse

Det omgrupperte resultatregnskapet er nå ferdig, og det skal videre danne grunnlaget for forholdstallsanalysen. Gyldendal sin finansielle stilling vil nå bli sammenlignet med bransjene generelt. Vi vil starte med risikoanalysen i kapittel 6 hvor vi vil starte med å se på likviditeten til selskapene. Deretter vil vi se på hvor solide selskapene er for å danne et bilde hvorvidt de tåler

flere år med tap. Risikoanalysen vil avsluttes med en syntetisk kredittrating hvor vi bruker forholdstallene om likviditet og soliditet til å gi en kredittrating til Gyldendal og bransjen. Den skal videre danne grunnlaget for avkastningskravene i kapittel 7. Når vi er ferdig å lage avkastningskrav i kapittel 7 så kan vi gå videre til analyse av superrentabilitet i kapittel 8. Dette er målet med regnskapsanalysen og skal gi oss regnskapsmessig innsikt i om Gyldendal har en evne til å generere rentabilitet utover kravet og om de har en strategisk fordel i forhold til bransjen.



Figur 5-4 - Steg i analysen av risiko og rentabilitet

Vi velger å bruke en moderat vektning for årene i analyseperioden, men hvor de siste årene får mest vektning. Dette er vist i tabell 5-30.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Vekting	10 %	10 %	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %

Tabell 5-30 - Vekting i analyseperioden

6. Analyse av risiko

I dette kapittelet skal vi analysere kredittrisikoen i Gyldendal ASA. Kreditrisiko kan defineres som risikoen en kreditor står ovenfor når de låner penger til et selskap. Risikoen kreditor står ovenfor er potensielle tap på utlån. Formålet med analysen er å finne ut om Gyldendal og bransjen har en høy eller lav kreditrisiko. Har selskapet en lav kreditrisiko så kan de anses som en sikker betaler og vil derfor høyst sannsynlig oppnå en lavere rente. Har selskapet høy kreditrisiko så er det mer sannsynlig at debitor vil misligholde et lån. Dette vil og kunne føre til høyere rente visst kredittrisikoen er stor fordi da vil kreditor ønske å bli kompensert for den økte risikoen han tar.

Vi vil bruke forholdstallsanalyse for å vurdere den langsiktige og kortsiktige kredittrisikoen. Ved kortsiktig kreditrisiko så vil fokuset være på å analysere likviditeten til selskapet. Målet er da å avdekke om selskapet har likvide midler til å betale kravene etter hvert som de forfaller (Knivsflå, 2019, F9, s. 21). Når det kommer til den langsiktige kredittrisikoen så er soliditeten til selskapet viktig. Det ønskes da å finne ut om selskapet er finansiert slik at det har evne til å tåle flere med tap (Knivsflå, 2019, F10, s. 21). Analysene sier noe om selskapet sin evne til å tilbakebetale gjelden sin (Penman, 2013, s.648). Disse analysene vil til slutt danne grunnlaget for en syntetisk rating av Gyldendal som skal fastsette den endelige kredittrisikoen til selskapet.

For å utføre risikoanalysen så kommer vi både til å benytte tidsserieanalyse slik at vi kan avdekke trender og bransjeanalyse for å kunne sammenligne opp mot komparative selskaper. De komparative selskapene er som nevnt i innledningen Cappelen Damm, Aschehoug og Forlagshuset Vigmostad & Bjørke.

6.1 Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsanalyse

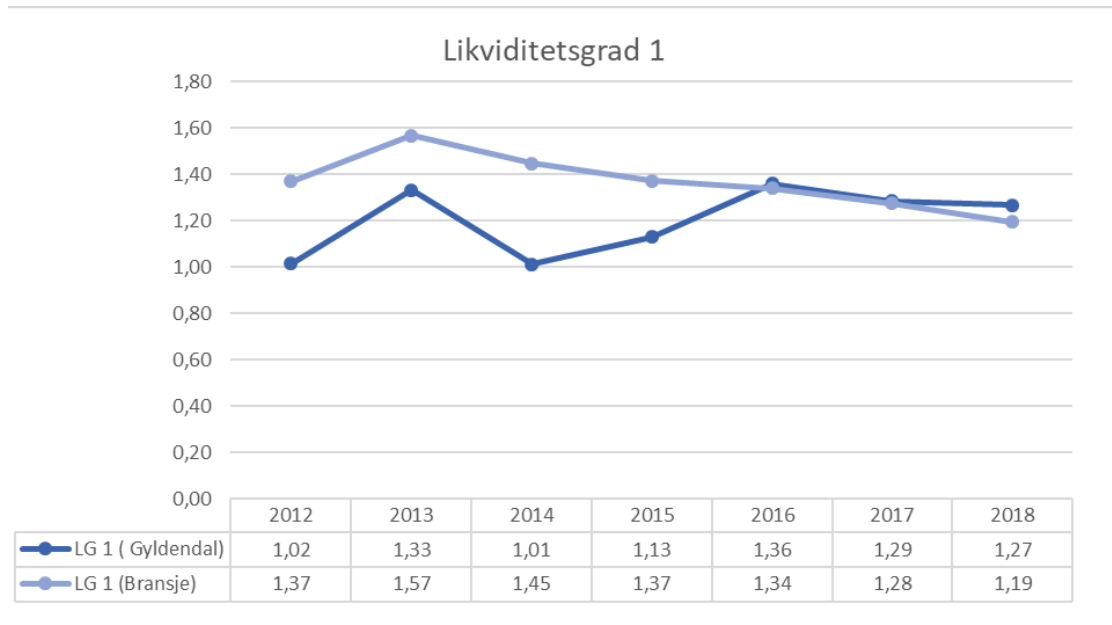
6.1.1 Likviditetsgrad 1

I følge Knivsflå (2019, F9, s.40) så beregnes likviditetsgrad 1 ved å dividere omløpsmidler på kortsiktig gjeld. Likviditetsgrad 1 sier noe om selskapets mest likvide eiendeler dekker selskapet betalingsforpliktelser det neste året, da kortsiktig gjeld er det som forfaller innen 12 måneder etter balansedatoen. Eksempler på omløpsmidler er varelager, kundefordringer og andre likvide verdipapirer. Eksempler på kortsiktig gjeld er leverandørgjeld og andre kortsiktige forpliktelser. Likviditetsgrad 1 uttrykkes slik;

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

Formel 6-1 - Formel for beregning av likviditetsgrad 1

I følge Damodaran (2012) er det ikke noe spesifikt krav til hvor høy likviditetsgrad 1 bør være. En tommelfingerregel er likevel at den helst bør være mer enn 2. Dette er fordi selskap helst kun skal ha finansiert halvparten av omløpsmidlene med kortsiktig gjeld. I vårt tilfelle så kan vi sammenligne likviditetsgrad mot bransjen slik at vi ser en sammenheng over hva som er vanlig.



Figur 6-1 - Graf over utvikling i likviditetsgrad 1

Vi ser av figuren over at likviditetsgrad til både Gyldendal og bransjen ligger under tommelfingerregelen på 2. Gjennomsnittlig likviditetsgrad 1 på Gyldendal ligger for perioden på 1,2 mens bransjen ligger på 1,369 for analyseperioden. Vi ser at over analyseperioden har forholdstallene nærmet seg hverandre og er tilnærmet like på slutten av analyseperioden. Der Gyldendal har hatt en stigende trend over perioden så har bransjen hatt en nedadgående trend. Bakgrunnen for utviklingen i likviditetsgrad 1 er at Gyldendal sin kortsiktige gjeld holder seg veldig stabil over perioden mens omløpsmidlene øker stabilt over perioden. Spesielt øker varelageret mye. For bransjen generelt så øker den kortsiktige gjelden litt hvert år mens omløpsmidlene holder seg på omtrent samme nivå hele veien. Det er en ganske liten nedgang i likviditetsgrad 1 hvert år noe som er helt udramatisk, men den bør nok ikke blir mye dårligere enn den er per 2018. Både Gyldendal og bransjen er som nevnt under tommelfingerregelen på 2, men er sammenlignet med hver andre veldig like. Ofte er bransjegjennomsnittet et bedre mål en slike statistiske regler. Bransjegjennomsnitt som mål hjelper derimot lite visst en hel bransje er i krise, men det er ikke tilfellet for bokbransjen. Det er likevel verdt å merke seg at her tas varelageret med og selskapet da er avhengig av at varelageret sin virkelige verdi er lik den bokførte verdien. Hvis varelageret er mye mindre verdt enn saldoen i balansen kan selskapet få likviditetsproblemer. Det bringer oss videre til et annet måltall på likviditet.

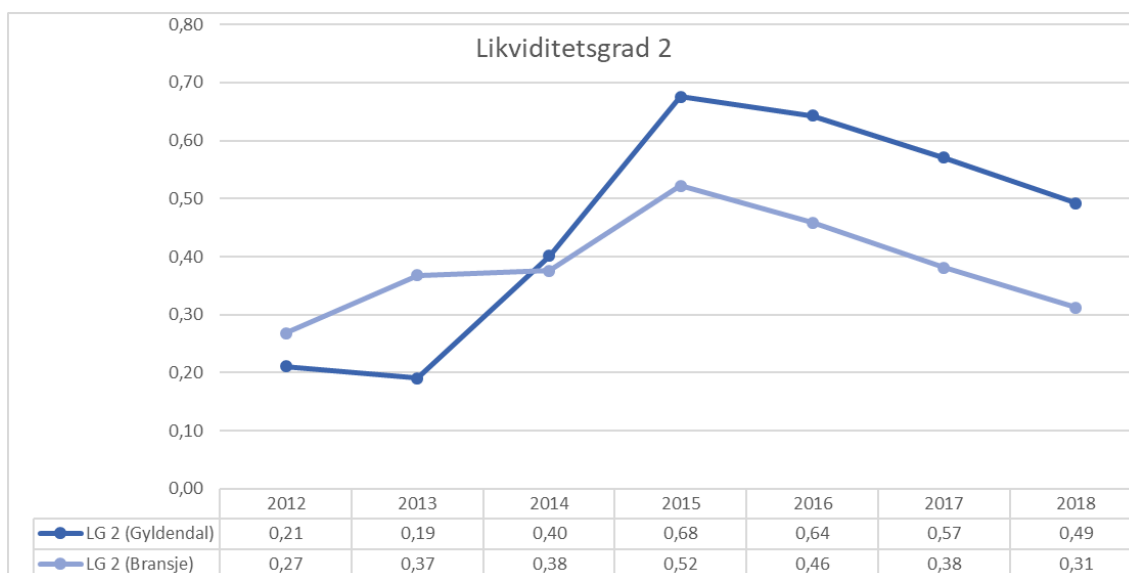
6.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 måltallet for kortsiktig finansiell gjeldsdekning (Knivsflå, 2019, F9, s.45). Dette måltallet definerer i hvor stor grad de finansielle omløpsmidlene kan dekke inn den kortsiktige gjelden. Hensikten med å finne ut dette er fordi mye av de driftsrelaterte omløpsmidlene tar tid å omsette til penger. Siden de finansielle omløpsmidlene da kan realiseres raskere så ønsker vi å finne ut i hvilken grad selskapet er i stand til dette. Likviditetsgrad 2 kan uttrykkes slik;

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Formel 6-2 - Formel for beregning av likviditetsgrad 2

En finansiell gjeldsdekningsgrad på mer enn 1 vil si at selskapet har nok finansielle eiendeler til å dekke all finansiell gjeld noe som vil si at selskapet har en netto finansiell gjeld på under 0 (Knivsflå, 2019, F9, s. 45). Tommelfingerregel er altså 1 for dette måltallet.



Figur 6-2 - Graf over utvikling i likviditetsgrad 2

Vi ser av figuren over at i begynnelsen av perioden ligger Gyldendal godt under bransjen. Dette forandrer seg derimot veldig i perioden 2013-2015. Da skyter den fart og er betydelig over bransjen. Siden 2015 har både Gyldendal og bransjen en nedadgående trend på likviditetsgrad 2. Gjennomsnittlig likviditetsgrad for Gyldendal i analyseperioden er på 0,4545, mens bransjen ligger på 0,3838. Gyldendal ligger altså over bransjesnittet, og det er positivt da vi ikke anser det som at det er noe likviditetskrise i bransjen. De er likevel godt under måltallet på 1, noe som isolert sett indikerer at de kan komme i en situasjon med presset likviditet.

Et moment som kan forklare de lave likviditetsgradene er royalty, som ligger som kortsiktig gjeld i balansen. For forlagsdelen av bransjen så vil royalty påløpe på store deler av omsetningen. Royalty

er som nevnt normalt 15% av utsalgsprisen til sluttkunde, og må betales innen 31. mai året etter opptjening. Denne gjelden refinansierer seg selv såfremt salget kommende år er tilfredsstillende. Gyldendal hadde forlagsomsetning på 788 millioner i 2018. Dersom vi antar at omsetning som ikke er salg av bøker tilsvarer rabatten som gis til bokhandlere, så er ett estimat på andelen royalty gjeld av kortsiktig gjeld 118 millioner.

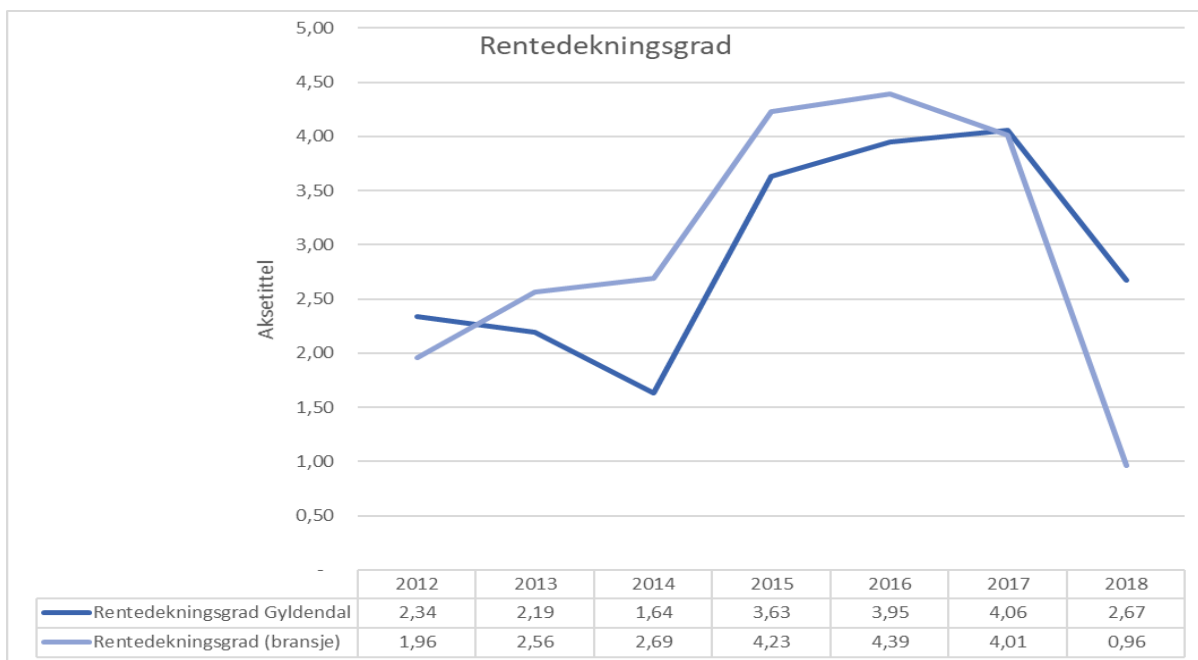
6.1.3 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad kan defineres som evnen et selskap har til å dekke sine netto finanskostnader. Rentedekningsgrad kan beregnes ved å dividere nettoresultatet fra sysselsatt kapital på netto finanskostnader. Dette kan uttrykkes følgende;

$$\begin{aligned} \text{Rentedekningsgrad} &= \frac{\text{Nettoresultat fra sysselsatt kapital}}{\text{Netto finanskostnader}} \\ &= \frac{\text{Netto driftsresultat} + \text{Netto finansinntekter}}{\text{Netto finanskostnader}} \end{aligned}$$

Formel 6-3 - Formel for beregning av rentedekningsgrad

Når vi snakker om rentedekningsgraden så er det kun snakk om finanskostnader og ikke evnen selskapet har til å betale avdrag (Knivsflå, 2019, F9, s.48). En tommelfingerregel for rentedekningsgrad er at den bør være høyere enn 2. Dette måltallet er derimot noe sensitivt for endringer i rentenivå og bør justeres etter dette. I dag er rentenivået lavere og da er det gjerne lettere å oppnå en god rentedekningsgrad. En likviditetsanalyse bør ikke baseres på rentedekningsgrad alene.



Figur 6-3 - Graf over utvikling i rentedekningsgrad

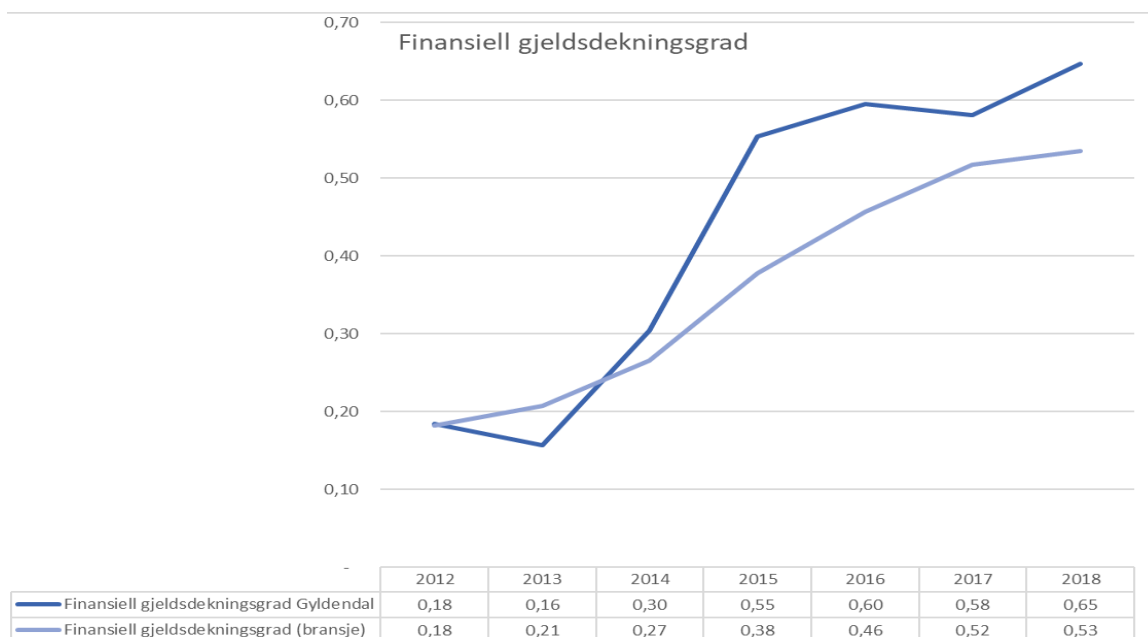
Vi ser av figur 6-3 at trenden og utviklingen i rentedeckningsgraden er ganske lik for både Gyldendal og bransjen. Gjennomsnittlig rentedeckningsgrad for Gyldendal er 2,83 og for bransjen er den 2,93 gjennom analyseperioden. Snittet ligger altså godt over det anbefalte nivået på 2. Det vi biter oss merke i er at rentedeckningsgraden til bransjen stuper i 2018. Dette kommer hovedsakelig av at Aschehoug og Cappelen hadde sterkt negative driftsresultat dette året. Vi kan konkludere med at de trenden er relativt lik for Gyldendal og bransjen, men der Gyldendal ender på en rentedeckningsgrad betydelig over bransjen i siste året i analyseperioden. Som påpekt i delkapittel 5.5.2 så er trolig mer enn rentekostnader inkludert i posten finanskostnad hos Gyldendal og den rene rentedeckningsgraden er trolig høyere, spesielt for 2018.

6.1.4 Finansiell gjeldsdeckningsgrad

Finansiell gjeldsdeckningsgrad kan defineres som forholdet mellom finansielle eiendeler og finansiell gjeld. Visst selskapet innehar mer finansielle eiendeler enn netto finansiell gjeld så har de netto finansielle eiendeler. Motsatt hvis finansiell gjeld er større enn finansielle eiendeler, da har selskapet netto finansiell gjeld. Måltallet blir da at vi ønsker en finansiell gjeldsdeckningsgrad som er større enn 1. Er selskapet under måltallet på 1 så har faren for likviditetskrise betydelig økt. Dette gjelder spesielt finansielle omløpsmidler siden disse er lettest omsettelige. Finansiell gjeldsdeckningsgrad kan uttrykkes som følger;

$$\text{Finansiell gjeldsdeckningsgrad} = \frac{\text{Finansiell eiendeler}}{\text{Finansiell gjeld}}$$

Formel 6-4 - Formel for beregning av finansiell gjeldsdeckningsgrad



Figur 6-4 - Graf over utvikling i finansiell gjeldsdeckningsgrad

Vi ser i figuren ovenfor at både Gyldendal og bransjen sin finansielle gjeldsdekningsgraden er i en sterk oppadgående trend gjennom hele analyseperioden. Gjennomsnittlig finansiell gjeldsdekningsgrad for Gyldendal i perioden er 0,43, mens bransjen sin ligger på 0,36. Dette kommer hovedsakelig av at de finansielle eiendelene i alle selskapene har økt mye gjennom perioden mens den finansielle gjelden har holdt seg noenlunde konstant. Derimot er både Gyldendal og bransjen godt under måltall på 1. Det betyr da at både Gyldendal og bransjen har netto finansiell gjeld.

6.1.5 Kontantstrømanalyse

For å få et enda bedre bilde på Gyldendal sin likviditetssituasjon så skal vi gjennomføre en kontantstrømanalyse. En kontantstrømanalyse innebærer å se på endringen i finansielle eiendeler, finansiell gjeld og netto driftseiendeler. Den viser også kontantstrømmen fra driften noe som er helt sentralt for å se hvilken evne Gyldendal har til å betjene for eksempel lånekostnader og avdrag. Dette gjør at vi endrer den omgrupperte kontantstrømoppstillingen til en mer kreditororientert oppstilling hvor vi mer tydelig ser endringen i de mest likvide eiendelene.

Finansielle eiendeler - Likviditet	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Netto driftsresultat	44 224	36 389	21 184	73 048	76 914	74 374	54 926
+ Unormalt netto driftsresultat	-11 418	14 247	-26 550	7 224	201	-5 018	5 249
+Endring i netto driftseiendeler	9 233	54 205	91 739	116 257	1 625	-57 512	39 820
= Fri kontantstrøm fra drift	42 039	104 841	86 373	196 530	78 740	11 844	99 995
- Netto finanskostnad	-8 199	-5 765	-5 980	-6 201	-5 054	-3 681	-8 372
- Endring i finansiell gjeld	21 736	135 760	-50 000	10 000	60 000	10 000	115 000
= Fri KS til EK fra drift	12 104	-36 684	130 393	180 328	13 686	-1 837	-23 377
- Netto betalt utbytte	-8 074	-16 144	-16 144	-9 225	-15 939	-16 150	-16 150
= Fri KS til fin.investering fra drift	4 030	-52 827	114 249	171 104	-2 253	-17 987	-39 527
+ netto finansinntekter	1 705	59	1 271	1 910	1 882	1 454	735
+ Unormalt netto finansresultat	-2 550	10 560	-6 112	-6 399	-7 148	1 865	4 276
=Endring i finansielle eiendeler	3 186	-42 209	109 408	166 615	-7 519	-14 668	-34 516
Finansielle eiendeler 01.01	139 533	142 718	100 508	209 936	376 551	369 032	354 364
Finansielle eiendeler 31.12	142 718	100 508	209 936	376 551	369 032	354 364	319 848

Tabell 6-1 - Kontantstrømanalyse

Vi ser av figuren ovenfor at netto driftsresultat er positivt i alle årene i analyseperioden. Dette er med på å øke kontantstrømmen fra drift. Dersom endringen i netto driftseiendeler er positiv, er dette med å redusere den frie kontantstrømmen fra drift. Vi ser likevel at den frie kontantstrømmen fra drift er positiv i alle årene selv om endringen i netto driftseiendeler stort sett er positiv i alle årene.

Dersom endring i finansiell gjeld er negativ, altså økt lån, vil dette gi positiv kontantstrøm til egenkapitalen. Vi ser at alle årene bortsett fra 2014 har hatt en reduksjon i gjeld, som har gitt

lavere kontantstrøm. Avslutningsvis så ser vi at det i analyseperioden har vært betydelig økning i de finansielle eiendelene, noe som har forbedret likviditetssituasjonen til Gyldendal.

6.1.6 Oppsummering av likviditetsanalysen

Analysen av Gyldendals kortsiktige kredittrisiko viser at Gyldendal sin likviditet er marginalt bedre enn bransjen sin. Gyldendal sin likviditetsgrad 2, rentedekningsgrad og finansielle gjeldsdekningsgrad lå i gjennomsnitt høyere enn bransjen sin. Eneste måltallet Gyldendal kom dårligere ut enn bransjen var likviditetsgrad 1, og det var helt marginalt. Det var likevel en tydelig trend på de fleste måltallene og det var at Gyldendal er i en oppadgående trend likviditetsmessig. Selskapet forbedrer likviditeten sin stort sett hvert år, og det er positivt for fremtiden. Gyldendal sine måltall lå derimot ofte under de anbefalte nivåene som selskap bør ligge på. Vi velger å legge mest vekt på sammenligningen med bransjesnittet og da kommer Gyldendal bra ut.

6.2 Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse

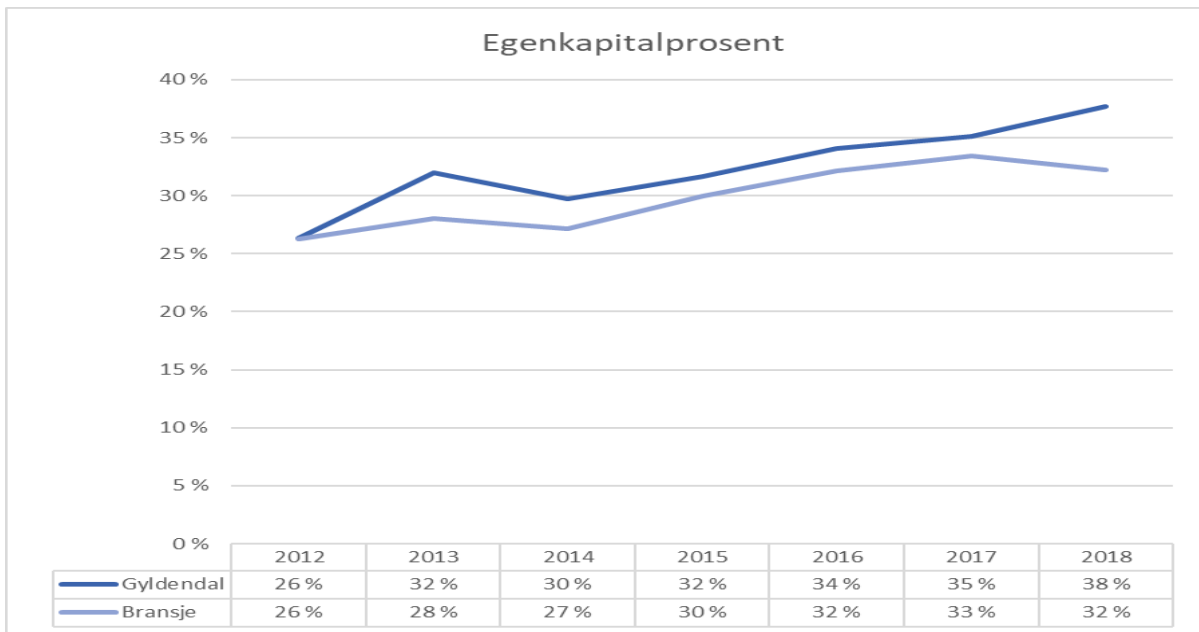
Nå skal vi analysere den langsiktige kredittrisikoen gjennom en soliditetsanalyse. Den skal kartlegge Gyldendal sin evne til å tåle en lengre periode med tap (Knivsflå, 2019, F9, s.62). Vi kommer da hovedsakelig til å vurdere egenkapitalen, og om denne utgjør en god nok buffer for eventuelle dårlige år. Dette er viktig for kreditorer slik at de vet om kravene deres er godt sikret. Vi kommer til å se på egenkapitalprosent, samt en analyse av netto driftsrentabilitet. Det blir også utarbeidet en finansieringsmatrise slik at vi ser hvordan Gyldendal har finansiert seg relativt til bransjen. Det er viktig å se om Gyldendal er finansiert med kortsiktig rentebærende gjeld eller om den er finansiert med mye egenkapital, da dette har stor betydning for den langsiktige soliditeten.

6.2.1 Egenkapitalprosent

Hvis Gyldendal går på eventuelle tap så blir denne ført mot deres egenkapital. Det er derfor svært viktig fra et kreditorperspektiv at egenkapitalen er solid og at selskaper er rustet for dårlige år. Vårt ønske er å finne ut hvor godt Gyldendal tåler tap. For å gjøre dette har vi regnet ut egenkapitalandelen. Denne måler prosentvis hvor mye egenkapitalen utgjør av totalkapitalen til selskapet. Vi ønsker også å sammenligne dette opp mot et bransjesnitt for å se hvor solide Gyldendal er relativt til konkurrentene sine. Egenkapitalprosent uttrykkes som følger;

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

Formel 6-5 - Formel for beregning av egenkapitalprosent



Figur 6-5 - Graf over utvikling i egenkapitalprosent

Vi ser av figuren over at Gyldendal ligger relativt likt med resten av bransjen med tanke på hvor god soliditeten er. Både Gyldendal og bransjen er i en oppadgående trend med stadig forbedret soliditet. Dette tyder på at selskapene har positive årsresultat og dermed øker egenkapitalen sin år for år. Gjennomsnittlig egenkapitalprosent i perioden for Gyldendal er 32%, mens bransjen har et gjennomsnitt på 30%. De er altså veldig like, og det er å anse som rimelig solid. Høy egenkapitalprosent er bra (Knivsflå, 2019, F9, s. 62). Det er også verdt å nevne at egenkapitalprosenten mest sannsynlig er høyere, men fordi vi har balanseført en stor leierett med tilhørende gjeldsforpliktelse så har egenkapitalandelen gått ned. Gyldendal og bransjen har gode måltall og er jevnt over solide. For Gyldendal og Aschehoug sin del representerer byggene de eier sentralt i Oslo på Sehesteds plass trolig en betydelig merverdi som ikke er synliggjort i balansen. Vi estimerte under delkapittel 5.5.4 at Gyldendal kan ha merverdier for over en halv milliard. Aschehoug sitt bygg er omtrent halvparten av størrelsen til Gyldendal sitt, men er til gjengjeld kun bokført til 7,5 millioner. Dette representerer trolig også betydelig merverdi som vil øke soliditeten. Det å kun se på egenkapitalprosenten opp mot måltall kan være utilstrekkelig i en analyse av soliditet. En grundig analyse bør også se nærmere på hva som ligger på aktivasiden i balansen og historiske tap for å vurdere om egenkapitalen er tilstrekkelig. Gyldendal har ikke hatt negativt driftsresultat siste 20 årene så egenkapitalen synes mer enn nok til å tåle flere år med motgang. Hvis vi ser videre på balansen så ser vi at immaterielle eiendeler er bokført til 268 millioner i 2018. Dersom det blir dårlige tider kan det bli nødvendig å nedskrive dette, men de har god dekning for det. Det synes også at Gyldendal har vært mer proaktiv på nedskrivninger enn

bransjen ellers. Ett eksempel på store nedskrivninger så vi i 2018 for Cappelen Damm, som nedskrev goodwill med 128,8 millioner grunnet lavere lønnsomhet og dårlig markedsutvikling.

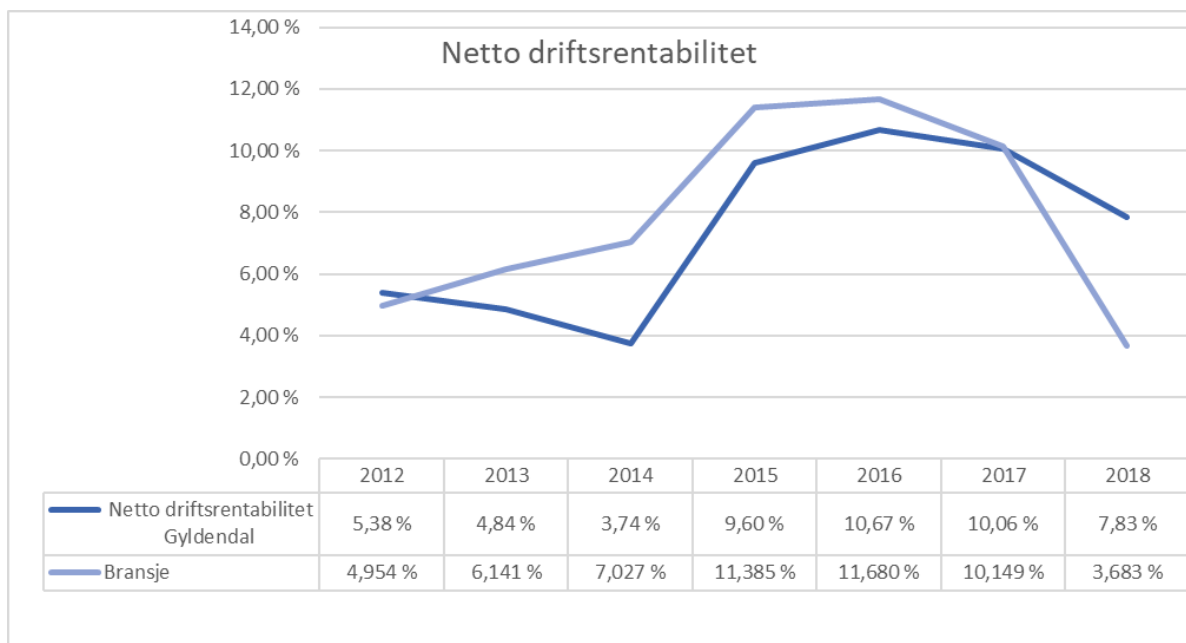
Oppsummert så har Gyldendal en solid balanse med høy egenkapitalandel. De har ikke hatt negative resultat siste 20 årene og står trolig ikke i stor fare for å måtte ta store nedskrivninger som går hardt utover egenkapitalen.

6.2.2 Analyse av netto driftsrentabilitet

Et annet viktig moment i en soliditetsanalyse er å avdekke selskapet sin evne til å opprettholde en solid egenkapital. For å kunne gjøre dette så må selskapet være lønnsomt og ha positive årsresultater. For å analysere lønnsomheten så benytter vi måltallet for netto driftsrentabilitet. Netto driftsrentabilitet er rentabiliteten selskapet får på netto driftseiendeler og er et godt nøkkeltall for å finne ut hvor lønnsomt et selskap er. Netto driftsrentabilitet kan uttrykkes som følger;

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{NDR_t}{NDE_{t-1} + \left(\frac{\Delta NDE_t - NDR_t}{2}\right)}$$

Formel 6-6 - Formel for beregning av netto driftsrentabilitet



Figur 6-6 - Graf av utviklingen i ndr, Gyldendal mot bransje

Vi ser av figuren over at netto driftsrentabilitet for perioden over har en veldig lik trend. Det er positiv utvikling fram til 2015, og etter dette så faller lønnsomheten. Bransjen sin lønnsomhet faller mer enn Gyldendal. Dette ser vi spesielt tydelig i tallene for 2018 hvor vi vet at Aschehoug og Cappelen Damm hadde begge et svært dårlig år. Det vil ikke være urimelig å anta at bransjen

sin lønnsomhet vil nærme seg Gyldendal sin lønnsomhet i 2019. Gjennomsnittlig netto driftsrentabilitet for Gyldendal i perioden var på 7,20%, mens bransjen ligger på 7,71%. Begge sine måltall må anses å være svært gode og tilstrekkelige til å opprettholde en god soliditet.

6.2.3 Analyse av kapitalstruktur

Siste analysen før den syntetiske ratingen er analyse av kapitalstrukturen til Gyldendal. Når vi analyserer kapitalstrukturen så skal vi se nærmere på hvordan eiendelene i Gyldendal er finansiert. Analysen av kapitalstrukturen er en statisk finansieringsanalyse hvor vi tar utgangspunkt i 2018. Eiendelene rangerer vi etter illikviditet mens kapitalen blir rangert etter durasjon. Finansiering gjennom egenkapital er den minst risikable, mens kortsiktig finansiell gjeld er den mest risikable. Driftsrelaterte anleggsmidler er de minst likvide eiendelene, mens finansielle omløpsmidler er det mest likvide eiendelene. Det betyr at jo raskere kurven når bunnen, desto bedre er kapitalstrukturen (Knivsflå, 2019, F9, s.69).

Gyldendal 2018 (absolutte verdier)	Egenkapital	Minoritets interesser	Langsiktig		Kortsiktig		Totale eiendeler
			driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	
Driftsrelatert AM	798 053		271 370	228 725			1 298 149
Finansielle AM				76			76
Driftsrelatert OM				167 020	330 341	-	497 361
Finansielle OM					220 816	98 956	319 772
Totalkapital	798 053	-	271 370	395 821	551 157	98 955	2 115 358

Tabell 6-2 - Oversikt over kapitalstruktur, absolutte tall

I figuren over så ser vi hvordan kapitalstrukturen i Gyldendal er. Der ser vi at mye av de driftsrelaterte anleggsmidlene er egenkapitalfinansiert, men at noe også er finansiert med langsiktig finansiell gjeld. Det viktigste er at selskapene ikke har driftsrelaterte anleggsmidler finansiert med kortsiktig gjeld.

Gyldendal 2018 (prosentvis)	Egenkapital	Minoritets interesser	Langsiktig		Kortsiktig		Totale eiendeler
			driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	
Driftsrelatert AM	61,48 %		20,90 %	17,62 %			61,37 %
Finansielle AM				100,00 %			0,00 %
Driftsrelatert OM				33,58 %	66,42 %		23,51 %
Finansielle OM					69,05 %	30,95 %	15,12 %
Totalkapital	37,73 %	0,00 %	12,83 %	18,71 %	26,06 %	4,68 %	100,00 %

Tabell 6-3 - Oversikt over kapitalstruktur, prosent

Tabell 6-3 viser finansieringsmatrisen i prosent for Gyldendal. Her ser vi blant annet at de finansielle omløpsmidlene er finansiert med 30,95% kortsiktig finansiell gjeld.

Bransje 2018 (prosentvis)	Langsiktig driftsrelatert		Kortsiktig driftsrelatert		Totale eiendeler
	Egenkapital	Minoritets interesser	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	
Driftsrelatert AM	55,13 %	0,02 %	18,59 %	26,27 %	61,09 %
Finansielle AM			100,00 %		0,57 %
Driftsrelatert OM			24,37 %	75,63 %	27,75 %
Finansielle OM				56,62 %	43,38 %
Totalkapital	33,67 %	0,01 %	11,36 %	23,38 %	100,00 %

Tabell 6-4 - Oversikt over kapitalstruktur Bransje, prosent

I tabell 6-4 ser vi kapitalstrukturen til bransjen for øvrig. Her ser vi at bransjen i snitt har lavere egenkapitalfinansiering enn Gyldendal. Ellers så ser vi at i likhet med Gyldendal så er alt av finansielle anleggsmidler 100% finansiert med langsiktig finansiell gjeld. Vi ser også at en god del av omløpsmidlene er finansiert med langsiktig finansiell gjeld, noe som er positivt. Det er ikke veldig store forskjeller mellom Gyldendal og bransjen, men vi konkluderer med at Gyldendal har litt bedre kapitalstruktur. I det store bildet så har både Gyldendal og bransjen en sunn kapitalstruktur i 2018.

6.3 Oppsummering – syntetisk rating

Vi skal nå oppsummere den kortsiktige og langsiktige analysen av kredittrisikoen til Gyldendal. Dette gjør vi ved å sette karakter på risikoen, altså det vi kaller for en syntetisk rating. Målet er å si noe om sannsynligheten for om selskapet skal gå konkurs. Det finnes mange anerkjente kredittratingselskaper som gjør dette i dag. Blant annet Moody's og Standard & Poor. Karakterene vi bruker er illustrert i tabell 6-5, og går fra AAA (Best) til D (Dårligst).

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

Tabell 6-5 - Oversikt over forholdstall for kredittrating

Vi benytter Knivsflå (2019, F9, s.80) sitt rating grunnlag når vi skal sette karakter. Dette grunnlaget er basert på de analyserte måltallene som er *likviditetsgrad 1*, *rentedekningsgrad*, *egenkapitalprosent* og *netto driftsrentabilitet*.

	2012		2013		2014		2015		2016		2017		2018		Tidsvektet	
Gyldendal																
Likviditetsgrad 1	1,02	B+	1,33	BB	1,01	B	1,13	BB	1,36	BB	1,29	BB	1,27	BB	1,22	BB+
Rentedekningsgrad	2,34	BBB	2,19	BBB	1,64	BB+	3,63	A	3,95	A	4,06	A	2,67	A-	3,10	A
Egenkapitalandel	0,26	BB-	0,32	BB+	0,30	BB	0,32	BB	0,34	BB+	0,35	BB+	0,38	BBB	0,33	BB+
Netto driftsrentabilitet	0,05	BB-	0,05	BB-	0,04	B	0,10	BBB	0,11	BBB+	0,10	BBB	0,08	BBB-	0,08	BBB-
Samlet		BB+		BB+		BB		BB+		BB+		BBB		BBB		BBB
Bransje																
Likviditetsgrad 1	1,37	BB+	1,57	BBB	1,45	BB+	1,37	BB+	1,34	BB+	1,28	BB+	1,19	BB	1,34	BB+
Rentedekningsgrad	1,96	BBB	2,56	BBB	2,69	A-	4,23	A+	4,39	A+	4,01	A+	0,96	B+	3,01	A
Egenkapitalandel	0,26	B+	0,28	BB	0,27	BB	0,30	BB+	0,32	BB+	0,33	BBB	0,32	BB+	0,31	BB+
Netto driftsrentabilitet	0,05	BB	0,06	BB	0,07	BBB-	0,11	A-	0,12	A-	0,10	A-	0,04	B+	0,08	BBB
Samlet		BB+		BBB		BB+		BBB		BBB		BBB		BB		BBB

Tabell 6-6 - Kreditrating for Gyldendal og bransjen

Vi ser av tabell 6-6 at Gyldendal har fått en endelig syntetisk rating på BBB. Bransjen har også fått rating BBB. Karakteren BBB tilsier en konkurssannsynlig på 0,26% (Knivsflå, 2019, F9, s.76). Vi ser at den dårlige likviditetsgraden i Gyldendal og bransjen trekker ned ratingen. Den er isolert sett ikke så dårlig, men i ratingen hadde det slått ut i bedre rating om denne var høyere. Selskapene får også dårlig betalt for å ha høy egenkapitalandel siden dette er det nøkkeltallet som betyr minst i ratingen. Det vi kan trekke ut av dette er at både god egenkapitalandel og god lønnsomhet gjør at forutsetningene er gode for å opprettholde en god kreditrating også i fremtiden. Både Gyldendal og Aschehoug har som tidligere nevnt eiendommer sentralt i Oslo som har en stor merverdi i forhold til balanseført verdi. Ingen av selskapene har gjeld forbundet med byggene, noe som muliggjør en eventuell billig finansiering ved å ta opp pantelån.

Avslutningsvis kan vi si at kreditratingen til Gyldendal er tilfredsstillende. Lav sannsynlighet for konkurs bør gi gode forhandlingsvillkår i lånemarkedet slik at konsernet holder finanskostnadene til et minimumsnivå. Den syntetiske ratingen er også i tråd med funnene fra kapittel 4 og at Gyldendal er et solid konsern. Dette er derimot likt for resten av bransjen så de vil med all sannsynlighet ikke få noen finansieringsfordel relativt til konkurrentene.

7. Historisk avkastningskrav

I kapittel 7 er målet å beregne avkastningskravene til Gyldendal. Disse skal sammen med de omgrupperte resultatallene fra kapittel 5 brukes i den strategiske rentabilitetsanalysen i kapittel 8. Avkastningskravene er også viktige når vi skal lage fremtidskravene for selve verdivurderingen i kapittel 11.

7.1 Teori for avkastningskrav, risikofri rente, risikopremie og beta

7.1.1 Avkastningskravet til totalkapitalen

Avkastningskrav kan defineres som et uttrykk for den avkastningen investor kunne oppnådd med en annen investering med tilsvarende risiko. Avkastningen skal altså kompensere for flere faktorer som inflasjon, tidsverdi og risiko (Penman, 2013, s.106). Et selskap kan finansieres via både egenkapital og gjeld, og det mest vanlige er en kombinasjon. Ved å vekte de ulike finansieringskildene så kan vi finne ut hvor mye av avkastningen som genereres til EK og hvor mye som genereres til finansiell gjeld. Til å gjøre dette så bruker vi «Weighted average cost of capital», WACC. WACC kan uttrykkes som følgende (Berk & DeMarzo, 2017, s.674);

$$WACC = R_e * \frac{E}{E + NFG} + R_g(1 - s) * \frac{NFG}{E + NFG}$$

$$E = \text{Markedsverdi EK,}$$

$$NFG = \text{Markedsverdi netto finansiell gjeld, } R_e$$

$$= \text{Avkastningskravet til EK, } R_g(1 - s)$$

$$= \text{Avkastningskravet til netto finansiell gjeld etter skatt}$$

Formel 7-1 - Formel for beregning av WACC

Før vi kan beregne avkastningskravet til totalkapitalen så skal vi beregne kravene til egenkapitalen og netto finansiell gjeld.

7.1.2 Avkastningskravet til egenkapitalen

Den definitivt mest brukte modellen for å beregne avkastningskrav for egenkapitalen er kapitalverdimodellen (CAPM).

Kapitalverdimodellen sier at avkastningen til et verdipapir kan forklares ved hjelp av en risikofri rente (r_f), markedsrisikopremie (MRP) og en egenkapitalbeta (β_{EK}). I følge Knivsflå (2019, F10, s.18) så bør det også legges til en illikviditetspremie som fungerer som en ekstra faktor ved markedssvikt. CAPM kan uttrykkes på følgende måte (Berk & DeMarzo, 2017, s. 419);

$$ekk = r_f(1 - s) + \beta_{EK} * MRP + ilp$$

$$MRP = R_M - R_f = \text{Markedets risikopremie}$$

$$ilp = \text{illikviditetspremie}$$

Formel 7-2 - Formel for beregning av egenkapitalkrav

Kapitalverdimodellen bygger på flere enkle forutsetninger. Modellen tar blant annet kun hensyn til systematisk risiko, altså markedsrisiko. Det vil si at det antas at alle investorer holder diversifiserte porteføljer slik at det ikke eksisterer usystematisk risiko, og kalt bedriftsspesifikk risiko.

7.1.2.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten kan defineres som den avkastningen en investor får på en investering som ikke har noe form for risiko. I følge Knivsflå (2019, F10, s.36) så kan en passende risikofri rente enten være 3M-Nibor eller renten på en langsiktig statsobligasjon. Nibor er den renten som blir brukt i interbank markedet når banker skal låne penger seg imellom. Vi kan bruke denne fratrukket en risikopremie (AA for norsk bank) og skatt. Alternativt rente er statsobligasjon med 10 års løpetid. Den fratrekkes en risikopremie på AAA for den Norske stat og skatt.

Spørsmålet blir da hvilken av disse rentene som er best å bruke. I følge Damodaran (2012) så er det best å bruke rentestatistikk på lange statsobligasjoner. Statsobligasjoner kommer med ulike løpetid, og kan ha både 1, 3, 5 og 10 års løpetid. Renten på de ulike løpetidene varierer en del. Ifølge Norges Bank (NB, 2019) på høsten 2019 så ligger 3, 5 og 10 års statsobligasjoner med henholdsvis 1,27%, 1,32% og 1,50% i rente. Altså er det ikke en veldig betydelig forskjell i renten på tidspunktet. Det er også en antagelse om at «mean reverting» gjelder for rentene over en lengre periode. Det er spesielt aktuelt med dagens lave rentenivåer.

Vi velger å bruke den korte renten representert med 3 måneders Nibor. Dette gjør vi på grunn av en forventning om at denne renten er mer riktig for hvert år enn tiårig statsrente, som igjen vil gi et mer riktig bilde av avkastningskravene hvert år. Vi benytter gjennomsnittlig 3 måneders rente Nibor for året og trekker fra en kredittrisikopremie med utgangspunkt i at Norske banker er ratet AA. I tabell 7-1 har vi beregnet den risikofrie renten etter skatt.

Beregning risikofri rente	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Nibor 3-mnd	1,87 %	1,75 %	1,70 %	1,29 %	1,07 %	0,89 %	1,06 %	
Kredittrisikopremie (AA)	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %	
Risikofri rente før skatt	1,47 %	1,35 %	1,30 %	0,89 %	0,67 %	0,49 %	0,66 %	0,88 %
Skatt (dss)	0,41 %	0,38 %	0,35 %	0,22 %	0,16 %	0,11 %	0,15 %	0,22 %
Risikofri rente etter skatt	1,06 %	0,97 %	0,95 %	0,67 %	0,51 %	0,38 %	0,51 %	0,65 %

Tabell 7-1 - Beregning av risikofri rente

7.1.2.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie kan defineres som den meravkastningen en investor får ved å investere i en markedsportefølje relativt til å investere i den risikofrie renten (Kaldestad & Møller, 2016, s.166). Markedsrisikopremien kan uttrykkes slik;

$$\text{Markedets risikopremie} = r_m - r_f$$

Formel 7-3 - Formel for beregning av risikopremie

Markedsrisikoen vil være eksponert for mange usikre faktorer som påvirker den. Både inflasjon, konjunkturer og andre makroøkonomiske forhold vil påvirke hvor stor premien blir. Dette gjør at det er svært vanskelig å estimere framtidig risikopremie. Den mest vanlige måten for å lage et estimat på framtidig risikopremie er å bruke historiske data med ulike intervall. Dette gjorde blant annet Damodaran (2012) for perioden 1958-2015 og 1995-2015. Damodaran kom frem til et estimat på ca. 5%. Knivsflå (2019, F10, s.39) har også gjort sine egne beregninger rundt historisk risikopremie. Intervallet for dette var 2013-2018, og det er omtrent identisk med vår analyseperiode. Gjennomsnittlig risikopremie i den perioden var da 4,2%. Knivsflå (2019, F10, s.41) har videre valgt å normalisere risikopremien med å ha ulike vekt på det lange og det korte intervallet og får da et estimat på en normalisert risikopremie på 5.1% etter skatt.

Vi har valgt å beregne vårt eget estimat på markedets risikopremie, og vi får et omtrent identisk estimat med Knivsflå (2019, F16, s.30). I snitt for analyseperioden blir risikopremien 5,17%.

Risikopremie	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019T	Snitt
Kortsiktig perspektiv etter skatt	4,50 %	4,50 %	4,50 %	4,50 %	4,50 %	4,50 %		
Vekt	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250		
Langsiktig perspektiv etter skatt	5,50 %	5,50 %	6,00 %	5,50 %	5,40 %	5,10 %		
Vekt	75,00 %	75,00 %	75,00 %	75,00 %	75,00 %	75,00 %		
Estimert markedsrisikopremie etter skatt	5,25 %	5,25 %	5,63 %	5,25 %	5,18 %	4,95 %	5,00 %	5,17 %

Tabell 7-2 - Estimert risikopremie etter skatt

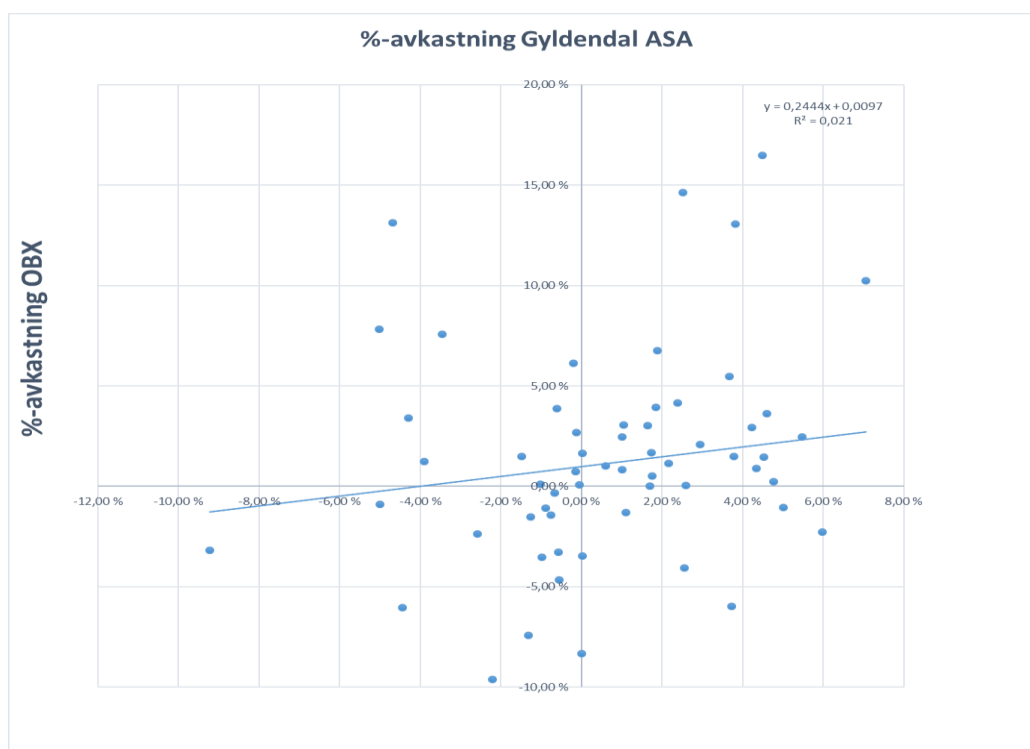
7.1.2.3 Gjennomsnittlig egenkapitalbeta for analyseperioden

Som nevnt i innledningen så tar kapitalverdimodellen kun hensyn til systematisk risiko når den skal forklare avkastningen til en aksje. Det blir hensyntatt ved hjelp av en egenkapitalbeta (β_{EK}). Egenkapitalbeta er et mål på hvor mye den aktuelle aksjen svinger i takt med markedet. Altså det er et mål på hvor mye markedsrisiko en aksje er utsatt for. En beta lik 0 vil si at markedet ikke svinger med aksjemarkedet i det hele tatt, og den er altså ikke utsatt for noe systematisk risiko. Visst beta er lik 1 så svinger aksjen perfekt i takt med markedet. Visst markedet da går opp 1% så går aksjen også opp med 1%. Det vil si at all risikoen i aksjen kan forklares av systematisk risiko. Egenkapitalbeta kan uttrykkes følgende;

$$\beta_{EK} = \frac{\text{Kovarians mellom aksje og markedsportefølje}}{\text{Variansen til markedsporteføljen}}$$

Formel 7-4 - Formel for egenkapitalbeta

Betaverdi er ingen direkte observerbar verdi, men den kan estimeres basert på kursdata fra aksjen og en markedsindeks. Metoden går ut på å gjøre en regresjonsanalyse basert på historiske data fra analyseperioden. Det vi ønsker å finne ut er hvor mye avkastningen i Gyldendal (GYL) utvikler seg når markedsindeksen gjør det. Vi har valgt Oslo Børs sin hovedindeks, også kallet OBX-indeksen. Denne inneholder de 25 mest omsatte aksjene på børsen og fungerer som referansepunkt for utviklingen i aksjemarkedet. I regresjonsanalysen blir da Gyldendal den avhengige variabelen, mens hovedindeksen blir den uavhengige variabelen. Koeffisienten (stigningstallet) vi da får fra regresjon blir ekvivalent med Gyldendal sin rå EK-beta. Vi har hentet data fra Oslo Børs sine hjemmesider og har 60 observasjoner tilgjengelig for analyse. Antall observasjoner er ikke for hele analyseperioden, men er likevel i tråd med det som er anbefalt å ha av observasjoner når det skal fastsettes rå beta for et selskap (Koller et al. 2010).



Figur 7-1 - Regresjon av samvariasjon mellom OBX og Gyldendal aksjer

Av figur 7-1 ser vi alle observasjonene markert som blå punkter i koordinatsystemet. Prosentvisavkastning i Gyldendal ASA er markert på Y-aksen, mens prosentvisavkastning i hovedindeksen (OBX) er markert på X-aksen. Vi ser av regresjonen at koeffisienten er 0,244, og det vil si at når børsen økter med 1% så øker Gyldendal-aksjen med 0,244%.

Regresjonsstatistikk	
Multippel R	0,144999231
R-kvadrat	0,021024777
Justert R-kvadrat	0,004145894
Standardfeil	0,054528835
Observasjoner	60

Variansanalyse					
	fg	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1,0000	0,0037	0,0037	1,2456	0,2690
Residualer	58,0000	0,1725	0,0030		
Totalt	59,0000	0,1762			

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%
Skjæringspunkt	0,0097	0,0072	1,3459	0,1836	0,0047	0,0242	0,0047	0,0242
X-variabel 1	0,2444	0,2190	1,1161	0,2690	0,1939	0,6826	0,1939	0,6826

Tabell 7-3 - Resultat fra regresjon

I figuren over så ser vi regresjonsstatistikken. Der ser vi at R-kvadrat viser 0,021. Det R-kvadrat sier oss er hvor mye av variasjonen i aksjen til Gyldendal som kan forklares med variasjonen i hovedindeksen. Det er altså et mål på forklaringskraften til koeffisienten. Det denne sier oss er at 2,1% av variasjonen i aksjen til Gyldendal kan forklares med variasjonen i hovedindeksen. Dette er en svært dårlig forklaringskraft i teorien, og sier oss hovedsakelig at CAPM egner seg dårlig for å estimere beta-verdien.

I metoden over så har vi som nevnt beregnet en rå beta for Gyldendal. Ifølge Koller (2010) så vil betaverdiene på langsikt gå mot markedsbetaen som er 1. Vi kan derfor beregne en justert beta som er vektet mellom en markedsbeta og en rå beta. Ifølge Patterson (1995) kan den justerte beta-verdien uttrykkes som følger;

$$\beta_{justert} = \frac{2}{3} * \text{rå beta} + \frac{1}{3} * \text{markedsbeta} = \frac{2}{3} * 0,244 + \frac{1}{3} * 1 = 0,496$$

Formel 7-5 - Formel for justert egenkapitalbeta

Da får vi et beta-estimat på 0,496 som kan anses som lavt. Dette har nok delvis å gjøre med at Gyldendal har en sterk egenkapital. Hadde selskapet hatt mer gjeld så hadde betaverdien vært høyere.

Årlig egenkapitalbeta blir beregnet i kapittel 7.1.2.4.

7.1.2.4 Årlig egenkapitalbeta

I kapitlet over så har vi beregnet gjennomsnittlig egenkapitalbeta for analyseperioden. For å beregne årlig egenkapitalbeta så bruker vi Miller-Modigliani sin proposisjon 1. Deres teorem sier at verdien av selskapet er helt uavhengig av hvordan selskapet er finansiert. Visst verdien er uavhengig av dette så er også netto driftsbeta det, noe som vil si at vi kan anta at netto driftsbeta er konstant over tid. Dette er forutsatt at selskapet ikke er i noe finansiell krise, og det er ikke

Gyldendal. Den årlige egenkapitalbeta blir beregnet residualt med grunnlag i netto finansiell beta (β_{NFG}) og netto driftsbeta (β_{NDK}). Den kan uttrykkes på følgende måte;

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

Formel 7-6 - Formel for netto driftsbeta

Netto driftsbeta		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Egenkapitalbeta	β_{EK}	0,6920	0,6410	0,5944	0,5339	0,4589	0,4400	0,4137	0,4962
Egenkapitalvekt	EK/NDK	0,4696	0,5075	0,5473	0,6083	0,7076	0,7417	0,7892	0,6560
Netto finansiell gjeldsbeta	β_{NFG}	0,0049	0,0046	0,0049	0,0071	0,0098	0,0046	0,0049	0,0059
Netto finansiell gjeldsvekt	NFG/NDK	0,5304	0,4925	0,4527	0,3917	0,2924	0,2583	0,2108	0,3440
Netto driftsbeta	β_{NDK}	0,3276	0,3276	0,3276	0,3276	0,3276	0,3276	0,3276	0,3276

Tabell 7-4 - Beregning netto driftsbeta

I tabell 7-4 ser vi beregningen for netto finansiell gjeldsbeta, netto driftsbeta og årlig egenkapitalbeta. Vi ser av tabellen at beta går ned når egenkapitalvekten øker. Dette er helt naturlig da egenkapitalen blir utsatt for mindre risiko når kreditorene krever en mindre del av avkastningen som følge av mindre gjeldsfinansiering (Palepu et al, 2013)

7.1.2.5 Illikviditetspremie

En av forutsetningene i kapitalverdimodellen er at det er perfekte markeder. Dette er en veldig streng forutsetning, og med stor sannsynlighet ikke en realistisk forutsetning. Ifølge Knivsflå (2019, F10, s.54) så vil det i praksis være en viss illikviditet i alle marked, og denne bør synliggjøres. Når det gjelder fastsettelse av en illikviditetspremie så mangler vi en enkel teori, så derfor må det brukes en stor grad av skjønn på dette (Knivsflå, 2019, F10, s.54). Gyldendal er et børsnotert selskap så i teorien ville det vært rimelig å anta at det ikke er noen stor illikviditet i aksjen. Det er derimot tydelig at det eksisterer en viss illikviditet i aksjen på grunn av usedvanlig lav omsetning. Vi skal videre se på faktorer som tapper for en høy illikviditetspremie og hvilke vi mener som gjelder for Gyldendal.

I følge Kinserdal et.al (2017, s. 363) så er det vanlig at investorer legger til mellom 2-5 % illikviditetspremie på aksjer med begrenset eller ingen likviditet. Det er flere faktorer som påvirker hvilken ende av skalaen man skal legge seg på ved fastsettelse av en illikviditetspremie. For eksempel er forhold som lav direkteavkastning, lite omsettelige eiendeler, selskapets størrelse, høy beta, juridiske hindringer og eierkonsentrasjon viktige faktorer som tapper for en høy illikviditetspremie (Kaldestad & Møller, 2016, s. 284). Hva som er en fornuftig illikviditetspremie, er likevel vanskelig å fastslå. I et selskap der man kan komme seg inn og ut raskt uten å påvirke kursen så er premien omtrent 0% (Kaldestad og Møller, 2016, s. 285). Gyldendal er et selskap som har svært liten omsetning og en såpass tynn ordrebook at et kjøp eller salg kan påvirke kursen

betydelig i både positiv og negativ retning. Utbytte har i analyseperioden vært i snitt 2,17 % av bokført egenkapital og 2,44 % av børskurs, noe vi anser som forholdsvis lavt. Disse forholdene taler sterkt for en illikviditetspremie. Investorer bør bli kompensert for en slik illikviditet i aksjen. Når vi nå skal bestemme en illikviditetspremie så har vi lagt spesielt vekt på hvor stor omsetning der i aksjen, og hvordan eierkonstellasjonen er. Vi anser ikke aksjen som helt innlåst så derfor legger vi ikke inn den høyeste illikviditetspremien, men på grunn av en gjennomsnittlig daglig omsetning på 9 502 kr (Infront, 2019) så bør premien ligge mellom 3-5%. Eierkonstellasjonen i dag er i tillegg svært konsentrert. Hovedaksjonær Erik Must AS eier over 85% av aksjen i tillegg til at Must-familien for øvrig kontrollerer 3-4%. Dette gjør at familien kontrollerer nesten 90% av aksjene. Det er også andre aksjonærer som har sittet med aksjene over lang tid, og Gyldendal eier selv 1,92% av aksjene. Denne eierkonstellasjonen har vært lenge og gjør at det er både lite selgere og kjøpere. På bakgrunn av de nevnt argumenter så har vi bestemt at en illikviditetspremie på 3,5% er passende.

7.2 Egenkapitalkravet

Vi har nå systematisk gått gjennom alle parameterne i kapitalverdimodellen. Alle parameterne er beregnet og skjønnsmessig estimering av illikviditetspremie er også gjort. Som nevnt så kan vi beregne avkastningskravet til egenkapitalen ved hjelp av kapitalverdimodellen og den uttrykkes som følger;

$$ekk = r_f(1 - s) + \beta_{EK} * MRP + ilp = 0,65\% + (0,5124 * 5,17\%) + 3,5\% = 6,8\%$$

Formel 7-7 - Formel for beregning av egenkapitalkrav

I tabell 7-5 ser vi beregningen for hele analyseperioden.

Egenkapitalkrav		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Risikofri rente etter skatt	r_f	1,06 %	0,97 %	0,95 %	0,67 %	0,51 %	0,38 %	0,51 %	0,65 %
Justert egenkapitalbeta	β_{EK^*}	0,6920	0,6410	0,5944	0,5339	0,4589	0,4400	0,4137	0,5124
Markedsrisikopremie	mrp	5,25 %	5,25 %	5,63 %	5,25 %	5,18 %	4,95 %	5,00 %	5,17 %
Illikviditetspremie		3,50 %	3,50 %	3,50 %	3,50 %	3,50 %	3,50 %	3,50 %	3,50 %
Egenkapitalkrav	ekk	8,19 %	7,84 %	7,79 %	6,97 %	6,38 %	6,06 %	6,08 %	6,80 %

Tabell 7-5 - Beregning egenkapitalkrav

7.3 Krav til finansiell gjeld

I dette kapitlet skal vi beregne krav til den finansielle gjelden. Vi skal da beregne krav til den finansielle gjelden, finansielle eiendeler og til slutt vekte kravene og beregne et *netto finansielt gjeldskrav*. Kravet til netto finansielt gjeldskrav kan uttrykkes som følgende;

$$nfgk = fgk * \frac{FG}{NFG} - fek * \frac{FE}{NFG}$$

$nfgk = \text{Netto finansielt gjeldskrav}$, $fgk = \text{Finansielt gjeldskrav}$,
 $fek = \text{Finansielt eiendelskrav}$

Formel 7-8 – Formel for beregning av netto finansielt gjeldskrav

7.3.1 Krav til finansiell gjeld

Avkastningskravet til finansiell gjeld kan defineres som kostnaden til selskapets gjeld. Denne kostnaden består av en risikofri rente pluss en kredittrisikopremie basert på selskapet som låner penger. Kravet kan uttrykkes som følgende;

Krav til finansiell gjeld = Risikofri rente etter skatt + Kredittrisikopremie

$$\text{Krav til finansiell gjeld} = r_f * (1 - s) + krp$$

Formel 7-9 - Formel for beregning av krav til finansiell gjeld

Vi bruker den risikofrie renten som er estimert i kapittel 7.1.2.1. Den risikofrie renten fungerer som et mål på selskapet sin rentekostnad. Hvis markedsrenten øker så vil også selskapet sin lånekostnad øke. Den andre faktoren er kredittrisikopremien til Gyldendal. Kredittrisikopremien er basert på kredittvurdering som ble gjort på slutten av kapittel 6.

Rating	Kort KRP etter skatt	Lang KRP etter skatt
AAA	0,0020	0,0060
AA	0,0040	0,0080
A	0,0060	0,0100
BBB	0,0100	0,0140
BB	0,0270	0,0310
B	0,0400	0,0440
CCC	0,0790	0,0830
CC	0,1450	0,1490
C	0,2100	0,2100
D	0,2760	0,2800

Tabell 7-6 - Oversikt over kredittrisikopremier

Gyldendal har i 2018 betalt ut all langsiktig rentebærende finansiell gjeld. De har heller ikke mye kortsiktig finansiell rentebærende gjeld. Vi har derimot justert for leieretten og det utgjør det meste av langsiktig finansiell gjeld. Vi velger derfor å bruke en langsiktig kredittrisikopremie, noe som gir et tilleggskrav til den finansielle gjelden.

Krav til finansiell gjeld		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Syntetisk rating		BB+	BB+	BB+	BB	BB	BBB	BBB	BBB
Risikofrirente etter skatt	r_f	1,06 %	0,97 %	0,95 %	0,67 %	0,51 %	0,38 %	0,51 %	0,65 %
Kredittrisikopremie	krp	3,10 %	3,10 %	3,10 %	3,10 %	3,10 %	1,40 %	1,40 %	2,42 %
Finansielt gjeldskrav	fgk	4,16 %	4,07 %	4,05 %	3,77 %	3,61 %	1,78 %	1,91 %	3,07 %

Tabell 7-7 - Beregning av finansielt gjeldskrav

Vi ser av tabell 7-7 at det vektete finansielle gjeldskravet til Gyldendal i gjennomsnitt er 3,07% i analyseperioden.

7.3.1.1 Finansiell gjeldsbeta

Det neste vi skal beregne er finansiell gjeldsbeta. Ifølge Knivsflå (2019, F10, s.67) så kan finansiell gjeldsbeta beregnes ved hjelp av markedsrisikodel ($mr d_{FG}$), kredittrisikopremie (krp) og markedsrisikopremie (mrp). Dette kan uttrykkes som følgende;

$$\beta_{FG} = \frac{krp_L * mr d_{FG}}{mrp}$$

Formel 7-10 - Formel for beregning av finansiell gjeldsbeta

Markedsrisikodelen er ifølge Knivsflå (2019, F10, s.67) den delen av konkurrisikoen som kommer fra økonomien generelt. Mer eksplisitt sier den noe om hvor mye kredittrisikopremien varierer i forhold til markedsindeksen som er Oslo Børs. Denne setter vi lik forklaringskraften i regresjonen mellom Gyldendal og hovedindeksen justert med 1/3. Kredittrisikopremien ble fastsatt ut ifra den syntetiske ratingen i kapittel 6.3. Markedsrisikopremien er den sammen som vi fastsatte i kapittel 7.1.2.2.

Finansiell gjeldsbeta		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Lang kredittrisikopremie	krp_L	3,10 %	3,10 %	3,10 %	3,10 %	3,10 %	1,40 %	1,40 %	2,61 %
Markedsrisikopremie	mrp	5,25 %	5,25 %	5,63 %	5,25 %	5,18 %	4,95 %	5,00 %	5,21 %
Markedsrisikodel FG	$mr d_{FG}$	0,0070	0,0070	0,0070	0,0070	0,0070	0,0070	0,0070	0,0070
Finansiell gjeldsbeta	β_{FG}	0,0041	0,0041	0,0039	0,0041	0,0042	0,0020	0,0020	0,0035

Tabell 7-8 - Beregning av finansiell gjeldsbeta

Vi ser av tabell 7-8 at den implisitte finansielle gjeldsbetaen er i gjennomsnitt 0,0035 over analyseperioden.

7.3.1.2 Krav til finansielle eiendeler

Vi skal videre beregne kravet til finansielle eiendeler. Ifølge Knivsflå (2019, F10, s.66) så kan kravet til finansielle eiendeler beregnes ved å vekte eiendelskravet for kontanter, fordringer og investeringer. Dette kan uttrykkes på følgende måte;

$$fek = fk * \frac{FOR}{FE} + ik * \frac{INV}{FE} + kk * \frac{KON}{FE}$$

$$\begin{aligned} \text{kontantkrav} &= kk = fk = r_f * (1 - s) \\ \text{investeringskrav} &= ik = r_f * (1 - s) + \beta_{INV} * mrp + ilp \\ \text{fordringskrav} &= fk = r_f * (1 - s) + krp_L \\ \text{KON} &= \text{Kontanter og kontantekvivalenter} \\ \text{INV} &= \text{Finansielle investeringer} \\ \text{FOR} &= \text{Finansielle fordringer} \end{aligned}$$

Formel 7-11 - Formler for beregning av finansielt eiendelskrav

Siden de ulike finansielle eiendelen har ulik risiko forbundet meg seg så det også fornuftig at de har ulike avkastningskrav. De finansielle eiendelene til Gyldendal består seg stort sett i kontanter og kontantekvivalenter. Dette gjør at kravet stort sett vil basere seg på kontantkravet.

Kontantkravet blir satt likt den risikofrie renten som ble beregnet i kapittel 7.1.2.1 fordi kontanter blir ansett som tilnærmet risikofrie (Knivsflå, 2019, F10, s.69). Kravet til fordringer blir satt likt en kort kredittrisikopremie basert på den syntetiske ratingen i kapittel 6.3 pluss den risikofrie rente. Gyldendal hadde derimot ingen finansielle fordringer så det får ingen praktisk betydning for kravet til finansielle eiendeler. Kravet til finansielle investeringer blir satt likt markedsrisikopremien fra kapittel 7.1.2.2, mens det ikke blir synliggjort noen illikviditetspremie da vi ikke har noen videre informasjon om hva disse investeringene består av (Knivsflå, 2019, F10, s.69). Det forutsettes en beta på investeringene litt markedsbeta på 1.

Krav til finansielle eiendeler		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Fordringskrav	<i>fk</i>	2,06 %	1,97 %	1,95 %	1,67 %	1,51 %	1,38 %	1,51 %	1,65 %
Fordringsvekt	<i>FOR/FE</i>	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Investeringskrav	<i>ik</i>	6,31 %	6,22 %	6,57 %	5,92 %	5,68 %	5,33 %	5,51 %	5,82 %
Investeringsvekt	<i>INV/FE</i>	0,0005	0,0017	0,0005	0,0003	0,0002	0,0002	0,0002	0,0004
Kontantkrav	<i>kk</i>	1,06 %	0,97 %	0,95 %	0,67 %	0,51 %	0,38 %	0,51 %	0,65 %
Kontantvekt	<i>KON/FE</i>	0,8373	0,6094	1,2045	1,2276	0,9582	0,9303	0,8761	0,9543
Finansielt eiendelskrav	<i>fek</i>	0,89 %	0,60 %	1,15 %	0,82 %	0,49 %	0,35 %	0,45 %	0,63 %

Tabell 7-9 - Beregning av finansielt eiendelskrav

I tabell 7-9 så har vi beregnet kravet til finansielle eiendeler. Vi ser at kravet til finansielle eiendeler blir i snitt 0,63% for analyseperioden. Dette er et lavt krav og grunnen er hovedsakelig konsentrasjonen av finansielle eiendeler hos Gyldendal. Mesteparten består av kontanter og er tilnærmet risikofritt og det gjør at kravet blir lavt.

Vi har nå lagt grunnlaget for å beregne den finansielle eiendelsbetaen. Vi fortsetter å bruke Knivsflå (2019, F10, s.69) sine forutsetninger om at investeringsbetaen er lik markedsbeta og at beta til kontanter er lik 0. Fordringer er en post som vil være utsatt for risiko, og den har vi beregnet på samme måte som beta for finansiell gjeld. Siden det derimot ikke er finansielle

fordringer i balansen så blir fordringsvekten 0, og den får derfor ikke noe praktisk betydning.

Formelen for finansiell eiendelsbeta kan uttrykkes som følgende;

$$\beta_{FE} = \beta_{FOR} * \frac{FOR}{FE} + \beta_{INV} * \frac{INV}{FE} + \beta_{KON} * \frac{KON}{FE}$$

$$\beta_{FOR} = \frac{krp_K * mrd}{mrp}$$

$$\beta_{INV} = 1 \quad \beta_{KON} = 0$$

Formel 7-12 - Formel for beregning av finansiell eiendelsbeta

Finansiell eiendelsbeta		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Kort kreditrisikopremie		0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100
Markedsrisikopremie etter skatt	<i>mrp</i>	5,25 %	5,25 %	5,63 %	5,25 %	5,18 %	4,95 %	5,00 %	5,17 %
Fordringsbeta når $mrd = 1$		0,1905	0,1905	0,1778	0,1905	0,1932	0,2020	0,2000	0,1938
Markedets risikodel	<i>mrd</i>	0,0210	0,0210	0,0210	0,0210	0,0210	0,0210	0,0210	0,0210
Fordringsbeta	β_{FOR}	0,0040	0,0040	0,0037	0,0040	0,0041	0,0042	0,0042	0,0041
Fordringsvekt	<i>FOR/FE</i>	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Investeringsbeta	β_{INV}	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
Investeringsvekt	<i>INV/FE</i>	0,0005	0,0017	0,0005	0,0003	0,0002	0,0002	0,0002	0,0004
Kontantbeta	β_{KON}	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Kontantvekt	<i>KON/FE</i>	0,8373	0,6094	1,2045	1,2276	0,9582	0,9303	0,8761	0,9543
Finansiell eiendelsbeta	β_{FE}	0,0005	0,0017	0,0005	0,0003	0,0002	0,0002	0,0002	0,0004

Tabell 7-10 - Beregning av finansiell eiendelsbeta

Vi ser av tabell 7-10 at den finansielle gjeldsbetaen i snitt ligger på 0,0004. Siden Gyldendal ikke har finansielle fordringer og betaen på kontanter er 0 så er den finansielle eiendelsbetaen lik investeringsvekten.

7.3.2 Krav til netto finansiell gjeld

Baserte på beregningen ovenfor så har vi nå grunnlaget for å beregne netto finansielt gjeldskrav. Det blir som nevnt beregnet ved å vekte netto finansiell gjeld og trekke fra det vektet kravet til finansielle eiendeler som ble beregnet i kapittel 7.3.1.2.

$$nfgk = fgk * \frac{FG}{NFG} - fek * \frac{FE}{NFG}$$

Formel 7-13 - Formel for beregning av netto finansielt gjeldskrav

Krav til netto finansiell gjeld		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Krav til finansiell gjeld	<i>fgk</i>	4,16 %	4,07 %	4,05 %	3,77 %	3,61 %	1,78 %	1,91 %	3,07 %
Finansiell gjeldsvekt	<i>FG/NFG</i>	1,2219	1,2121	1,3109	1,7703	2,4009	2,4916	2,6721	2,0329
Krav til finansielle eiendeler	<i>fek</i>	0,89 %	0,60 %	1,15 %	0,82 %	0,49 %	0,35 %	0,45 %	0,62 %
Finansiell eiendelsvekt	<i>FE/NFG</i>	0,2219	0,2121	0,3109	0,7703	1,4009	1,4916	1,6721	1,0329
Netto finansielt gjeldskrav	<i>nfgk</i>	4,88 %	4,81 %	4,95 %	6,04 %	7,98 %	3,90 %	4,36 %	5,61 %

Tabell 7-11 - Beregning av krav til netto finansiell gjeld

Vi ser av tabell 7-11 at den gjennomsnittlige kravet til netto finansiell gjeld er 5,61%.

Netto finansiell gjeldsbeta		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Finansiell gjeldsbeta	β_{FG}	0,0041	0,0041	0,0039	0,0041	0,0042	0,0020	0,0020	0,0032
Finansiell gjeldsvekt	FG/NFG	1,2219	1,2121	1,3109	1,7703	2,4009	2,4916	2,6721	2,0329
Finansiell eiendelsbeta	β_{FE}	0,0005	0,0017	0,0005	0,0003	0,0002	0,0002	0,0002	0,0004
Finansiell eiendelsvekt	FE/NFG	0,2219	0,2121	0,3109	0,7703	1,4009	1,4916	1,6721	1,0329
Netto finansiell gjeldsbeta	β_{NFG}	0,0049	0,0046	0,0049	0,0071	0,0098	0,0046	0,0049	0,0059

Tabell 7-12 - Beregning av netto finansiell gjeldsbeta

Vi har nå også grunnlaget for å beregne netto finansiell gjeldsbeta (β_{FG}). Denne regner vi ut ved å vekte finansiell gjeldsbeta med andel finansiell gjeld og trekke fra finansiell eiendelsbeta vektet med andel finansielle eiendeler. Vi ser av tabell 7-12 at gjennomsnittlig netto finansiell gjeldsbeta er 0,0059.

7.4 Totalkapitalkravet

I løpet av kapittel 7.2 og 7.3.2 har vi beregnet henholdsvis egenkapitalkravet og kravet til netto finansiell gjeld. Dette gjør at vi nå kan beregne kravet til totalkapitalen som er netto driftskapital.

Beregning av netto driftskrav (*ndk*) gjør vi ved hjelp av WACC. Netto driftskrav er et avkastningskrav til egenkapitalen som blir vektet med hensyn på finansiell gjeld, majoritets- og minoritetsinteresser. Grunnen til vektingen er at det ulike finansieringskildene har ulik risiko. Netto driftskrav kan uttrykkes som følgende;

$$ndk = ekk * \frac{EK}{NDK} + mik * \frac{MI}{NDK} + nfgk * \frac{NFG}{NDK}$$

Formel 7-14 - Formel for beregning av netto driftskrav

Netto driftskrav		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	8,19 %	7,84 %	7,79 %	6,97 %	6,38 %	6,06 %	6,08 %	6,81 %
Majoritetsvekt	EK/NDK	0,4696	0,5075	0,5473	0,6083	0,7076	0,7417	0,7892	0,6560
Netto finansiell gjeldskrav	<i>nfgk</i>	4,88 %	4,81 %	4,95 %	6,04 %	7,98 %	3,90 %	4,36 %	5,22 %
Netto finansiell gjeldsvek	NFG/NDK	0,5304	0,4925	0,4527	0,3917	0,2924	0,2583	0,2108	0,3440
Netto driftskrav	<i>ndk</i>	6,44 %	6,35 %	6,51 %	6,61 %	6,85 %	5,50 %	5,72 %	6,19 %

Tabell 7-13 - Beregning av netto driftskrav

Vi ser av tabell 7-13 at gjennomsnittlig netto driftskrav er på 6,19% for analyseperioden. Den topper ut i 2016 da den lå på 6,85%. Det hadde hovedsakelig med at selskapet hadde et høyt netto finansielt gjeldskrav det året. Vi ser også at i 2015 var egenkapitalkravet lavere enn gjeldskravet, noe som intuitivt ikke gir mening når risikoen ved å skyte inn egenkapital er høyere enn å skyte inn gjeld. Da burde kravet også vært større siden det er større risiko. Ellers så ser vi at egenkapitalkravet reduseres med årene i takt med økt andel av egenkapital. Det er nedgangen i gjeldskravet de siste årene som gjør at netto driftskrav reduseres gjennom analyseperioden. Grunnen til reduksjon i kravet er at egenkapitalkravet reduseres sammen med økt egenkapitalvekt, mens ratingen for selskapet ble oppgradert i 2017 og 2018 som ledet til lavere kredittrisikopremie.

$$ssk = ekk * \frac{EK}{SSK} + mik * \frac{MI}{SSK} + nfgk * \frac{NFG}{SSK}$$

Formel 7-15 - Formel for beregning av krav til sysselsatt kapital

I tabell 7-14 så har vi beregnet kravet til den sysselsatte kapitalen (*ssk*). Vi bruker også her WACC for å beregne kravet slik at vi kan vekte de ulike finansieringskildene basert på ulik risiko. Vi ser av formel 7-15 hvordan sysselsatt kapitalkrav blir beregnet. Gjennomsnittlig krav til den sysselsatte kapitalen ligger på 4,97% i analyseperioden.

Sysselsatt kapitalkrav		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	8,19 %	7,84 %	7,79 %	6,97 %	6,38 %	6,06 %	6,08 %	6,81 %
Majoritetsvekt	<i>EK/SSK</i>	0,4201	0,4595	0,4798	0,4673	0,5019	0,5354	0,5836	0,5051
Finansiell gjeldskrav	<i>fgk</i>	4,16 %	4,07 %	4,05 %	3,77 %	3,61 %	1,78 %	1,91 %	3,07 %
Finansiell gjeldsvekt	<i>FG/SSK</i>	0,5799	0,5405	0,5202	0,5327	0,4981	0,4646	0,4164	0,4949
Sysselsatt kapitalkrav	<i>skk</i>	5,85 %	5,80 %	5,85 %	5,26 %	5,00 %	4,07 %	4,35 %	4,97 %

Tabell 7-14 - Beregning av krav til sysselsatt kapital

8. Analyse av lønnsomhet – strategisk fordel

I dette kapittelet skal vi utføre den strategiske rentabilitetsanalysen. Dette er siste trinnet i rammeverket for forholdstallsanalyse. Dette er en måling av Gyldendal sin lønnsomhet i analyseperioden og er avgjørende informasjon for om selskapet kan være lønnsomme i fremtiden. Vi skal danne oss et kvantitativt bilde av om Gyldendal har en superrentabilitet. For å beregne om Gyldendal har en superrentabilitet så tar vi utgangspunkt i egenkapitalrentabiliteten og måler denne opp mot egenkapitalkravet som ble beregnet i kapittel 7. Superrentabilitet (rentabilitet > krav) blir da et mål på strategisk fordel for eierne (Penman, 2013, s.396). Superrentabiliteten kommer vi til å dekomponere for å finne ut hvilke kilder i selskapet som skaper den eventuelle superrentabiliteten.

Rentabilitet kan defineres som prosentvis avkastning på en kapitalkilde. Ved å gjøre flere former for rentabilitetsmåling så danner vi oss et godt bilde over lønnsomheten til Gyldendal. Rentabilitet kan uttrykkes følgende;

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Resultat til kapitalen}}{\text{Kapitalen}}$$

Formel 8-1 - Formel for beregning av rentabilitet

Superrentabilitet er som nevnt den avkastningen som skapes utover avkastningskravet. Når vi skal lage fremtidsregnskapet så er det vanlige å forutsette at kontantstrømmen blir realisert i slutten av regnskapsåret. Vi kommer derfor til å bruke inngående kapital, men justere for kapital opptjent i løpet av året. Etterskuddsrentabilitet kan uttrykkes på følgende måte;

$$\text{Etterskuddsrentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat}}{IB + \left(\frac{\Delta \text{Kapital} - \text{Normalisert nettoresultat}}{2} \right)}$$

Formel 8-2 - Formel for beregning av etterskuddsrentabilitet

Analysen baserer seg på de omgrupperte og justerte tall fra kapittel 5 for å forenkle prosessen med å avdekke en eventuell strategisk fordel (Penman, 2013, s.396). I løpet av den strategiske rentabilitetsanalysen vil vi trekke linjer tilbake til den kvalitative analysen i kapittel 4.

8.1 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet kan defineres som avkastningen som skapes til selskapets egenkapital. Målestokken for egenkapitalrentabiliteten er egenkapitalkravet til bransjen. Egenkapitalrentabilitet kan uttrykkes på følgende måte;

$$ekr = \left(\frac{NRE}{EK_{IB} + \frac{\Delta EK - NRE}{2}} \right)$$

Formel 8-3 - Formel for beregning av egenkapitalrentabilitet

I tabell 8-1 så ser vi utviklingen i Gyldendal sin egenkapitalrentabilitet. Vi ser at det er store variasjoner i rentabiliteten fra år til år. Det er verdt å merke seg at selv om den er stor så bruker vi normaliserte tall i beregningen. Dette vil implisitt si at variasjonen i egenkapitalrentabiliteten er større i realiteten. Det er også viktig å ta med i vurderingen at kapitalbasen kan være for liten i årene. Vi hadde som nevnt ingen forutsetninger for å kunne justere for merkevarekapital og andre immaterielle eiendeler som ikke er lov å balanseføre etter IFRS. Dette kan gjøre at vi får en overvurdering av rentabilitetstallene. Rentabiliteten er stort sett ganske høy alle årene utenom 2014. Dette året var resultatet vesentlig dårligere enn de andre årene i analyseperioden. Dette skyldes et svært dårlig resultat i Bestselgerforlaget, høyere nedskrivning og ukurans i varelageret. Snittet for egenkapitalrentabilitet i perioden er 8,27%.

Egenkapitalrentabilitet		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Vekt		0,10	0,10	0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	
Nettoreultat til egenkapi	NRE	37 731	30 683	16 476	68 757	73 742	72 146	47 289	53 751
Justert egenkapital	EK*	559 588	590 630	601 250	589 132	642 247	694 895	754 077	649 648
Egenkapitalrentabilitet	ekr	6,74 %	5,19 %	2,74 %	11,67 %	11,48 %	10,38 %	6,27 %	8,27 %

Tabell 8-1 - Beregning av egenkapitalrentabilitet

8.1.1 Superrentabilitet

Som nevnt i innledningen skal vi videre sammenligne egenkapitalrentabiliteten med en målestokk som her er egenkapitalens avkastningskrav. Egenkapitalkravet beregnet vi i kapittel 7.2 og det er dette kravet vi sammenligner egenkapitalrentabiliteten i tabell 8-2 med. I takt med endringen i rentabiliteten så forandrer superrentabiliteten seg i løpet av analyseperioden. I gjennomsnitt er der en superrentabilitet på 1,46%. Vi ser at Gyldendal har hatt gode driftsresultater hele analyseperioden, men med en del svingninger. Det er også verdt å merke seg at de har vært proaktive når det kommer til nedskrivninger hvis det er verdifall på eiendeler. Der skiller de seg ut fra blant annet Aschehoug og Cappelen Damm som trolig hadde et «ryddeår» i henholdsvis 2017 og 2018 med store nedskrivninger dette året i stedet for å ta det gradvis slik Gyldendal har gjort.

Superrentabilitet		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Vekt		0,10	0,10	0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	
Egenkapitalrentabilitet	ekr	6,74 %	5,19 %	2,74 %	11,67 %	11,48 %	10,38 %	6,27 %	8,27 %
Egenkapitalkrav	ekk	8,19 %	7,84 %	7,79 %	6,97 %	6,38 %	6,06 %	6,08 %	6,81 %
Superrentabilitet	π	-1,45 %	-2,64 %	-5,05 %	4,70 %	5,10 %	4,33 %	0,19 %	1,46 %

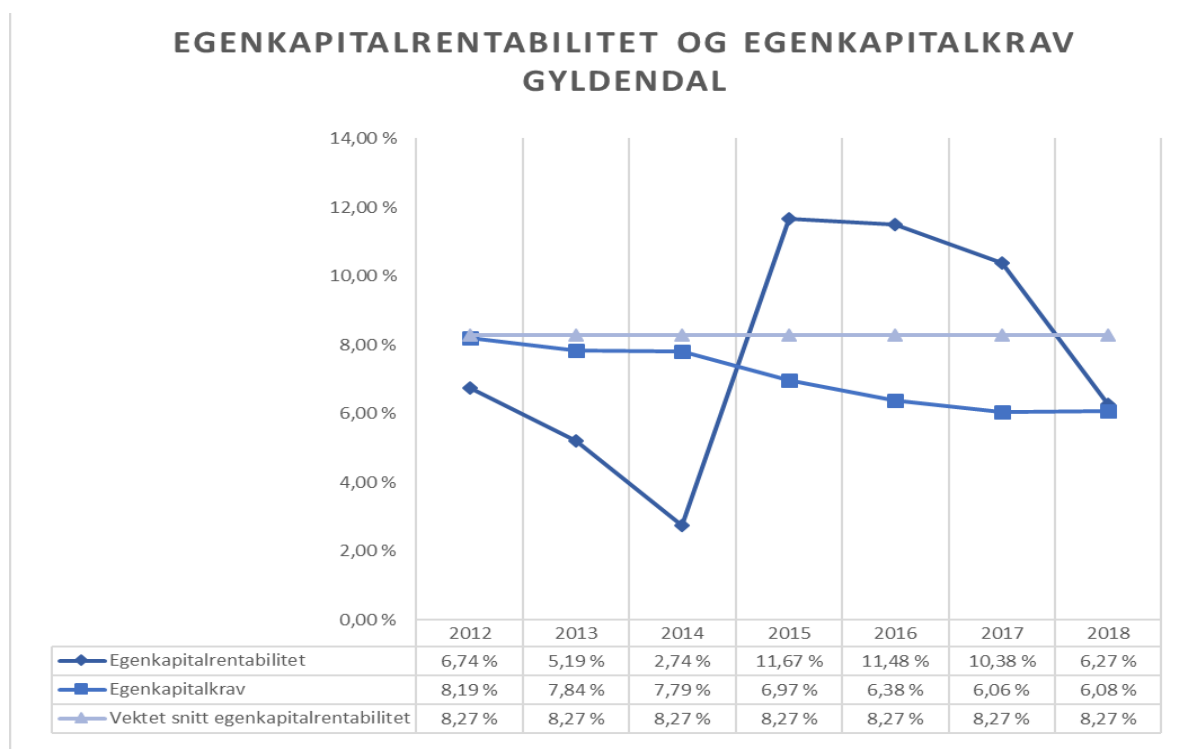
Tabell 8-2 - Beregning av superrentabilitet

En superrentabilitet viser at Gyldendal har en strategisk fordel. Vi ønsker likevel å finne ut mer om hva det er som leder til denne strategiske fordel. Dette gjør vi ved å dekomponere den strategiske fordelen for å finne underliggende årsak. Fordelen kan komme av både interne og eksterne faktorer og vi ønsker å finne hvilke det er som utmerker seg. En dekomponering av superrentabiliteten kan uttrykkes på følgende måte;

$$\begin{aligned}
 ekr - ekk &= (ekr_B - ekk_B) + (ekr - ekr_B) + (ekk_B - ekk) \\
 (ekr_B - ekk_B) &= \text{ekstern bransjefordel} \\
 (ekr - ekr_B) &= \text{intern ressursfordel} \\
 (ekk_B - ekk) &= \text{egenkapitalkravfordel}
 \end{aligned}$$

Formel 8-4 - Formel for dekomponering av strategisk fordel

Det første leddet er den eksterne bransjefordelen og den avgjør om bokbransjen som helhet har en rentabilitet som er større enn hva som er kravet i bransjen. Det andre leddet er den interne ressursfordelen som sier om Gyldendal har en superrentabilitet relativt til bransjen. Det siste leddet handler om Gyldendal har et egenkapitalkrav som er fordelaktig relativt til bransjen sitt egenkapitalkrav. Dette er en egenkapitalkravfordel. Dei to siste leddene utgjør *til sammen* den interne fordelen.



Figur 8-1- Graf av egenkapitalrentabilitet sammenlignet med kravet og vektet snitt.

8.1.2 Ekstern bransjefordel

Vi beregner superrentabiliteten for bransjen på samme måte som vi gjorde det for Gyldendal i kapittel 8.1.1. Differansen mellom bransjen sin egenkapitalrentabilitet og bransjen sitt egenkapitalkrav utgjør superrentabiliteten. Dette sier oss også at den superrentabiliteten vi eventuelt finner er felles for alle selskapene i det komparative utvalget.

Vi ser av tabell 8-3 at bransjen i likhet med Gyldendal har et veldig stabilt egenkapitalkrav, og at det er rentabiliteten som varierer fra år til år. Dette leder igjen til variasjoner i superrentabiliteten. Gjennomsnittlig over analyseperioden så har bransjen en superrentabilitet på 4,04%. Vi antok i den strategiske analysen at bransjefordelen ville være moderat. Dette hadde hovedsakelig med at bokbransjen er preget av en del politiske virkemidler som hjelper bransjen samtidig som vi også antok at disse sannsynligvis fjernet ulemper som ellers ville vært i markedet. Spesielt merverdiavgiftsfritaket og bokavtalen mellom forleggerforeningen og bokhandlerne er sentral. Innkjøpsavtalene til kulturrådet er en annen fordel for bransjen som helhet. Vi antar at dette er hovedgrunnene til at den kvantitative analysen viser en superrentabilitet i bransjen.

Superrentabilitet bransje		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Vekt		0,10	0,10	0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	
Egenkapitalrentabilitet bransje	ekr_B	7,79 %	10,23 %	14,41 %	19,14 %	15,19 %	11,05 %	0,81 %	10,76 %
Egenkapitalkrav bransje	ekk_B	8,17 %	7,79 %	7,75 %	6,82 %	6,25 %	5,87 %	6,09 %	6,72 %
Superrentabilitet bransje	π_B	-0,37 %	2,44 %	6,66 %	12,32 %	8,95 %	5,17 %	-5,29 %	4,04 %

Tabell 8-3- Superrentabilitet bransje

8.1.3 Intern ressursfordel

Som nevnt over så kan vi dele inn den interne fordelene i en intern ressursfordel og en egenkapitalkravfordel. Til sammen sier de oss om Gyldendal har en intern ressursfordel relativt til bransjen.

Vi ser av tabell 8-4 at Gyldendal jevnt over ligger godt under bransjen sin egenkapitalrentabilitet i analyseperioden. Det eneste året Gyldendal har en intern ressursfordel relativt til bransjen er i 2018. Grunnen for dette handler nok om at Cappelen Damm og Aschehoug hadde veldig dårlige år i 2018 på grunn av store nedskrivninger. Gjennomsnittlig intern ressursfordel var i analyseperioden på -2,49%, altså en intern ressursulempe.

"Intern ressursfordel"		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Vekt		0,10	0,10	0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	
Egenkapitalrentabilitet Gyldend	ekr	6,74 %	5,19 %	2,74 %	11,67 %	11,48 %	10,38 %	6,27 %	8,27 %
Egenkapitalrentabilitet bransje	ekr_B	7,79 %	10,23 %	14,41 %	19,14 %	15,19 %	11,05 %	0,81 %	10,76 %
"Intern ressursfordel"	$ekr - ekr_B$	-1,05 %	-5,04 %	-11,67 %	-7,47 %	-3,71 %	-0,67 %	5,47 %	-2,49 %

Tabell 8-4 - Beregning av intern ressursfordel

Det er viktig å påpeke at egenkapitalrentabiliteten for bransjen trekkes betydelig opp i analyseperioden av Forlagshuset Vigmostad & Bjørke. Ved å fjerne Forlagshuset Vigmostad & Bjørke fra bransjen så hadde den interne ressursfordelen til Gyldendal vært på 0,93%. Mellom 2013 og 2016 hadde de en egenkapitalrentabilitet på mellom 29 og 52%. Dette var en fase der de var i sterk vekst med gode resultat og hadde relativ liten egenkapitalandel. Gyldendal har som vist i 2.5 betydelig mer av omsetningen sin fra bokhandel enn bransjen ellers, og her har marginene vært lavere i analyseperioden. For 2018 var netto driftsmargin for ARK-bokhandel kun 1,65% mens Gyldendal Norsk Forlag hadde 10,28%. Dette påvirker tallene for perioden *betydelig* og gjør at Gyldendal har en intern ressursulempe målt mot bransjen.

Det siste vi skal se på er om Gyldendal har en egenkapitalkravfordel. En egenkapitalkravfordel sier om Gyldendal har et høyere egenkapitalkrav enn bransjen. En egenkapitalfordel vil si at investorer har en lavere investeringsrisiko i Gyldendal enn de har i bransjen sett under ett. Vi ser i tabell 8-5 at det tidsvektede snittet ligger på -0,09% som viser oss at Gyldendal har et marginalt høyere egenkapitalkrav enn bransjen. Investorer anser da risikoen for å investere i Gyldendal som marginalt større enn å investere i bransjen som helhet. Grunnen til dette kan være marginale forskjeller i beta mellom bransjen og Gyldendal. Egenkapitalkravene til både bransjen og Gyldendal har vært svært stabile i analyseperioden og det er nok liten sannsynlighet for at dette endrer seg betydelig i fremtiden.

Egenkapitalkravfordel		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Vekt		0,10	0,10	0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	
Egenkapitalkrav bransje	ekk_B	8,17 %	7,79 %	7,75 %	6,82 %	6,25 %	5,87 %	6,09 %	6,72 %
Egenkapitalkrav Gyldendal	ekk	8,19 %	7,84 %	7,79 %	6,97 %	6,38 %	6,06 %	6,08 %	6,81 %
Egenkapitalkravfordel	$ekk_B - ekk$	-0,02 %	-0,04 %	-0,04 %	-0,15 %	-0,14 %	-0,18 %	0,01 %	-0,09 %

Tabell 8-5 - Beregning av egenkapitalkravfordel

8.1.4 Oppsummering – Strategisk fordel

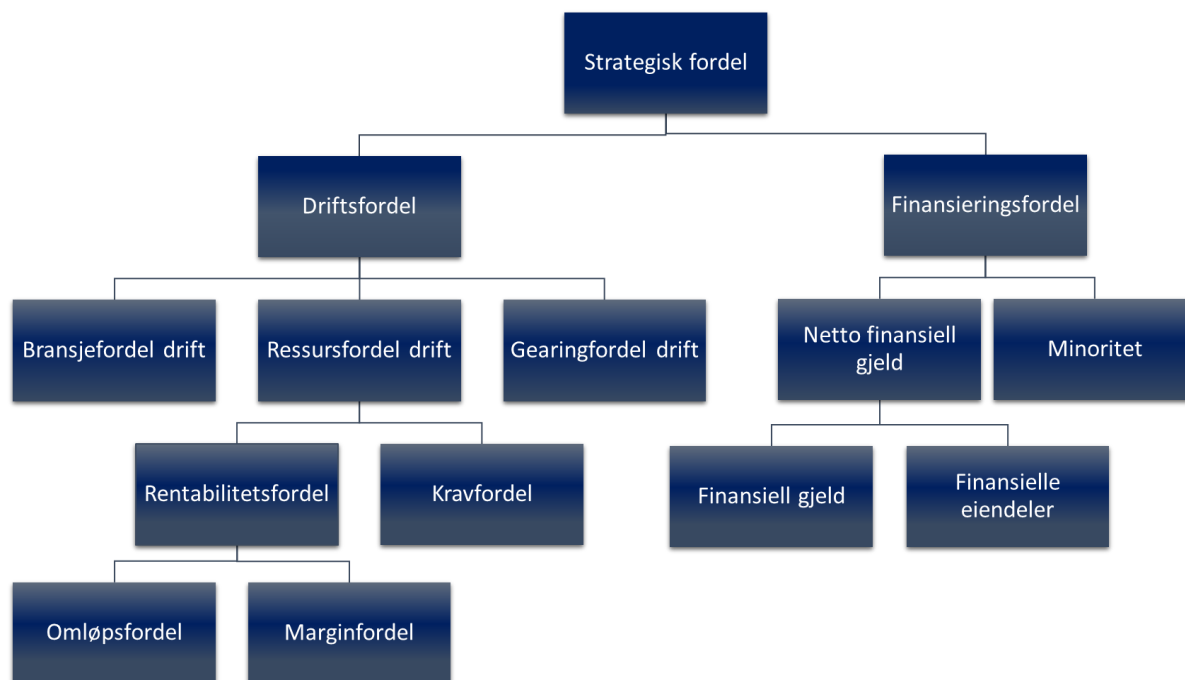
I tabell 8-6 så oppsummerer vi den strategiske fordel til Gyldendal. Vi ser at bransjefordelen trekker betydelig i positiv retning. Den interne ressursfordelen og egenkapitalkravet trekker i negativ retning. Samlet sett har Gyldendal en strategisk fordel på 1,46%.

Strategisk fordel		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Vekt		0,10	0,10	0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	
Bransjefordel		-0,37 %	2,44 %	6,66 %	12,32 %	8,95 %	5,17 %	-5,29 %	4,04 %
"Intern ressursfordel"		-1,05 %	-5,04 %	-11,67 %	-7,47 %	-3,71 %	-0,67 %	5,47 %	-2,49 %
Egenkapitalkravfordel		-0,02 %	-0,04 %	-0,04 %	-0,15 %	-0,14 %	-0,18 %	0,01 %	-0,09 %
Strategisk fordel		-1,45 %	-2,64 %	-5,05 %	4,70 %	5,10 %	4,33 %	0,19 %	1,46 %

Tabell 8-6 - Beregning av strategisk fordel

8.2 Rammeverk for dekomponering av strategisk fordel

I kapittel 8.1.4 så kom vi frem til at Gyldendal har en strategisk fordel i analyseperioden på 1,46%. Målet med dette kapitlet er å dekomponere denne strategiske fordelen for å finne opphavet til den strategiske fordelen. Vi skal ta for oss hvert enkelt ledd i rammeverket til Knivsflå (2019) og finne ut hvilke faktorer som utgjør fordeler og hvilke som er ulemper for Gyldendal. I figur 8-2 så illustrerer vi hvordan den strategiske fordelen kan deles inn i to hovedkomponenter. Det er en driftskomponent og en finansieringskomponent. Vi begynner med driftssiden.



Figur 8-2- Oversikt over rentabilitetskomponentene

8.3 Dekomponering av driftsfordel

Driftsfordelen er differansen mellom netto driftsrentabilitet (*ndr*) og netto driftskrav (*ndk*). Netto driftsrentabilitet er avkastningen på netto driftseiendeler, altså den investerte kapitalen i selskapet (Kinserdal et.al, 2017, s.142). Driftsdelen av et selskap er det grunnleggende stedet selskapet kan oppnå en strategisk fordel. Den kan dekomponeres i en *bransjefordel*, en *ressursfordel* og en *gearingfordel*. Bransjefordelen og ressursfordelen utgjør til sammen fordelen fra selve driften. Bransjefordelen er felles for hele bransjen og kan forklares ut ifra den eksterne analysen i kapittel 4.2 som er basert på konkurranseforhold og makroøkonomiske og politiske forhold. Ressursfordelen kan forklares ut ifra den interne ressursanalysen i kapittel 4.3 som er basert på de interne ressursene Gyldendal innehar relativt til bransjen. Visst disse to gir en driftsfordel så får vi også en gearingfordel som viser at det lønner seg og gire driften visst den er lønnsom. Vi kommer

til å presentere driftsfordelen i kapittel 8.3.2.6 når vi er ferdige å dekomponere. Vi kan uttrykke driftsfordelen på følgende måte;

$$\text{Driftsfordel} = (\text{ndr}_B - \text{ndk}) + (\text{ndr} - \text{ndr}_B) + (\text{ndr} - \text{ndk}) * (\text{nfgg} + \text{mig})$$

hvor ndr_B = netto driftsrentabilitet til bransjen, ndk = netto driftskrav,

ndr = netto driftsrentabilitet i Gyldendal,

nfgg = netto finansiell gjeldsgrad, mig = minoritetsgrad

Formel 8-5 - Formel for beregning av driftsfordel

8.3.1 Ren driftsfordel

Den rene driftsfordelen kan beregnes som differansen mellom netto driftskrav og netto driftsrentabilitet. Den rene driftsfordelen er den fordelten som kan tilskrives selskapet Gyldendal og ikke bransjen som helhet.

$$\begin{aligned} \text{Ren driftsfordel} &= \text{ndr} - \text{ndk} \\ &= (\text{ndr}_B - \text{ndk}_B) + (\text{ndr} - \text{ndr}_B) + (\text{ndk}_B - \text{ndk}) \\ &= \text{Bransjefordel} + \text{Ressursfordel} + \text{Kravfordel} \end{aligned}$$

Formel 8-6 - Formel for beregning av ren driftsfordel

Tabell 8-7 viser den rene driftsfordelen til Gyldendal. Den viser at det er litt variasjoner over analyseperioden i den rene driftsfordelen. Netto driftskrav har holdt seg relativt stabilt i perioden, men netto driftsrentabilitet har økt i perioden og hadde toppnotering i 2016. Varekost som andel av omsetning var lavere dette året noe som kan være en konsekvens av en sterkere krone i perioden som har hjulpet varekostnaden. Gjennomsnittlig ren driftsfordel for analyseperioden var på 1,83%. Vi skal videre dekomponere den rene driftsfordelen i de tre nevnte komponentene.

Ren driftsfordel Gyldendal		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Vekt		0,10	0,10	0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	
Netto driftsrentabilitet	<i>ndr</i>	5,38 %	4,84 %	3,74 %	9,60 %	10,67 %	10,06 %	7,83 %	8,02 %
Netto driftskrav	<i>ndk</i>	6,44 %	6,35 %	6,51 %	6,61 %	6,85 %	5,50 %	5,72 %	6,19 %
Ren driftsfordel	<i>RDF</i>	-1,05 %	-1,51 %	-2,76 %	2,99 %	3,82 %	4,57 %	2,11 %	1,83 %

Tabell 8-7 - Beregning av ren driftsfordel

8.3.2 Bransjefordel drift

En bransjefordel på drift betyr at bransjen har en rentabilitet som er høyere enn netto driftskrav for bransjen som helhet. Vi ser av tabell 8-8 at netto driftsrentabilitet i bransjen jevnt over har vært høy i analyseperioden. Toppåret for netto driftsrentabilitet var i 2015 med hele 12,06%. Bunnåret er 2018 med 3,61% i netto driftsrentabilitet og en negativ bransjefordel drift på -1,60%. Tunge

selskaper som Aschehoug og Cappelen Damm hadde svært dårlige år i 2018, dette trekker ned. Gjennomsnittlig bransjefordel drift for perioden er 2,66%. Bransjefordelen er forventet fra kapittel 4.2 i den strategiske analyse hvor vi anså fordelene som *moderat*. Rammebetingelsene som er gitt bransjen for å nå de litteraturpolitiske målene er nok det som betyr mest for bransjen sin driftsfordel. Dette underbygger vår konklusjon om moderat bransjefordel.

Bransjefordel drift		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Vekt		0,10	0,10	0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	
Netto driftsrentabilitet bransje	ndr_B	5,00 %	6,18 %	7,90 %	12,06 %	11,75 %	10,18 %	3,61 %	8,24 %
Netto driftskrav bransje	ndk_B	6,30 %	6,10 %	6,27 %	5,36 %	5,87 %	4,91 %	5,21 %	5,58 %
Bransjefordel drift	BFD	-1,30 %	0,09 %	1,63 %	6,70 %	5,88 %	5,27 %	-1,60 %	2,66 %

Tabell 8-8 - Beregning av bransjefordel drift

8.3.3 Ressursfordel drift

En ressursfordel vil si at Gyldendal har spesielle interne ressurser som utnyttes på best mulig måte slik at de klare å oppnå en fordel relativt til bransjen. Når et selskap har en ressursfordel fra drift har selskapet en større rentabilitet enn bransjen. Sterke sider ved driften vil styrke ressursfordelen, mens svake sider vil svekke den.

Rentabilitet drift		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Vekt		0,10	0,10	0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	
Netto driftsrentabilitet Gyldend	ndr	5,38 %	4,84 %	3,74 %	9,60 %	10,67 %	10,06 %	7,83 %	8,02 %
Netto driftsrentabilitet bransje	ndr_B	5,00 %	6,18 %	7,90 %	12,06 %	11,75 %	10,18 %	3,61 %	8,24 %
Rentabilitetsfordel drift	RF	0,38 %	-1,34 %	-4,16 %	-2,47 %	-1,08 %	-0,11 %	4,22 %	-0,22 %

Tabell 8-9 - Beregning av rentabilitet drift

Vi ser av tabell 8-9 at Gyldendal jevnt over analyseperioden har hatt en rentabilitet lavere enn bransjen. Gjennomsnittlig har de en rentabilitetsfordel drift på -0,22%, altså en rentabilitetsulempe på driften. I den interne ressursanalysen i kapittel 4.3 avdekket vi at Gyldendal hadde en del interne ressurser som backlist, lokalisering, merkenavn og digitale verktøy med sterk vekst (Gyldendal Rettsdata). Gyldendal har altså gode ressurser, men den strategiske analysen viser at dette også er ressurser som de andre store selskapene innehar i stor grad og vi anså dermed det som at Gyldendal ikke hadde noen intern ressursfordel. Den kvantitative analyse viser nå at de har en marginal ulempe. Det kan bety at en del av de interne ressursene til Gyldendal heller danner et grunnlag for interne ressursulemper. Gyldendal hadde i perioden flere dyre oppkjøp som kan vise seg og ikke ha vært lønnsomme. Det kan også være at den store backlisten inneholder en del utgivelser som ikke er lønnsomme. Dette er som et resultat av de litteraturpolitiske virkemidlene og kryssfinansieringen av lite lønnsomme bøker. Det kan også skyldes at Gyldendal-konsernet har en høyere andel av omsetningen fra bokhandel relativt til bransjen. I bokhandel så er marginene små relativt til forlagsvirksomheten, og det kan medføre at lønnsomheten til Gyldendal relativt til

resten av bransjen er mindre og dermed gi opphav til den marginale ressursulempen som vi har avdekket.

Netto driftskravfordel		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Vekt		0,10	0,10	0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	
Netto driftskrav bransje	ndk_B	6,30 %	6,10 %	6,27 %	5,36 %	5,87 %	4,91 %	5,21 %	5,58 %
Netto driftskrav Gyldendal	ndk	6,44 %	6,35 %	6,51 %	6,61 %	6,85 %	5,50 %	5,72 %	6,19 %
Netto driftskravfordel	KR	-0,13 %	-0,25 %	-0,23 %	-1,24 %	-0,98 %	-0,59 %	-0,52 %	-0,62 %

Tabell 8-10 - Beregning av netto driftskravfordel

I tabell 8-10 er en sammenligning mellom netto driftskrav i bransjen og Gyldendal. Her ser vi at Gyldendal gjør det litt dårligere enn bransjen. De har en netto driftskravfordel på -0,62%, altså en netto driftskravulempe.

8.3.2.1 Dekomponering og analyse av ressursfordel drift

Vi fant ut i kapittel 8.3.3. at Gyldendal har en rentabilitetsulempe drift på -0,21%. Denne ulempen skyldes at Gyldendal har en margin- og/eller omløpsulempe relativt til bransjen. Vi vil nå dekomponere rentabilitetsfordelen ved hjelp av «Du Pont-analyse». «Du Pont»-modellen kan dekomponeres i en marginfordel og omløpsfordel. Dette kan ifølge Knivsfå (2019, F12, s.28) uttrykkes på følgende måte;

$$\begin{aligned}
 ndr &= ndm * onde \\
 &= ndr - ndr_B = \text{Marginfordel} + \text{Omløpsfordel} \\
 &= (ndm - ndm_B) * onde + (onde - onde_B) * ndm_B
 \end{aligned}$$

Formel 8-7- Formel for beregning av netto driftsrentabilitet

8.3.2.2 Marginfordel

Marginfordel (MF) er skapt av ressurser som gir kostnadsfordeler per krone omsett (Knivsfå, 2019, F10, s.29). Kostnadsfordeler per krone omsatt gir utløp i en høyere driftsmargin.

Marginfordelen blir da differansen mellom netto driftsmargin i Gyldendal og netto driftsmargin i bransjen. Netto driftsmargin kan defineres som forholdet mellom netto driftsresultat (NDR) og driftsinntekter (DI). Den vil da være et mål på lønnsomhet i selskapet da den sier noe om hvor mye du sitter igjen med per krone omsatt. Netto driftsmargin kan uttrykkes på følgende måte;

$$ndm = \frac{NDR}{DI}$$

Formel 8-8- Formel for beregning av netto driftsmargin

I tabell 8-11 så vi at Gyldendal har en vektet marginfordel på 0,81% i analyseperioden. Dette betyr at for hver inntektskrone Gyldendal har så vil de ha lavere andel driftskostnader enn bransjen.

Marginfordelen er veldig marginal, og den øker litt når den blir vektet med omløpshastigheten til netto driftseiendeler. Vi ser at jevnt over i analyseperioden så har de en uvektet marginulempe. Det som gjør at snittet er positivt er at tidsvektingen vår som viser at de to årene vi tidsmessig veger tyngst også er de eneste årene med en marginfordel. Sannsynligvis er marginfordelen omtrent null eller negativ. Gyldendal er et stort forlag med en lang historie. Det kan antas at en gammel organisasjon ikke forvalter de interne ressursene på best mulig måte. For å få bedre innsikt i kildene til marginfordelen så har vi gjennomført en «common-size» analyse i kapittel 8.3.2.3.

Marginfordel		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Vekt		0,10	0,10	0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	
Netto driftsmargin Gyldendal	<i>ndm</i>	3,43 %	3,44 %	2,45 %	5,13 %	5,34 %	5,10 %	3,81 %	4,28 %
Netto driftsmargin bransje	<i>ndm_B</i>	3,62 %	4,62 %	4,35 %	5,65 %	5,49 %	4,41 %	0,84 %	3,98 %
Uvektet marginfordel	<i>MV_U</i>	-0,19 %	-1,18 %	-1,90 %	-0,52 %	-0,15 %	0,69 %	2,97 %	0,30 %
Omløpet til NDE Gyldendal	<i>onde</i>	1,5708	1,4076	1,5270	1,8714	1,9991	1,9728	2,0567	
Vektet marginfordel	<i>MV_V</i>	-0,30 %	-1,67 %	-2,91 %	-0,97 %	-0,30 %	1,37 %	6,10 %	0,81 %

Tabell 8-11 - Beregning av marginfordel

8.3.2.3 Common-size analyse

Vi skal nå dekomponere marginfordelen i Gyldendal i en common size-analyse. Den vektete marginfordelen har vi funnet ut at er på 0,81%. Vi ser derimot at dette mest sannsynlig kommer som følge av vår tidsvekting og det gunstige tidspunktet marginfordelen oppstod relativt til den vektingen. Formålet med en common size-analyse å finne ut hvilke kostnadsposter som utgjør størst andel av driftsinntektene. Da danner vi oss et mer klart bilde av hvilke kostnadsposter hos Gyldendal som gir grunnlag for en marginfordel eller ulempe.

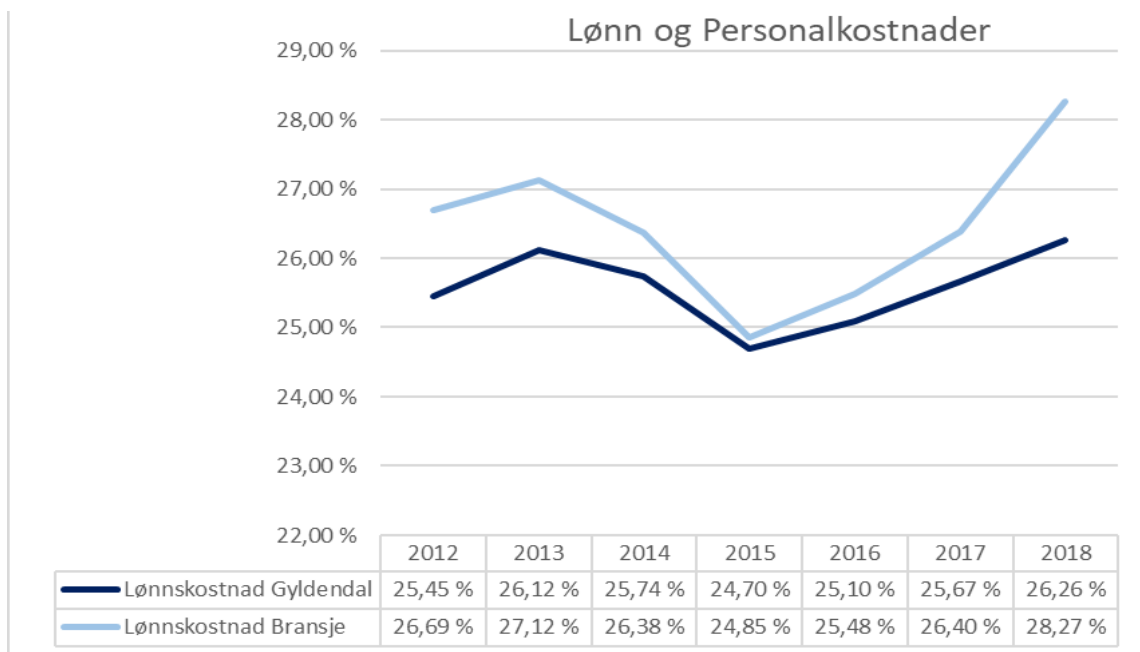
Vi ser av tabell 8-12 hvilke poster Gyldendal bruker mindre på enn bransjen. De kommer dårligere ut på varekostnad hvor de bruker 2,65% mer enn bransjen. For lønns- og personalkostnader og andre driftskostnader kommer Gyldendal bedre ut enn bransjen. De bruker 0,91% mindre på lønn til personale enn bransjen i snitt gjør. For andre driftskostnader så bruker Gyldendal 2,48% mindre bransjen. Gyldendal har litt høyere avskrivninger enn bransjen ellers.

Common Size Gyldendal	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt	Snitt	Avvik
Vekt	0,10	0,10	0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	Gyldenda	Bransje	
Driftsinntekter	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	0 %
Varekostnad	48,60 %	45,24 %	45,85 %	45,61 %	45,29 %	45,61 %	43,64 %	45,46 %	42,80 %	2,65 %
Lønnskostnader	25,45 %	26,12 %	25,74 %	24,70 %	25,10 %	25,67 %	26,26 %	25,59 %	26,50 %	-0,91 %
Andre driftskostnader	11,11 %	14,35 %	14,62 %	14,11 %	14,01 %	13,04 %	15,75 %	13,99 %	16,46 %	-2,48 %
Avskrivninger	10,21 %	10,90 %	10,91 %	9,82 %	9,80 %	9,68 %	9,50 %	9,98 %	9,32 %	0,66 %
Driftsresultat fra egen virksomhet	4,63 %	3,40 %	2,88 %	5,76 %	5,79 %	5,99 %	4,84 %	4,99 %	4,91 %	0,08 %
Driftsrelatert skattekostnad	0,97 %	0,59 %	0,46 %	1,27 %	1,28 %	1,34 %	1,04 %	1,06 %	1,08 %	-0,02 %
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	3,66 %	2,80 %	2,42 %	4,50 %	4,52 %	4,66 %	3,80 %	3,93 %	3,83 %	0,10 %
Netto driftsresultat fra driftstilknnyttede virksomh	-0,23 %	0,63 %	0,03 %	0,63 %	0,82 %	0,45 %	0,01 %	0,35 %	0,15 %	0,20 %
Netto driftsresultat	3,43 %	3,44 %	2,45 %	5,13 %	5,34 %	5,10 %	3,81 %	4,28 %	3,95 %	0,33 %

Tabell 8-12 - Common Size for Gyldendal

Lønn og personalkostnader

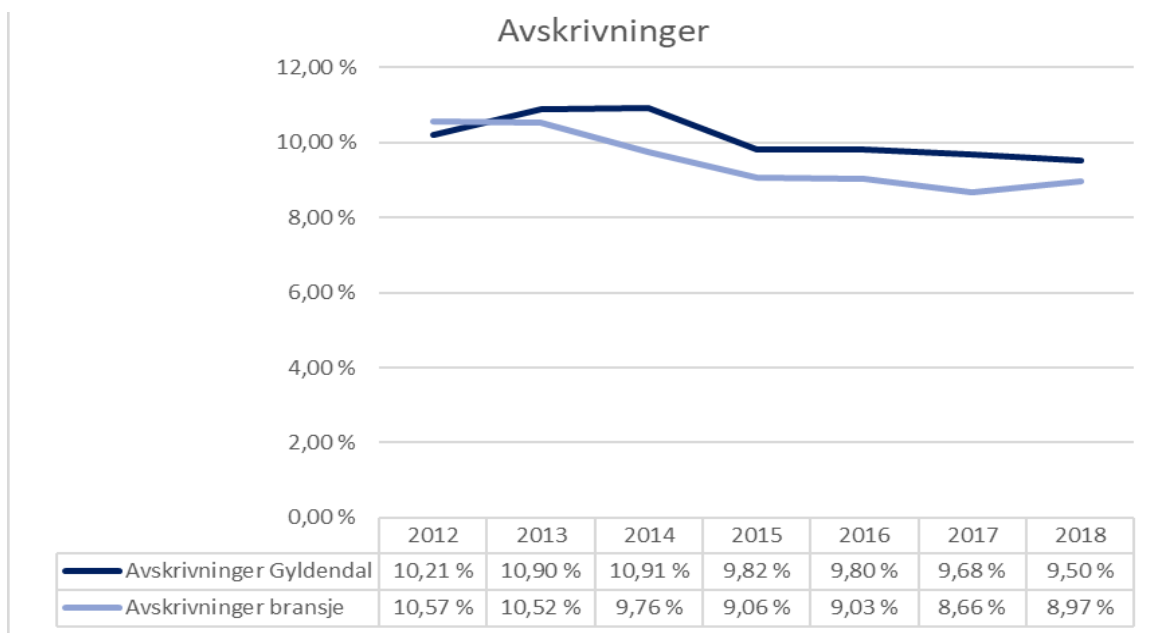
Vi ser av figur 8-3 at utviklingen i lønn og personalkostnader har vært omtrent identisk for Gyldendal og bransjen. Som andel av driftsinntekter har Gyldendal i snitt brukt 0,91% mindre enn bransjen på lønn, noe som skyldes dere høyere andel ansatte i bokhandel som har lavere gjennomsnittslønn enn forlag. De siste årene har dette avviket økt. Vi ser at i tiden etter «oljekrisen» i Norge så var lønn som andel av inntekter nærmest identisk. Nedturen i norsk økonomi i 2014 og 2015 gjorde til at det var lav nominell vekst i lønninger og tilnærmet null vekst i reallønningene. De fleste bransjer var nøkterne i lønnsoppjøret, og det gjenspeiles trolig i tallene. Avviket har i ettertid økt i fordel Gyldendal. Det er vanskelig å si hva som er årsaken til dette da de ulike forlagene alle har Norge som sine hovedmarked og de fleste ansatte er Norske. Den økte forskjellen skyldes trolig økt antall butikker fra 2017 med kjøp av butikker fra Notabene.



Figur 8-3- Graf over lønn og personalkostnader

Avskrivninger

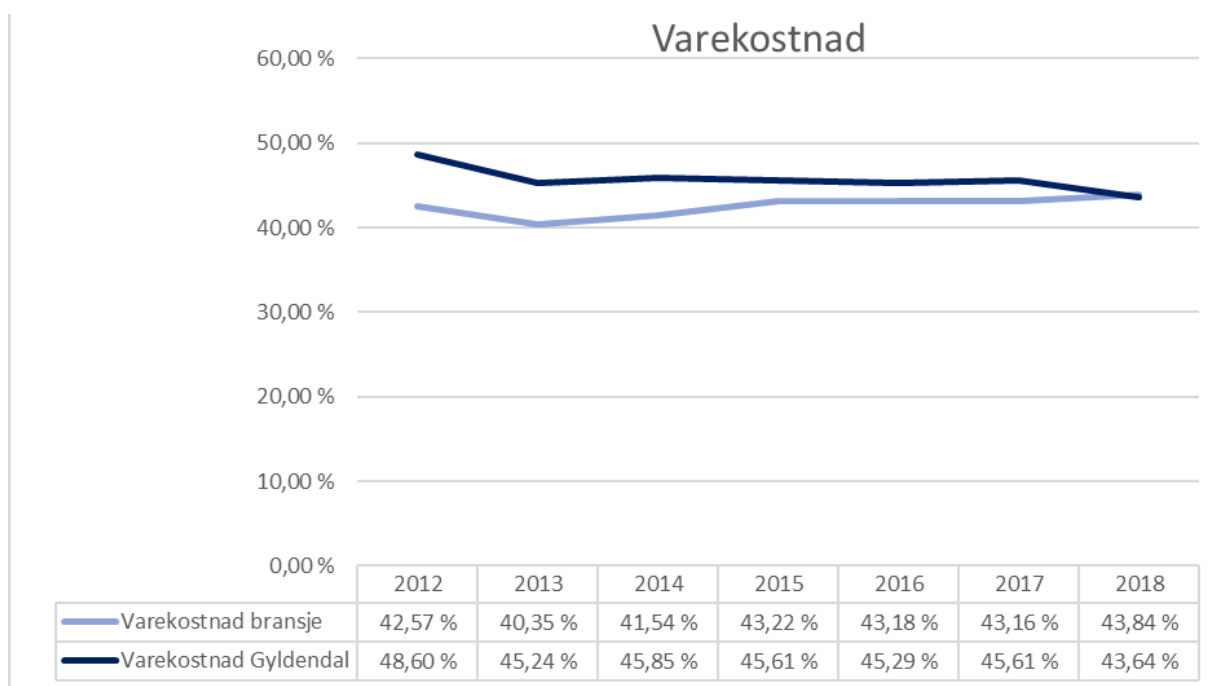
For avskrivninger har Gyldendal stort sett hatt en kostnadsulempe gjennom hele analyseperioden. Den er derimot marginal, og kan indikere dårlige investeringer som krever høyere avskrivninger enn bransjen som helhet. Vi vet at Gyldendal hadde en del oppkjøp før analyseperioden. Dette kan ha vært lite lønnsomme investering som har krevd høyere avskrivninger. En annen forklaring er deres satsning på digitale verktøy, som har krevd mye investeringer og trolig blir avskrevet over nokså kort tid. Både bransjen og Gyldendal har nedadgående trend på avskrivninger som andel av driftsinntekter.



Figur 8-4 - Graf over avskrivninger

Varekostnad

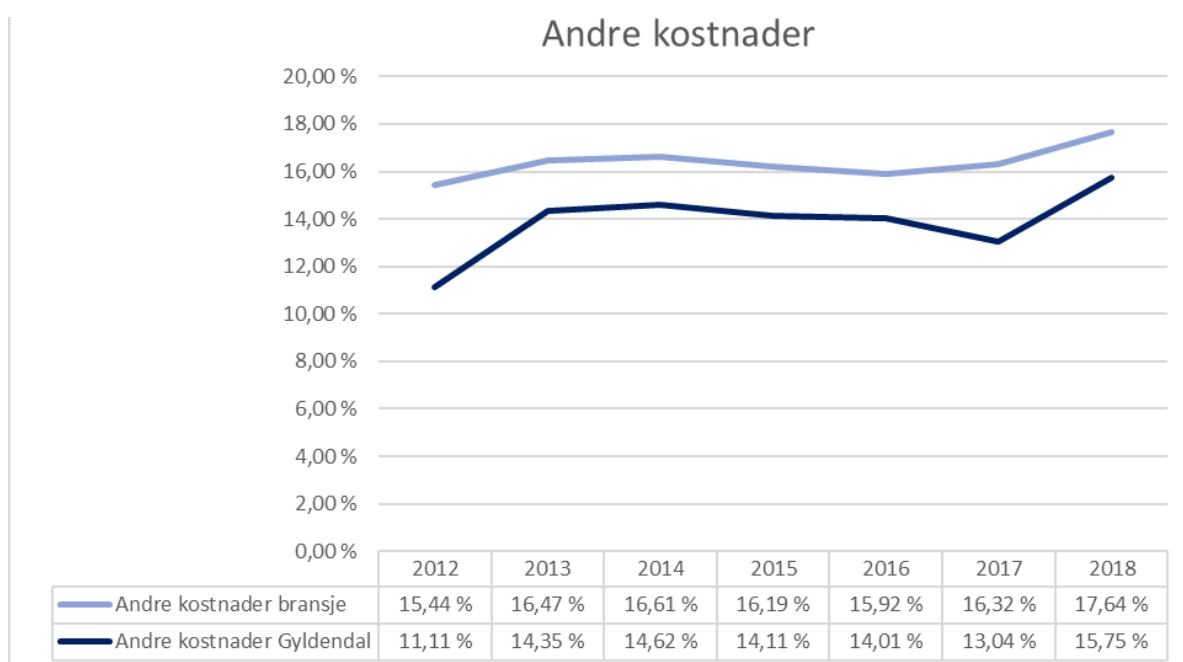
Vi ser at utviklingen i varekostnad er marginalt nedadgående for Gyldendal og marginalt oppadgående for bransjen. I gjennomsnitt så har Gyldendal hatt enn 2,65% ulempe i analyseperioden når det kommer til varekostnad. Her kan det være at noen av de komparative selskapene har opparbeidet og forhandlet seg frem til bedre innkjøpsavtaler enn Gyldendal og at det er det som utgjør avviket. En annen grunn kan være at Gyldendal har en stor portefølje av bøker som er lite lønnsomme. Den brede porteføljen kan ha gitt høyere ukurans på varelageret relativt til bransjen og dermed gitt opphav til en ulempe for Gyldendal på varekostnaden. Det faktum at de også er mer eksponert for bokhandel som har dårlige marginer kan være opphav til en ulempe. Gyldendal har derimot en positiv utvikling de siste årene og det kan være med på å øke den samlede marginfordelen i fremtiden.



Figur 8-5 - Graf over varekostnad

Andre driftskostnader

Den største grunnen til at Gyldendal har en marginfordel er avviket i andre driftskostnader relativt til bransjen. I gjennomsnitt så har Gyldendal 2,48% mindre i utgifter på andre driftskostnader som andel av driftsinntekter. Her kan det se ut som at Gyldendal har et betydelig kostnadsfokus relativt til bransjen. Størrelsen på konsernet kan gjøre at de har bedre innkjøpsavtaler enn konkurrentene og at de drar nytte av stordriftsfordeler.



Figur 8-6 - Graf over andre kostnader

Oppsummering – marginulempe

I tabell 8-13 så oppsummerer vi marginfordelen til Gyldendal relativt bransjen. Som nevnt i begynnelsen av kapittel 8.3.2.3. så har Gyldendal over analyseperioden jevnt over en marginulempe. Tidsvektingen vår gjør derimot til at vi får en gjennomsnittlig marginfordel for analyseperioden. Det som spesielt påvirker marginfordelen i positiv retning, er kostnadsfordel på andre driftskostnader som vi antar kommer som følger av bedre innkjøpsavtaler relativt til bransjen. Varekostnaden er den som utgjør den største kostnadsulempen, selv om den forbedrer seg vesentlig de siste årene i analyseperioden. Det at Gyldendal har større andel av sin omsetning fra bokhandel relativt til bransjen, kan forklare at de har lavere marginer enn bransjen ellers da marginene er lavere der. Det kan også antas at Gyldendal som følge av den brede bokporteføljen også har større ukurans på varelageret sitt enn de mindre forlagene i bransjen. De hadde også en avskrivingsulempe som mest sannsynlig kommer av større investeringer i digital verktøy som har kort avskrivingsstid.

Oppsummering	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Vektet	Vektet
Vekt	0,10	0,10	0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	snitt	MF
Driftsinntekter	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Varekostnad	6,03 %	4,89 %	4,31 %	2,39 %	2,11 %	2,46 %	-0,19 %	2,65 %	4,49 %
Lønn og peronalkostnader	-1,23 %	-1,01 %	-0,64 %	-0,15 %	-0,39 %	-0,73 %	-2,00 %	-0,91 %	-1,70 %
Andre driftskostnader	-4,33 %	-2,12 %	-1,99 %	-2,08 %	-1,91 %	-3,28 %	-1,89 %	-2,48 %	-4,51 %
Avskrivninger	-0,36 %	0,38 %	1,15 %	0,76 %	0,78 %	1,02 %	0,53 %	0,66 %	1,24 %
Driftsresultat fra egen virksomhe	-0,11 %	-2,14 %	-2,84 %	-0,92 %	-0,59 %	0,52 %	3,56 %	0,08 %	0,48 %
Driftsrelatert skattekostnad	-0,01 %	-0,58 %	-0,80 %	-0,28 %	-0,19 %	0,09 %	0,86 %	-0,02 %	0,05 %
Netto driftsresultat fra egen virks	-0,10 %	-1,57 %	-2,04 %	-0,64 %	-0,40 %	0,43 %	2,70 %	0,10 %	0,43 %
Netto driftsresultat fra driftstilkn	-0,09 %	0,38 %	0,14 %	0,12 %	0,25 %	0,26 %	0,27 %	0,20 %	0,38 %
Netto driftsresultat	-0,19 %	-1,18 %	-1,90 %	-0,52 %	-0,15 %	0,69 %	2,97 %	0,30 %	0,81 %

Tabell 8-13 - Oppsummering av marginfordel

8.3.2.4 Omløpsfordel

En omløpsfordel betyr at selskapet har høyere driftsinntekter per krone investert i selskapet eller lavere kapitalbinding per krone omsatt i bransjen. Dette forholdstallet er et mål på effektivitet i selskapet (Penman, 2013, s.373). Omløpsfordel er differansen mellom omløpshastigheten til netto driftseiendeler (*onde*) for selskapet og bransjen, vektet med (*ndm*). Dette kan uttrykkes på følgende måte;

$$OF = (onde - onde_B) * ndm_B$$

Formel 8-9- Formel for beregning av omløpsfordel

Omløpsfordel		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Vekt		0,10	0,10	0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	
Omløpet til NDE Gyldendal	<i>onde</i>	1,5708	1,4076	1,5270	1,8714	1,9991	1,9728	2,0567	1,8370
Omløpet til NDE bransje	<i>onde_B</i>	1,3922	1,3500	1,7627	2,2632	2,3096	2,4160	2,3002	2,0797
Uvektet omløpsfordel	<i>OF_U</i>	0,1786	0,0576	-0,2357	-0,3917	-0,3105	-0,4432	-0,2435	-0,2426
Netto driftsmargin bransje	<i>ndm_B</i>	3,62 %	4,62 %	4,35 %	5,65 %	5,49 %	4,41 %	0,84 %	3,98 %
Vektet omløpsfordel	<i>OF_V</i>	0,65 %	0,27 %	-1,03 %	-2,21 %	-1,70 %	-1,95 %	-0,21 %	-1,03 %

Tabell 8-14 - Beregning av omløpsfordel

Vi ser av tabell 8-14 at Gyldendal har en gjennomsnittlig omløpsulempe på -1,03% i analyseperioden. Vi ser at i begynnelsen av perioden så har Gyldendal en omløpsfordel, men denne tar slutt i 2014. Den største grunnen til at Gyldendal har en omløpsulempe er at bransjen har hatt en betydelig økning i omløpshastigheten til netto driftseiendeler. Gyldendal har i perioden økt omsetningen samtidig som netto driftseiendeler har gått ned. Dette ser vi igjen i tabellen ved at omløpet til netto driftseiendeler for Gyldendal har gått opp hvert år. Bransjen sin *onde* har derimot økt mer enn Gyldendal og det er hovedgrunnen til ulempen. Grunnen til at *onde* har økt for både bransjen og Gyldendal har nok en del med den økende digitaliseringen innenfor bokbransjen. Dette gjør at netto driftseiendeler blir lavere som følge av mer digitalt salg og et mindre varelager. Dette er nok en tendens som vi trolig vil se mer av i fremtiden.

8.3.2.5 Gearingfordel drift

Visst det foreligger en strategisk fordel så kan denne skaleres opp ved å øke nettogjeld og der med gire fordelen (Penman, 2013, s.367). Gearingfordel i driften er differansen mellom driftsrentabilitet og netto driftskrav, vektet med en gearing. Gearing kan da karakteriseres som summen av netto finansiell gjeldsgrad (nfgg) og minoritetsgrad (mig). Ifølge Knivsflå (2019, F11, s.37) så vil en gearingfordel skalere opp den strategiske fordelen ved driften (SFD). Driftsfordelen for eierne øker med nettogjeld, så lenge drifta er lønnsom. Derfor er en gearingfordel en del av driften. Gearing vil derimot ikke øke verdien av selskapet siden risikoen for egenkapitalen øker med økt belåning når driften er lønnsom. Gearingfordel kan uttrykkes på følgende måte;

$$\text{Gearingfordel} = (\text{ndr} - \text{ndk}) * (\text{nfgg} + \text{mig})$$

$$\text{nfgg} = \frac{\text{NFG}}{\text{EK}} \quad \text{mig} = \frac{\text{MI}}{\text{EK}}$$

Formel 8-10 - Formel for beregning av gearingfordel drift

Vi ser av tabell 8-15 at Gyldendal har en ren driftsfordel i perioden på 1,17% i snitt. De har en netto finansiell gjeldsgrad på 65,71%. Dette gir en gearingfordel i perioden på 0,77% i analyseperioden. Dette viser at det er fordel å gire opp driften i Gyldendal med belåning.

Gearingfordel drift		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Vekt		0,10	0,10	0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	
Ren driftsfordel	<i>RDF</i>	-1,05 %	-1,51 %	-2,76 %	2,99 %	3,82 %	4,57 %	2,11 %	1,17 %
Netto finansiell gjeldsgrad	<i>nfgg</i>	112,95 %	97,05 %	82,70 %	64,40 %	41,33 %	34,83 %	26,71 %	65,71 %
Gearingsfordel drift	<i>GFD</i>	-1,19 %	-1,46 %	-2,29 %	1,93 %	1,58 %	1,59 %	0,56 %	0,77 %

Tabell 8-15 - Beregning av gearingfordel

8.3.4 Oppsummering – samlet driftsfordel

Gyldendal har en ren driftsfordel på 1,84% i analyseperioden. Vi ser at dette kommer fra bransjefordel drift og en liten marginfordel. Rentabilitetsulempen på drift kommer som følge av en negativ omløpsfordel som er større enn marginfordelen. Gyldendal har også en negativ kravfordel som trekker driftsfordelen ned.

Oppsummering ren driftsfordel		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Vekt		0,10	0,10	0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	
Bransjefordel drift	<i>BFD</i>	-1,30 %	0,09 %	1,63 %	6,70 %	5,88 %	5,27 %	-1,60 %	2,66 %
Marginfordel drift	<i>MF</i>	-0,30 %	-1,67 %	-2,91 %	-0,97 %	-0,30 %	1,37 %	6,10 %	0,81 %
Omløpsfordel drift	<i>OF</i>	0,65 %	0,27 %	-1,03 %	-2,21 %	-1,70 %	-1,95 %	-0,21 %	-1,03 %
Rentabilitetsfordel drift	<i>RF</i>	0,38 %	-1,34 %	-4,16 %	-2,47 %	-1,08 %	-0,11 %	4,22 %	-0,22 %
Kravfordel drift	<i>KF</i>	-0,13 %	-0,25 %	-0,23 %	-1,24 %	-0,98 %	-0,59 %	-0,52 %	-0,62 %
Ressursfordel drift	<i>RFD</i>	0,25 %	-1,59 %	-4,39 %	-3,71 %	-2,06 %	-0,70 %	3,71 %	-0,84 %
Ren driftsfordel	<i>RDF</i>	-1,05 %	-1,51 %	-2,76 %	2,99 %	3,82 %	4,57 %	2,11 %	1,83 %

Tabell 8-16 - Oppsummering av ren driftsfordel

Vi ser at den ren positive driftsfordelen gir største delen av opphavet til den samlede driftsfordelen. Vi kom også fram til i kapittel 8.3.2.5 at det da lønner seg gire driften som følge av at driften er lønnsom. Dette skalerer opp den rene driftsfordelen og gir en samlet driftsfordel som er på 2,29%.

Samlet driftsfordel		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Vekt		0,10	0,10	0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	
Bransjefordel drift	<i>BFD</i>	-1,30 %	0,09 %	1,63 %	6,70 %	5,88 %	5,27 %	-1,60 %	2,66 %
Ressursfordel drift	<i>RFD</i>	0,25 %	-1,59 %	-4,39 %	-3,71 %	-2,06 %	-0,70 %	3,71 %	-0,84 %
Ren driftsfordel	<i>RDF</i>	-1,05 %	-1,51 %	-2,76 %	2,99 %	3,82 %	4,57 %	2,11 %	1,83 %
Gearingfordel drift	<i>GFD</i>	-1,19 %	-1,46 %	-2,29 %	1,93 %	1,58 %	1,59 %	0,56 %	0,77 %
Samlet driftsfordel	<i>DF</i>	-2,24 %	-2,97 %	-5,05 %	4,92 %	5,40 %	6,16 %	2,68 %	2,29 %

Tabell 8-17 - Oppsummering av samlet driftsfordel

8.4 Dekomponering av finansieringsfordel

I dette kapittelet skal vi se på finansieringsfordel i Gyldendal. En finansieringsfordel er den andre komponenten som kan gi opphav til superrentabilitet. En finansieringsfordel vil si at selskapet oppnår en finansieringsfordel på den finansielle gjelden i selskapet eller dens minoritetsinteresser

(Knivsflå, 2019, F12, s.72). På lang sikt antas det vanligvis at det ikke er mulig å oppnå en finansieringsfordel og at rentabiliteten da vil ligge rundt kravet. Dette er fordi markedet er preget av høy konkurranse. Ifølge Knivsflå (2019, F11, s.39) så er finans lite strategisk siden man ikke forventer noen finansieringsfordel. Det er da heller ikke noe poeng i å splitte finansieringsfordelen opp i en bransje- og ressursfordel. Finansieringsfordelen kan uttrykkes på følgende måte;

$$\text{Finansieringsfordel} = (nfgk - nfgr) * nfgg + (mik - mir) * mig$$

$$nfgk = \text{Netto finansielt gjeldskrav} \quad mik = \text{Minoritetsinteressekrav}$$

$$nfgr = \text{Netto finansielt gjeldsrentabilitet} \quad mir = \text{minoritetsinteresserentabilitet}$$

$$nfgg = \text{Netto finansiell gjeldsgrad} \quad mig = \text{Minoritetsinteressegrad}$$

Formel 8-11 - Formel for beregning av finansieringsfordel

En finansieringsfordel kan dekomponeres i en fordel fra finansiell gjeld og en fordel fra finansielle eiendeler. En fordel for Gyldendal vil være om selskapet betaler mindre i finansiell gjeldsrente enn det som er finansielt gjeldskrav for Gyldendal. For finansielle eiendeler vil en fordel være om selskapet får større avkastning på de finansielle eiendelene enn det som er finansielt eiendelskrav.

8.3.5 Finansieringsfordel – finansiell gjeld

En finansieringsfordel knyttet til finansiell gjeld (*FFFG*) er differansen mellom finansiell gjeldsrente (*fgr*) og finansielt gjeldskrav (*fgek*). Dette blir så vektet med finansiell gjeldsgrad (*fgg*). Det ønskelige er da en finansiell gjeldsrente som er lavere enn finansielt gjeldskrav slik at selskapet kan oppnå en finansieringsfordel. Finansieringsfordel på finansiell gjeld kan uttrykkes på følgende måte;

$$FFFG = (fgek - fgr) * fgg = \text{Finansieringsfordel finansiell gjeld}$$

$$fgek = r_f + krp = \text{Finansielt gjeldskrav}$$

$$fgr = \frac{NFK}{\left(FG_{IB} + \frac{\Delta FG - NFK}{2}\right)} = \text{Finansiell Gjeldsrente}$$

$$fgg = \frac{FG_{IB} + \frac{\Delta FG - NFK}{2}}{\left(EK_{IB} + \frac{\Delta EK - NRE}{2}\right)} = \text{Finansiell Gjeldsgrad}$$

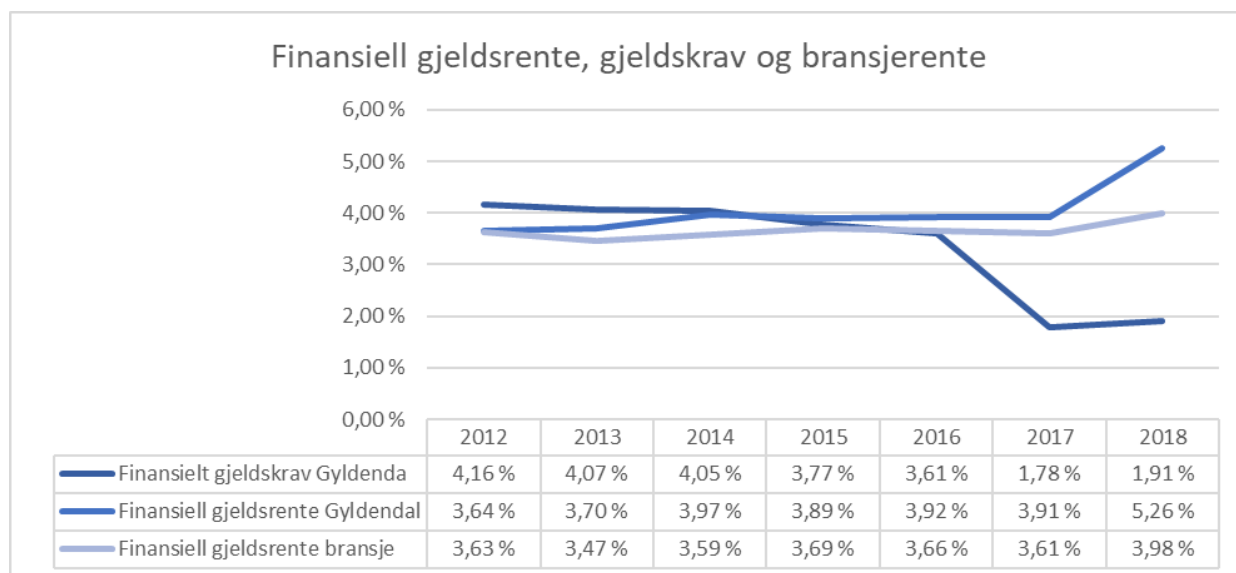
Formel 8-12 - Finansieringsfordel finansiell gjeld

I tabell 8-18 så har vi beregnet finansieringsfordelen på finansiell gjeld (*FFFG*) i Gyldendal. Vi ser at i snitt så har Gyldendal en finansieringsulempe på -0,79%. I teorien så vet vi at det er svært vanskelig å oppnå en finansieringsfordel. Her ser vi at Gyldendal finansierer seg dårligere enn det

de i teorien burde hatt mulighet til. Vi ser også at den finansielle gjeldsrentefordelen blir vektet med finansiell gjeldsgrad. På grunn av justeringene i kapittel 5 så har finansiell gjeldsgrad økt, noe som påvirker finansieringsfordelen. Til mindre gjeld selskapet har til mindre blir også ulempen. Det er også som nevnt tidligere mulig at det ligger kostnader forbundet med kassakreditt og renteswap i finanskostnader. Vi anser likevel finansieringsulempen som rimelig siden den er tilnærmet 0 og stemmer da overens med vår forventning. I fremtiden antar vi at finansieringsfordelen vil være 0.

Finansieringsfordel finansiell gjeld		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Vekt		0,10	0,10	0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	Snitt
Finansielt gjeldskrav Gyldenda	<i>fgk</i>	4,16 %	4,07 %	4,05 %	3,77 %	3,61 %	1,78 %	1,91 %	3,07 %
Finansiell gjeldsrente Gyldendal	<i>fgr</i>	3,64 %	3,70 %	3,97 %	3,89 %	3,92 %	3,91 %	5,26 %	4,14 %
Finansiell gjeldsrentefordel	<i>fgk-fgr</i>	0,52 %	0,37 %	0,07 %	-0,12 %	-0,31 %	-2,14 %	-3,34 %	-1,06 %
Finansiell gjeldsgrad	<i>fgg</i>	1,3802	1,1764	1,0841	1,1402	0,9923	0,8677	0,7136	1,0002
Finansieringsfordel finansiell gjeld	<i>FFFG</i>	0,71 %	0,44 %	0,08 %	-0,14 %	-0,31 %	-1,85 %	-2,39 %	-0,79 %

Tabell 8-18- Beregning finansieringsfordel finansiell gjeld



Figur 8-7- Graf over gjeldsrente finansiell gjeld mot kravet og bransjen

8.3.6 Finansieringsfordel – finansielle eiendeler

Finansieringsfordel på finansielle eiendeler (*FFFE*) er differansen mellom finansielle eiendelsrentabilitet (*fer*) og finansielt eiendelskrav (*fek*). Dette blir vektet med finansiell eiendelsgrad (*feg*). Hvis Gyldendal har en finansiell eiendelsrentabilitet som er større enn finansielt eiendelskrav så lønner det seg for Gyldendal å ha finansielle eiendeler.

Finansieringsfordel på finansielle eiendeler (*FFFE*) kan uttrykkes på følgende måte;

$$FFFE = (fer - fek) * feg = \text{Finansieringsfordel finansielle eiendeler}$$

$$fer = \frac{NFI}{\left(FE_{IB} + \frac{\Delta FE - NFI}{2} \right)} = \text{Finansiell eiendelsrentabilitet}$$

$$fek = r_f + \beta_{FE} * mrp = \text{Finansielt eiendelskrav}$$

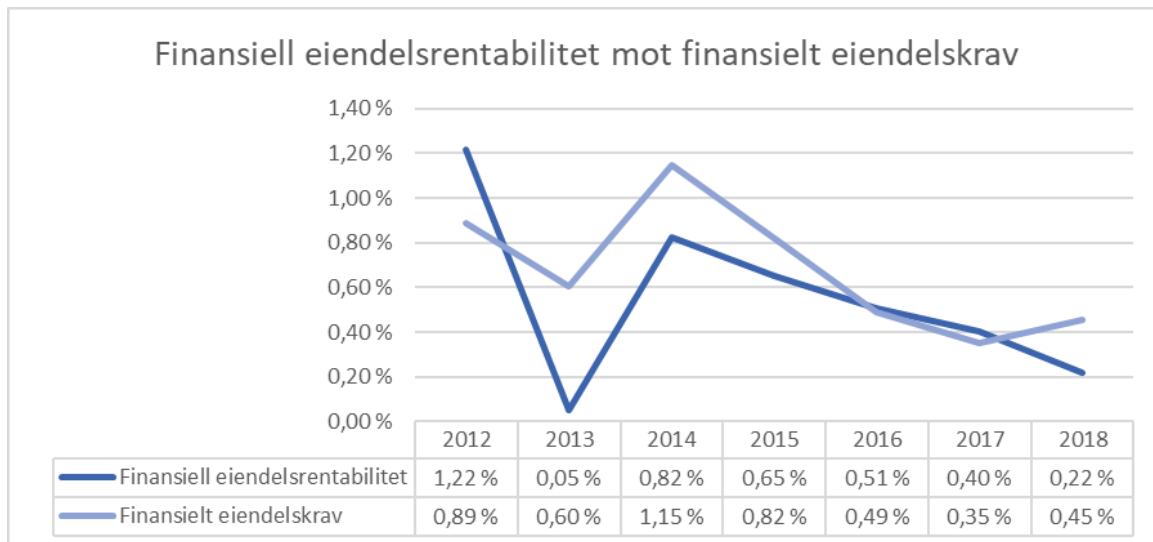
$$feg = \frac{FE_{IB} + \frac{\Delta FE - NFI}{2}}{\left(EK_{IB} + \frac{\Delta EK - NRE}{2}\right)} = \text{Finansiell eiendelsgrad}$$

Formel 8-13 - Formel for finansieringsfordel finansielle eiendeler

I tabell 8- 19 så har vi beregnet finansieringsfordelen for finansielle eiendeler. Den viser differansen mellom finansiell eiendelsrentabilitet og finansielt eiendelskrav. Vi ser at gjennomsnittlig finansiell eiendelsrentabilitet ligger på 0,51% i analyseperioden. Gjennomsnittlig finansielt eiendelskrav har ligget på 0,62% i analyseperioden. Det gir en negativ finansiell eiendelsrentabilitet på -0,11% i perioden. Dette blir så vektet med en gjennomsnittlig finansiell eiendelsgrad på 0,4258. Dette gir en finansieringsulempe på finansielle eiendeler på -0,04%. Vi ser da at forvaltningen av de finansielle eiendelene i Gyldendal er marginalt ulønnsom, men tilnærmet null. Noe som intuitivt gir god mening da store deler av de finansielle eiendelene til Gyldendal er kontanter som gir svært lav avkastning.

Finansieringsfordel finansielle eiendeler		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Vekt		0,10	0,10	0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	Snitt
Finansiell eiendelsrentabilitet	<i>fer</i>	1,22 %	0,05 %	0,82 %	0,65 %	0,51 %	0,40 %	0,22 %	0,51 %
Finansielt eiendelskrav	<i>fek</i>	0,89 %	0,60 %	1,15 %	0,82 %	0,49 %	0,35 %	0,45 %	0,62 %
Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel	<i>fer-fekk</i>	0,33 %	-0,56 %	-0,32 %	-0,17 %	0,02 %	0,05 %	-0,23 %	-0,11 %
Finansiell eiendelsgrad	<i>feg</i>	0,2507	0,2059	0,2571	0,4961	0,5790	0,5195	0,4466	0,4258
Finansieringsfordel finansielle eiende	<i>FFFE</i>	0,08 %	-0,11 %	-0,08 %	-0,08 %	0,01 %	0,03 %	-0,10 %	-0,04 %

Tabell 8-19- Beregning finansieringsfordel finansielle eiendeler



Figur 8-8 - Graf over finansieringsrentabilitet finansielle eiendeler mot kravet

8.3.7 Finansieringsfordel – netto finansiell gjeld

Finansieringsfordel knyttet til netto finansiell gjeld (*FFNFG*) er differansen mellom netto finansielle gjelsrentabilitet (*nfgr*) og netto finansielt gjeldskrav (*nfgrk*). Denne blir så vektet med

netto finansiell gjeldsgrad (*nfgg*). Visst netto finansielt gjeldskrav er høyere enn netto finansiell gjeldsrentabilitet så vil det være lønnsomt å øke netto finansiell gjeld. Vi finner finansieringsfordelen ved trekke finansieringsfordelen på finansielle eiendeler fra finansieringsfordelen på finansiell gjeld; $FFNFG = FFFG - FFFE$.

$$FFNFG = (nfgk - nfggr) * nfgg = \text{Finansieringsfordel netto finansiell gjeld}$$

$$nfgk = f g k * \frac{FG}{NFG} - f e k * \frac{FE}{NFG} = \text{Netto finansielt gjeldskrav}$$

$$nfggr = \frac{NFK - NFI}{\left(NFG_{IB} + \left(\frac{\Delta NFG - NFK + NFI}{2} \right) \right)} = \text{Netto finansiell Gjeldsrentabilitet}$$

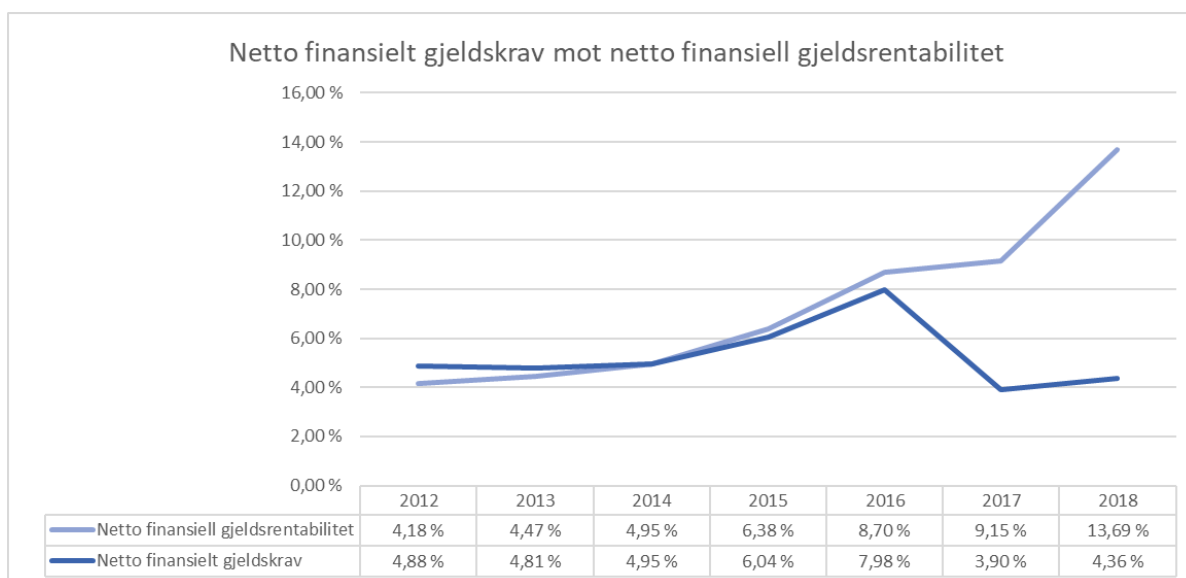
$$nfgg = \frac{NFG_{IB} + \frac{\Delta NFG - NFK + NFI}{2}}{\left(EK_{IB} + \left(\frac{\Delta EK - NRE}{2} \right) \right)} = \text{Netto finansiell gjeldsgrad}$$

Formel 8-14- Formel for beregning av finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Vi ser av tabell 8-20 at gjennomsnittlig netto finansielt gjeldskrav er 5,22% for perioden. Rentabiliteten er på 8,19% for perioden. Dette gir en netto finansiell gjeldsrenteulempe på -2,97%. Vektet med netto finansiell gjeldsgrad så blir det finansieringsulempe på netto finansiell gjeld på -0,83%. Grunnet justeringen vår i kapittel 5.4.2. der vi oppkapitaliserte leiekravet så hadde Gyldendal en finansieringsfordel netto finansiell gjeld i begynnelsen av analyseperioden. Finanskostnadene var nok lave relativt til den finansielle gjelden da. Vi ser derimot at den utvikler seg i svært negativ retning på slutten av analyseperioden. Da betalte Gyldendal ut all den langsiktige rentebærende gjelden sin. Finanskostnadene har derimot ikke gått ned i lik grad som den finansielle gjelden. Det kan som nevnt være dyr finansiering av kassakreditt og renteswap. Dette gir da naturlig nok en liten finansieringsulempe.

Finansieringsfordel netto finansiell gjeld		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Vekt		0,10	0,10	0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	Snitt
Netto finansielt gjeldskrav	<i>nfgk</i>	4,88 %	4,81 %	4,95 %	6,04 %	7,98 %	3,90 %	4,36 %	5,22 %
Netto finansiell gjeldsrentabilitet	<i>nfggr</i>	4,18 %	4,47 %	4,95 %	6,38 %	8,70 %	9,15 %	13,69 %	8,19 %
Netto finansiell gjeldsrentefordel	<i>nfgk-nfggr</i>	0,70 %	0,34 %	0,00 %	-0,34 %	-0,72 %	-5,25 %	-9,32 %	-2,97 %
Netto finansiell gjeldsgrad	<i>nfgg</i>	1,1295	0,9705	0,8270	0,6440	0,4133	0,3483	0,2671	0,5744
Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	<i>FFNFG</i>	0,80 %	0,33 %	0,00 %	-0,22 %	-0,30 %	-1,83 %	-2,49 %	-0,83 %

Tabell 8-20- Beregning av finansieringsfordel netto finansiell gjeld



Figur 8-9- Graf over netto finansiell gjeldsrentabilitet mot kravet

8.3.8 Finansieringsfordel – Oppsummering

Vi ser at samlet finansieringsfordel over analyseperioden er -0,83%. Som vi vet fra Knivsflå (2019, F12, s.72) så er det svært sjeldent at finansieringen til et selskap gir opphav til strategisk fordel. Dette stemmer godt med det vi har kommet fram til. Det er en marginal finansieringsulempe, men den er i praksis 0.

Samlet finansieringsfordel		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Vekt		0,10	0,10	0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	Snitt
Finansieringsfordel finansiell gjeld	FFFG	0,71 %	0,44 %	0,08 %	-0,14 %	-0,31 %	-1,85 %	-2,39 %	-0,79 %
Finansieringsfordel finansielle eiendeler	FFFE	0,08 %	-0,11 %	-0,08 %	-0,08 %	0,01 %	0,03 %	-0,10 %	-0,04 %
Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	FFNFG	0,80 %	0,33 %	0,00 %	-0,22 %	-0,30 %	-1,83 %	-2,49 %	-0,83 %
Finansieringsfordel minoritetsinteresser	FFMI	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Samlet finansieringsfordel	FF	0,80 %	0,33 %	0,00 %	-0,22 %	-0,30 %	-1,83 %	-2,49 %	-0,83 %

Tabell 8-21 - Oppsummering av samlet finansieringsfordel

8.5 Oppsummering – historisk superrentabilitet

I den kvalitative analysen i kapittel 4 konkluderte vi med at Gyldendal hadde en moderat strategisk fordel basert på den kvalitative analysen. Dette er konsistent med resultatet vi nå har etter den kvantitative analysen i kapittel 8. I den kvalitative analysen konkluderte vi med en moderat bransjefordel, og ingen ressursfordel. Dette har totalt sett gitt en moderat/liten strategisk fordel.

I kapittel 8.3.2. så fikk vi en bransjefordel drift på 2,66%. I den kvalitative analyse begrunnet vi dette med de betydelig politiske virkemidlene som blir brukt opp mot bokbransjen. De mest sentrale forholdene er merverdiavgiftsfritaket og bokavtalen mellom forleggerforeningen og bokhandlerforeningen. I tillegg har vi også innkjøpsordningene til kulturrådet som påvirker markedet. Selv om alle disse virkemidlene isolert burde bety en stor bransjefordel så mener vi at

den er moderat fordi virkemidlene fjerne ulemper vi ellers mener ville vært til stede i markedet. Dette gjelder spesielt bredden i litteratur som hadde vært dårligere som følge av at man ikke hadde hatt noen form kryssfinansiering som man får gjennom bokavtalen. Konkurransforholdene gjør også til at det blir stadig lettere å starte eget forlag som følge av digitaliseringen. Dette er en utvikling vi tror kommer til å fortsette. Vi forventer ikke at bransjefordelen kommer til å øke framover i tid da vi forventer økt konkurranse fra utlandet i fremtiden. Vi tror derfor at bransjefordelen vil komme til å gå marginalt ned og gjør at bransjefordelen i fremtiden er liten.

Den kvantitative analysen viser en helt marginal ressursulempe på -0,84%. I den kvalitative analysen forventet vi ingen ressursfordel. Begrunnelsen for dette var at mesteparten av de interne ressursene som Gyldendal innehar er ressurser som de fleste konkurrentene deres også innehar. Ressurser som butikklokaler, portefølje av tidligere utgivelser og Gyldendal Rettsdata ble trukket fram i den kvalitative analysen. Sett bort fra Gyldendal Rettsdata så er de fleste ressursene som er trukket frem ressurser som konkurrentene innehar i like stor grad. Når den kvantitative analysen viser en marginal ressursulempe så taler det for at noen av de interne ressursene kan gi opphav til en ulempe. Vi så i «common-size»-analysen at Gyldendal blant hadde en ulempe når det kom til varekostnad og avskrivninger. En ulempe på varekostnad kan tale for at porteføljen av tidligere utgivelser inneholder en del bøker som er ulønnsomme og dermed gir opphav til ukurans. Det at Gyldendal har en relativt større del av driften i konsernet eksponert mot bokhandel enn konkurrentene gjør at vi får en ulempe i varekostnad. En ulempe i avskrivninger kan tale for at en del tidligere oppkjøp har vært ulønnsomme. I fremtiden anser vi derimot at noen av ressursene i Gyldendal kan gi opphav til en liten ressursfordel. Her vil vi spesielt trekke frem at Gyldendal har en betydelig inntektsvekst i abonnementsinntekter på strømmingstjenester og digitale verktøy. Her ser vi at de kan ha et potensielt midlertidig fortrinn på resten av bransjen. Det at det blir flere utgivelser digitalt vil sannsynligvis også senke sannsynligheten for ukurans, og det vil forbedre netto driftsmarginen til Gyldendal.

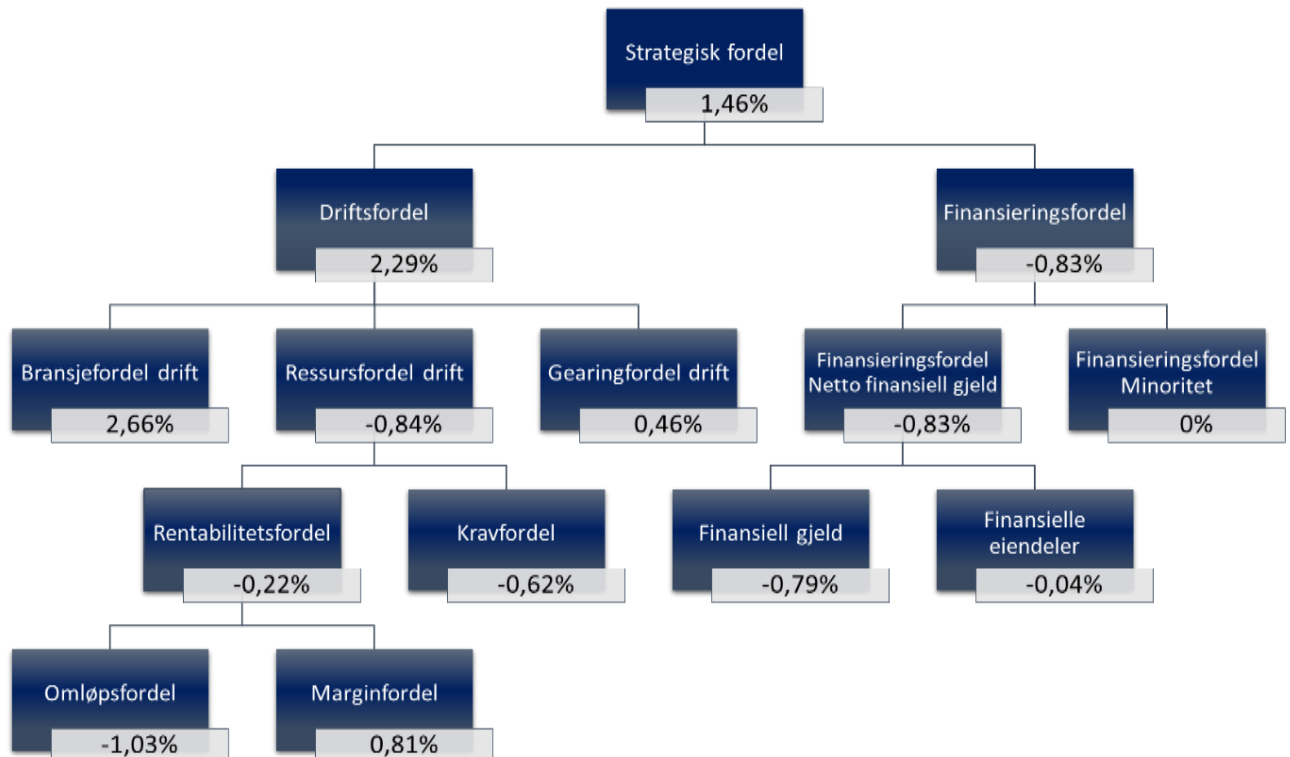
Vi kommenterer ikke den marginale finansieringsulempen på netto finansiell gjeld noe nærmere enn det vi gjorde i kapittel 8.3.8. På lang sikt anser vi denne fordelene som 0.

Innsikt fra både den kvalitative og kvantitative analysen vil vi benytte videre i utarbeidelsen av fremtidsregnskap og fremtidskrav.

Strategisk fordel		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Vekt		0,10	0,10	0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	Snitt
Bransjefordel drift	<i>BFD</i>	-1,30 %	0,09 %	1,63 %	6,70 %	5,88 %	5,27 %	-1,60 %	2,66 %
Ressursfordel drift	<i>RFD</i>	0,25 %	-1,59 %	-4,39 %	-3,71 %	-2,06 %	-0,70 %	3,71 %	-0,84 %
Gearingsfordel drift	<i>GFD</i>	-1,19 %	-1,46 %	-2,29 %	1,93 %	1,58 %	1,59 %	0,56 %	0,46 %
Driftsfordel	<i>DF</i>	-2,24 %	-2,97 %	-5,05 %	4,92 %	5,40 %	6,16 %	2,68 %	2,29 %
Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	<i>FFNFG</i>	0,80 %	0,33 %	0,00 %	-0,22 %	-0,30 %	-1,83 %	-2,49 %	-0,83 %
Finansieringsfordel minoritetsinteresser	<i>FFMI</i>	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Strategisk fordel	<i>SF</i>	-1,45 %	-2,64 %	-5,05 %	4,70 %	5,10 %	4,33 %	0,19 %	1,46 %
SF funnet ved ekr - ekk		-1,45 %	-2,64 %	-5,05 %	4,70 %	5,10 %	4,33 %	0,19 %	1,46 %

Tabell 8-22 - Oppsummering av strategisk fordel

I figur 8-10 vises den strategiske fordelens dekomponering og hvor fordelene eller ulempene kommer fra.



Figur 8-10 - Oppsummering av dekomponering av strategisk fordel

9. Fremtidsbudsjett

For å kunne gjennomføre en fundamental verdsettelse av Gyldendal må vi utarbeide ett fremtidsregnskap. Dette fremtidsregnskapet er utarbeidet på bakgrunn av resultatene fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Formålet med fremtidsregnskapet er å lage en prognose for fremtidig resultat, balanse og kontantstrøm. Dette sammen med det fremtidige avkastningskravet, som vi skal finne i kapittel 10, vil være grunnlaget for verdsettelsen i kapittel 11.

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Utarbeidelse av fremtidsregnskapet gjøres i tråd med Penman (2013, s.506) og følger rammeverket presentert av Knivsflå (2019, F14, s.5), gjengitt i figuren nedenfor.



Figur 9-1 - Rammeverk for utarbeidelse av fremtidsregnskap

Fremtidsregnskapet består av to deler der den første delen er budsjettering frem til ett tidspunkt, T, som er tidspunktet hvor selskapet stabiliserer seg og hvor veksten forventes konstant. Fra år T så

fremskrives resultatet ved å lage en prognose på rentabilitet, vekst og avkastningskrav basert på tidligere analyser og budsjettering.

9.2 Vekstanalyse

9.2.1 Analyse av historisk vekst

Steg 1 i rammeverket presentert over er analyse av vekst. Vekst er en sentral driver for verdien og risikoen i et selskap og blir dermed en sentral del av en verdsettelse og lønnsomhetsanalyse. I denne sammenheng er det to hovedformer for vekst som er spesielt interessant – vekst i kapital og vekst i resultat. Disse kan dekomponeres i ulike poster i balansen og resultatregnskapet og på den måten kan en analysere og forklare vekst i egenkapital og nettoresultatet til egenkapital.

Vekst kan videre deles inn i kortsiktig og langsiktig vekst. På kort sikt kan kapring av markedsandeler og vekst i totalmarked gjøre at et selskap vokser. Strategiske analyser kan gi innsikt i dette. På lengre sikt vil veksten være i henhold til Solow-modellen og begrenset til den generelle veksten i økonomien (Gartner, 2009). Den langsiktige veksten i økonomien kan vurderes ut ifra makroøkonomiske analyser. Ved vurdering av vekstfaktor bør den sammenlignes med historisk vekst over tid og veksten til bransjen som selskapet er i (Knivsflå, 2019, F14, s.22).

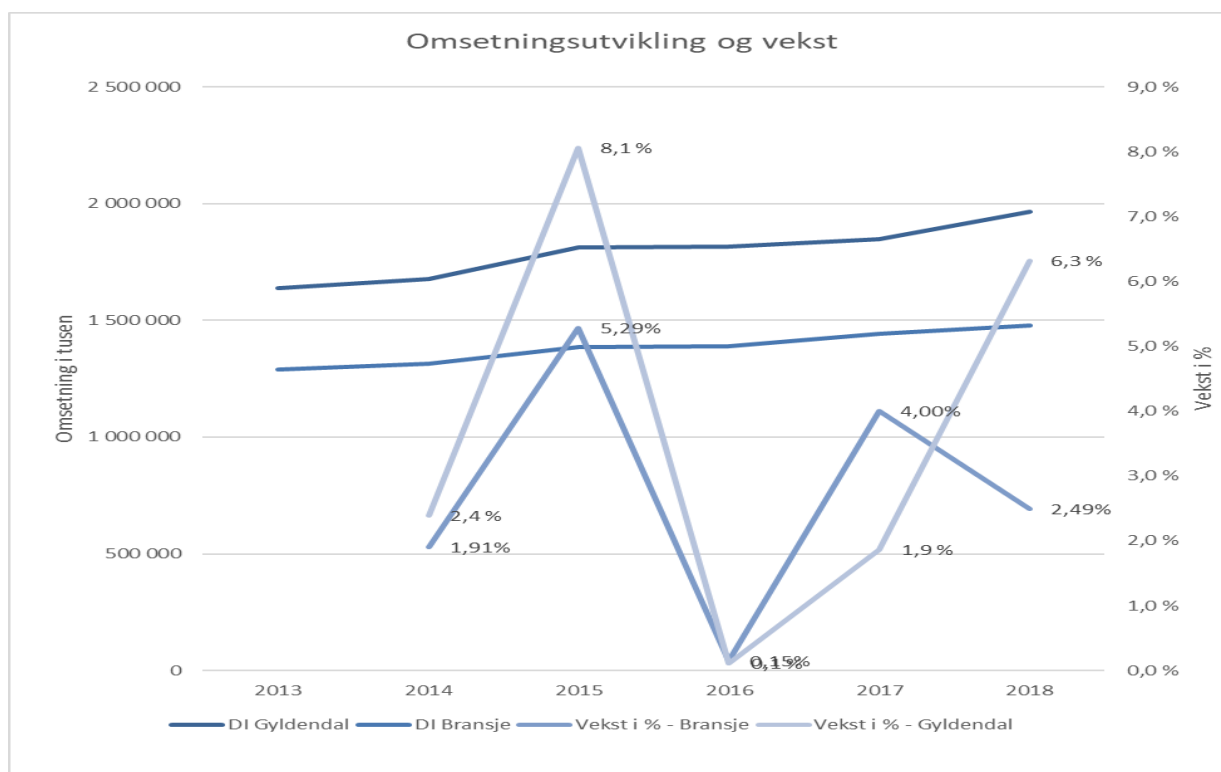
9.2.1.1 Langsiktig vekst

Langsiktig vekst er som nevnt begrenset til den generelle veksten i økonomien. For Norge sin del, som er primærmarkedet til Gyldendal, har realveksten i økonomien vært rundt 3% årlig de siste tiårene (Knivsflå, 2019, F14, s.64). I tillegg til realveksten må inflasjonen tillegges vekstfaktoren. Norges bank sitt inflasjonsmål ligger på 2%. Dette kan benyttes som anslag på langsiktig vekst som vil gi en maks vekst i økonomien på lang sikt på 5% (Knivsflå, 2019, F14, s.66)

9.2.1.2 Kortsiktig vekst

Kortsiktig vekst oppnås gjennom å enten kapre markedsandeler fra konkurrenter eller ved at markedet som bedriften opererer i vokser. Forlagsbransjen er en moden bransje som har hatt liten økning i totalmarked de siste årene. Totalmarkedet var på topp i 2007 med omtrent 6 milliarder i årlig omsetning, og har siden da falt ned mot 5 milliarder igjen. Siste årene har det for eksempel vært betydelig nedgang i omsetning i bok gruppe 1 – Skolebøker. Dette skyldes trolig fagfornyelsen med nye læreplaner og lærebøker fra 2020. Det er rimelig å anta at omsetningen vil øke igjen til neste år. For digitale produkter har utviklingen vært positiv med høy vekst siste årene, noe som kan antas å fortsette kommende år, som vi gjennomgikk i delkapittel 4.6.

9.2.1.3 Analyse av historisk driftsinntektsvekst for bokbransjen



Figur 9-2 - Graf over utvikling i omsetning for Gyldendal og bransjen

Gyldendal har hatt positiv inntektsvekst de fleste årene i analyseperioden. I figur 9-2 er vekst tatt med fra 2013 da Gyldendal i 2012 benyttet bruttometoden for tilknyttede selskap og omsetningen derfor ikke er sammenlignbar fra 2012 til 2013. I snitt har Gyldendal hatt en vekst de siste 5 årene på 3,7%, mens bransjen har hatt en vekst på 2,8% i omsetningen. Spesielt god var veksten i 2018 da den var 6,3%. Dette skyldes delvis oppkjøp av 25 av butikkene til Notabene i juli 2017 og trolig ligger den organiske veksten nærmere bransjesnittet og muligens under, da Gyldendal er en stor andel av bransjesnittet. Disse butikkene hadde en antatt omsetning på 125 millioner på årsbasis (Skaug, 2017) og ved å korrigere en halv årsumsetning i 2017 og hele i 2018 blir veksten for Gyldendal lignende bransjen ellers.

Vektet driftsinntekt bransje		2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
DI Bransje		1 290 978	1 315 609	1 385 159	1 387 250	1 442 726	1 478 607	
	Vekst i %		1,9 %	5,3 %	0,2 %	4,0 %	2,5 %	2,8 %
DI vekst Gyldendal		2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Driftsinntekter		1 638 216	1 677 439	1 812 590	1 814 531	1 848 356	1 965 149	
	Vekst i %		2,4 %	8,1 %	0,1 %	1,9 %	6,3 %	3,7 %
DI fordelt Gyldendal		2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Varesalg		1 545 578	1 567 049	1 684 611	1 667 560	1 684 775	1 783 000	
	Vekst i %		1,39 %	7,50 %	-1,01 %	1,03 %	5,83 %	2,95 %
Abonnementer		92 931	110 521	127 934	147 041	163 426	182 000	
	Vekst i %		18,93 %	15,76 %	14,94 %	11,14 %	11,37 %	14,43 %

Tabell 9-1 - Omsetningsutvikling Gyldendal og bransjen i analyseperioden

Ved å dekomponere inntektsveksten til Gyldendal de siste årene ser vi at det har vært betydelig vekst i abonnementer. Dette er vekst i digitale produkter som Gyldendal Rettsdata og andre digitale verktøy. Bransjestatistikken viser ett likt bilde. Bokgruppe 8 – Digitale læremidler og øvrige digitale produkter har økt fra 147 millioner i 2013 til 313 i 2018, mer enn en dobling. Veksten i varesalg, altså fysiske bøker, har hatt en snittvekst siste fem årene på 2,95%. Vi viser til tabell 2.4 i delkapittel 2.2.2.2. for videre informasjon om bokgruppene.

Bransjestatistikken som utgis av forleggerforeningen er også en god måte å analysere bransjeveksten på. Den viser at veksten fra 2017 til 2018 for hele bransjen var negativ med 6,3%. Før 2017 har omsetningen i bransjen vært tilnærmet konstant.

Nye læreplaner fra skolestart 2020 har som nevnt trolig påvirket og vil påvirke omsetningen for bransjen de kommende årene. Nedgangen i bok gruppe 1 – skolebøker, var hele 16% fra 2017 til 2018. Endringen for august, september og oktober 2019 viser nedgang i omsetning på årsbasis mot fjoråret på 18-21% for samme bok gruppe. (Forleggerforeningen, 2019, s.1)

Total nedgang for alle bokgrupper i papirutgave på årsbasis fra oktober til oktober er 6,7%. Denne utviklingen var også i forkant av fagfornyelse og kunnskapsløftet i 2007 og ved revisjonen av læreplanene i 2013. Det er derfor rimelig å forvente at antall nyutgivelser, antall solgt og prisene for disse kategoriene vil øke til neste år. Dette vil samlet trolig gi ett omsetningsløft for bransjen. I 2013 sto bokgruppe 1 for over 18% av omsetningen i bransjen, mens den falt til rundt 15% i 2018.

9.2.1.4 Analyse av historisk egenkapitalvekst

Vekst i egenkapital er det som gir investorer avkastning på pengene de investerer i selskapet, da de kjøper seg inn i egenkapitalen ved å kjøpe aksjer. Det er derfor et viktig mål for verdiskapningen i selskapet og kan gi innsikt i fremtidig egenkapitalvekst.

Når vi analyserer veksten i egenkapital, ser vi på den normaliserte veksten. Dette er fordi den fullstendige veksten inneholder unormale poster som vil gi feil når vi skal estimere fremtidig egenkapitalvekst. De unormale postene setter derfor til 0 i den normaliserte egenkapitalveksten.

Formel for fullstendig egenkapitalvekst er;

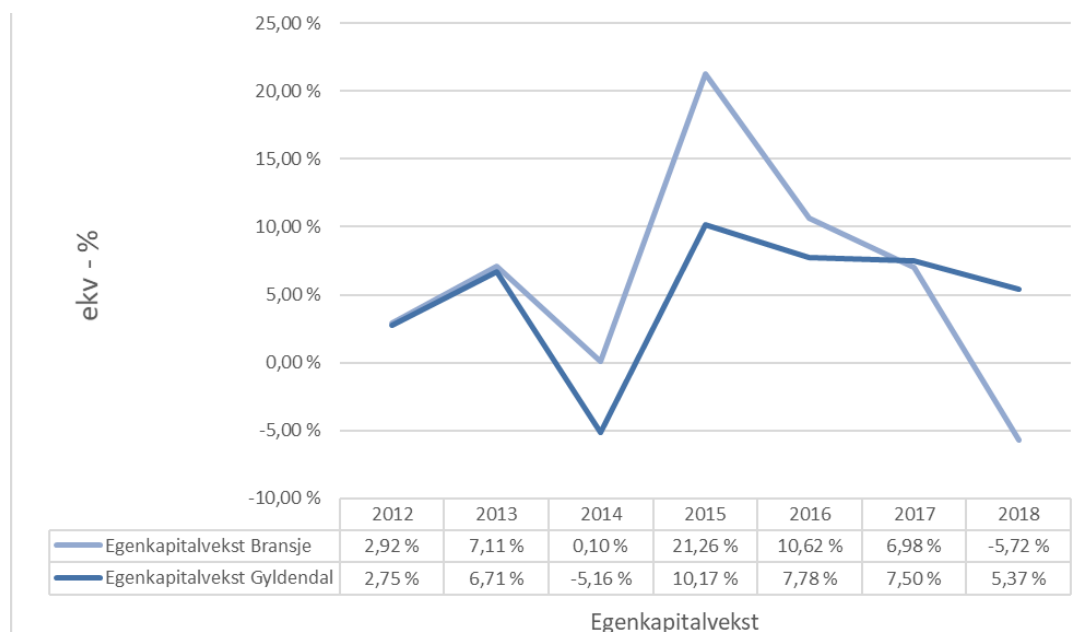
$$ekv = \frac{EK_{UB} - EK_{IB}}{EK_{IB}} = \frac{\Delta EK}{EK_{IB}}$$

Formel 9-1 - Formel for egenkapitalvekst

Historisk egenkapitalvekst Gyldendal & I		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
		0,1	0,1	0,1	0,15	0,15	0,2	0,2	
Egenkapitalvekst Gyldendal	ekv	2,75 %	6,71 %	-5,16 %	10,17 %	7,78 %	7,50 %	5,37 %	5,70 %
Egenkapitalvekst Bransje	ekv	2,92 %	7,11 %	0,10 %	21,26 %	10,62 %	6,98 %	-5,72 %	6,05 %
Differanse		-0,17 %	-0,40 %	-5,26 %	-11,09 %	-2,84 %	0,52 %	11,09 %	-0,35 %

Tabell 9-2- Egenkapitalvekst for Gyldendal og bransjen i analyseperioden

Som figur 9-3 viser så er det en del differanse i veksten i egenkapital i Gyldendal og bransjen, men de korrelerer godt i årene 2012-2015. Spesielt for 2018 ble det foretatt store nedskrivninger i Aschehoug og Cappelen som påvirker bransjesnittet negativt.



Figur 9-3- Utvikling i egenkapitalvekst for Gyldendal og bransjen

Det er betydelig forskjell fra år til år i egenkapitalveksten både for bransjen og for Gyldendal. Den normale egenkapitalveksten vil derfor trolig være bedre egnet for predikering av fremtidsregnskap fordi den hensyntar unormale poster som er inkludert i fullstendig egenkapitalvekst. Formel 9-2 viser den normale egenkapitalveksten som viser to kilder av vekst i egenkapital, egenkapitalrentabilitet og graden av tilbakeholdt kapital (Knivsflå, 2019, F14, s.26). Grad av tilbakeholdt egenkapital er den delen av profitten fra drift som blir igjen i bedriften, og ikke utbetales som utbytte eller innbetales gjennom kapitalinnskudd.

$$ekv = (1 - eku) * ekr$$

$$ekv = \text{egenkapitalvekst}$$

$$(1 - eku) = \text{tilbakeholdsgrad}$$

$$ekr = \text{egenkapitalrentabilitet}$$

Formel 9-2 - Formel for beregning av egenkapitalvekst

Ved å trekke ut de unormale postene får vi mindre svingninger i egenkapitalveksten for Gyldendal. I snitt har de en tidsvektet egenkapitalvekst på 6,08%. Det at normalisert egenkapitalvekst er høyere enn den fullstendige egenkapitalveksten skyldes unormale poster som har påvirket resultatet negativt. Som vi ser er differansen mellom normal egenkapitalvekst og egenkapitalrentabilitet netto utbetalt utbytte, som representeres ved tilbakeholdsgrad under 1.

Normalisert historisk egenkapitalvekst	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt	
Vekt	0,1	0,1	0,1	0,15	0,15	0,2	0,2		
Egenkapitalrentabilitet	<i>ekr</i>	6,74 %	5,19 %	2,74 %	11,67 %	11,48 %	10,38 %	6,27 %	8,27 %
Tilbakeholdsgrad	<i>1-eku</i>	0,79	0,47	0,02	0,87	0,78	0,78	0,66	0,66
Egenkapitalvekst	<i>ekv</i>	5,30 %	2,46 %	0,06 %	10,10 %	8,97 %	8,06 %	4,13 %	6,08 %

Tabell 9-3- Beregning for normalisert egenkapitalvekst for Gyldendal

Den tidsvektede normale egenkapitalveksten er for Gyldendal 6,08%. Vi skal senere i kapitlet diskutere om denne egenkapitalveksten kan forventes i fremtiden, eller om den blir større eller mindre.

9.3 Valg ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet

Når vi har analysert veksten, som er steg 1 i rammeverket presentert i figur xx, går vi videre til steg 2 som er valg av budsjettthorisont, teknikk for framskriving og detaljnivå.

9.3.1 Budsjettthorisont

For å kunne utarbeide fremtidsregnskapet trenger vi å fastsette en budsjettthorisont. I fundamental verdsettelse er verdien av egenkapital i selskapet lik nåverdi av alle fremtidige kontantstrømmer. For å kunne beregne dette må vi finne estimater på de fremtidige budsjettdriverne og kontantstrømmene. Det er umulig å estimere kontantstrømmer for evig fremtid (Damodaran, 2012) og vi trenger derfor en budsjettthorisont (T) som vi budsjetterer frem til. Budsjettthorisonen (T) vil være det siste året med fullstendig framskriving av regnskapet og representerer overgangen til *steady state* og alle budsjettdriverne fremover vil være konstante (Kaldestad og Møller, 2014, s.222).

Ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet bør budsjettthorisonen ifølge Kaldestad og Møller (2014, s.222) ta for seg hele perioden frem til selskapet kommer i *steady state*. Det er da viktig å se på stabiliteten og veksten som er i bransjen da dette avgjør hvor lang tid det tar før bransjen kommer i en fase med konstant vekst. Hvilke fase eller del av livssyklusen selskapene som inngår i bransjen er i og bransjen som helhet må også vurderes. For bransjer som er sykliske, har stor superprofitt eller er i stor vekst så vil det ifølge Kaldestad og Møller (2014) være passende med en budsjettthorisont på fem år. Dette er vesentlig kortere enn hva som anbefales av Koller et al. (2010, s.221). De anbefaler at en budsjettthorisont skal være på mellom 10-15 år. Argumentene for den

lengre budsjetthorisonten er at en kortere vil gi en sterk undervurdering av selskapet og kreve urimelig høye antakelser om veksten som foreligger i *steady state*. Argumenter imot en så lang budsjetthorisont er at det vil være meget utfordrende å predikere enkeltposter så langt frem i tid. I motsetning til Koller et al. (2010) har Penman (2013) argumentert for at det bør brukes en så kort budsjetthorisont som mulig. Dette er fordi en kortere horisont vil føre til høyere validitet av prognosene fordi avstanden er kort mellom estimatene som legges til grunn i analysedelen og estimatene som brukes for fremtiden. Teorien har altså ikke et klart og entydig svar på hvor lang en budsjetthorisont bør være i analysen.

Gyldendal har som vist over hatt vekst i driftsinntektene, men den er relativt beskjeden og kan i stor grad forklares med oppkjøp og ikke generell vekst i markedet. Bransjestatistikken viser at totalmarkedet for bøker i Norge har gått ned siste årene. Digitale tjenester viser derimot høy vekst siste årene både for bransjen som helhet og Gyldendal spesifikt. I årsrapporten for 2018 viser konsernsjefen til at det er økt konkurranse om folks oppmerksomhet med ny teknologi og konkurranse over landegrensene. Det vises også til at det er høy og økende etterspørsel etter kunnskap og litteratur med ny teknologi og nye formater som strømmetjenester, netjtjenester og annet digitalt innhold. Dette underbygges av veksten vi ser for abonnementer hos Gyldendal. Overgangen fra fysisk salg til digitalt salg av produkter vil trolig fortsette i flere år før det når *steady state*. Knivslå (2019, F14, s.60) hevder at desto nærmere virksomheten er konstant vekst desto kortere budsjetthorisonten er nødvendig.

Bokbransjen i Norge har vært stabil i mange år, men har vist en nedgang i omsetning siste årene. Det at bransjen har hatt nedgang i omsetning skyldes trolig økt konkurranse fra andre fritidsaktiviteter som strømming av serier og film, sosiale medier og lignende som har blitt lett tilgjengelig på digitale plattformer. Spesielt de yngre som bruker mindre av tiden sin på lesing, men statistikk fra bokhandlerforeningen viser også at det er økning i antall yngre som kjøper bøker. Vi tror derfor at allmennt markedet vil holde seg nokså stabilt i omsetning kommende år, men trolig vil mer av salget være digitalt. Det samme tror vi med fagbokmarkedet som har vært nokså stabilt over analyseperioden.

Det er også rimelig å anta at deler av den generelle nedgangen i omsetning skyldes nye fagplaner for grunnskole og videregående som kommer i 2020. Som vist har disse skolebokmarkedet opplevd vesentlig større nedgang enn markedet totalt, og dette har skjedd før tidligere reformer. Tall fra forleggerforeningen viste en økning med 28,8% fra 2006 til 2007 og 8% fra 2007 til 2008. Ved revidering av fagplanene økte også salget, men da litt mindre. Vi antar derfor at det vil være en betydelig økning i salget for skolebokmarkedet fra 2020.

Skiftet som pågår fra fysiske bøker til digitale plattformer tror vi kommer til å fortsette. Gyldendal har hatt god vekst i digitale plattformer allerede og ifølge halvårsrapporten for 2019 er det på digitale plattformer veksten kommer. Vi antar at den digitale utviklingen vil fortsette i flere år fremover før den stabiliserer seg og trenger å hensynta dette i budsjetthorisonten vår.

Oppsummert så er Gyldendal i en nokså stabil fase allerede, men fagfornyelsen neste år og utviklingen i det digitale salget vil gi endringer i årene fremover. Vårt beste estimat på når Gyldendal er i *steady state* blir derfor om 6 år, altså 2024. Dette innebærer at vår budsjetthorisont blir årene 2019-2024. Vi tar med 2025 og 2026, som blir T+1 og T+2, for å få med konstant vekst.

9.3.2 Valg av detaljnivå

Valget av detaljnivå ved utarbeidelse av fremtidsregnskap handler om hvor mange drivere som skal benyttes i budsjetteringen. Palepu et al. (2013) anbefaler at det brukes et mindre detaljert nivå, da det er med færre antakelser om fremtiden vil være større sannsynlighet for at de som brukes analyseres og vurderes nøye. På lang sikt vil usikkerheten med mange budsjett drivere være høy og sannsynligheten for å treffe på alle prediksjonene er dermed lavere. På kort sikt er det motsatt, altså at få budsjett drivere vil gi et for lite detaljert bilde (Knivsflå, 2019, F14, s.33). Vi har valgt en mellomlang budsjett horisont på 6 år, det vil da være viktig å hensynta både detaljrikheten og usikkerheten i prediksjonene. Vi velger derfor å benytte oss av 7 budsjett drivere som vil presenteres under i delkapittel 9.4.

9.3.3 Teknikk for framskriving

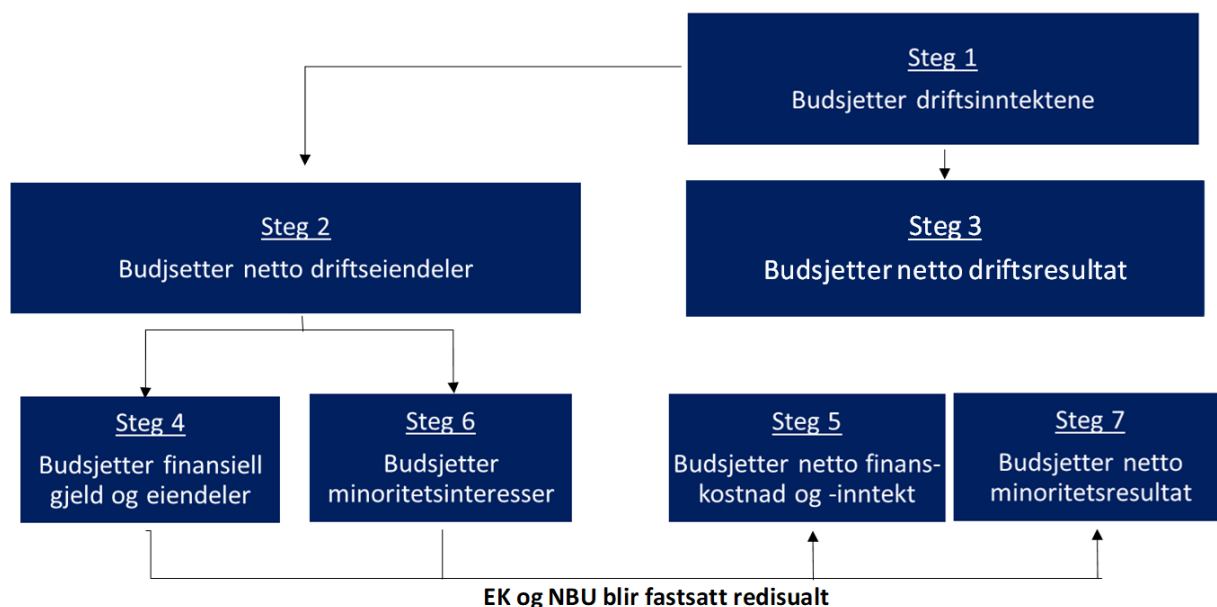
Fremtidsregnskapet utarbeides ved å estimere og fastsette verdier for driverne av budsjettet. Disse driverne utvikler seg lineært på kort, mellomlang og lang sikt (Knivsflå, 2019, F14, s.33). På kort sikt kan de aktuelle driverne justeres på hvis det er forhold som vi med rimelig sikkerhet vet vil påvirke verdien. På lengre sikt vil det naturlige være å la driverne gå mot gjennomsnittet av bransjen, og hva som forventes av vekst der.

Ifølge Knivsflå (2019, F14, s.38) finnes to alternative metoder for estimering med hensyn på å håndtere usikkerhet i budsjett drivere, scenariobudsjettering og simulering- og sensitivitetsanalyse. Ifølge Knivsflå sin teori er det sensitivitetsanalyse som er den foretrukne metoden for å hensynta denne usikkerheten. Vi vil i vår analyse benytte oss av denne.

Siden forutsetningen for fundamental verdsettelse er at kontantstrømmene realiseres først i slutten av hver regnskapsperiode vil vi legge den inngående kapitalen til grunn i budsjett driverne (Knivsflå, 2019, F15, s.8)

9.4 Budsjett drivere

For å kunne budsjettere fremtidsregnskapet må vi benytte oss av budsjett drivere. Vi har valgt å benytte oss av 7 forskjellige budsjett drivere, som er i henhold til Knivsflå (2019, F15, s.6) sin modell. Modellen til Knivsflå (2019) illustreres i figuren under. I vårt tilfelle vil steg 6 og 7 utgå da Gyldendal ikke har minoritetsinteresser. Vi benytter oss av budsjett punkter som vi estimerer budsjett driverne på. I mellom budsjett punktene forutsetter vi lineær utvikling. Vi har valgt en relativt kort budsjett horisont og velger derfor å benytte budsjett punkt i 2022 som mellomlang sikt og 2024 som lang sikt. Begrunnelsen for dette er at fagfornyelser historisk har påvirket salget betydelig i fornyelses året og påfølgende to år mens vi videre anslår at skiftet til det digitale stabiliserer seg i 2024 og derfra kan antas å være konstant.



Figur 9-4 - Rammeverk for utarbeidelse av fremtidsregnskap

Vi vil gjennomgå de forskjellige stegene og predikere de forskjellige budsjett driverne i delkapitlene under.

9.4.1 Driftsinntekter

Første steget i modellen er å budsjettere driftsinntektene for Gyldendal. For å gjøre dette må vi fremskrive budsjett driveren som er driftsinntektsvekst (div). Utviklingen i driftsinntektene beregnes med følgende formel:

$$DI_t = (1 + div_t) * DI_{t-1}$$

For det første året i budsjettperioden fastsettes driftsinntektsveksten indirekte. Dette gjør vi med framskriving av omløpet til netto driftskapital (*onde*). Grunnen til at det ofte benyttes *onde*, er at

denne er mer stabil enn *div* (Knivsflå, 2019, F15, s.16). Siden *onde* er ganske stabilt kan det være rimelig å anta at den vil være lik i 2019 som den var i 2018.. For 2018 var justert *onde* på 2,057, utregningen blir da;

$$div_1 = \frac{DI_1 - DI_0}{DI_0} = \frac{(onde_1 * NDE_0)}{DI_0} = \frac{(2,057 * 972\,981) - 1\,965\,149}{1\,965\,149} = 1,85\%$$

Formel 9-3 - Beregning av driftsinntektsvekst for 2019

Fra halvårsrapporten til Gyldendal vet vi at de har hatt vekst i 2019, hovedsakelig drevet av økt digitalt salg. Da markedet har hatt negativ utvikling må dette skyldes at de har tatt markedsandeler. Første halvår 2019 hadde Gyldendal en omsetningsøkning på 5%. Fra halvårsrapporten opplyser de at de har lagt ned tre butikker første halvår, noe vi antar vi redusere omsetningen litt andre halvår. Den månedlige statistikken fra bransjeforeningen viser at nedgangen på årsbasis er nokså lik fra juni til oktober, og vi forventer at dette ikke påvirker veksten vesentlig. Vi anslår derfor at veksten for 2019 som helhet vil være litt lavere enn for første halvår og setter den til 3%.

Som nevnt tidligere forventer vi at veksten vil ta seg opp i 2020 grunnet fagfornyelsen, og derfor antar vi at det vil være en vekst i 2020 på 5%. Vi antar videre at veksten vil økt til 6% i 2022 (M), noe som gir 5,5% vekst i 2021 med lineær vekst. Snitt vekst for analyseperioden var 3,75% etter egenkapitalmetoden og 3,38% etter bruttometoden. Dette indikerer at Gyldendal har høyere vekst i heleide selskaper, som står for mesteparten av omsetningen. Vi tror allikevel at bokbransjen som helhet ikke vil ha betydelig vekst utover inflasjonen. Den langsiktige veksten for Gyldendal antar vi derfor vil være 3% fra 2024, som indikerer en svak realvekst på 0,5% (T).

Budsjett drivere	1	2	3	4	5	T	T+1	T+2
År	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Driftsinntektsvekst	<i>div</i>	3,00 %	3,50 %	4,00 %	4,50 %	3,25 %	2,00 %	2,00 %

Tabell 9-4 - Oversikt over driftsinntektsvekst i budsjettperioden



Figur 9-5 - Graf over driftsinntektsvekst

Veksten som vi har estimert er bygd opp av antakelser om vekst i de forskjellige underliggende segmentene. Gyldendal opplyser i halvårsrapporten at de fortsatt har tosifret vekst i digitale inntekter, og at den første halvår sto for 29% av omsetningen. Dette var en økning fra 25% i første halvår 2018. Dette underbygger det vi kom frem til i kapittel 4, at vi forventer økt digital omsetning i fremtiden og at mesteparten av veksten vil komme der. På bakgrunn av dette har vi dekomponert veksten som vi anslår i de forskjellige segmentene, vist i tabell 9-5.

År	1		2		3		4		5		T		T+1		T+2	
	2019	Vekst	2020	Vekst	2021	Vekst	2022	Vekst	2023	Vekst	2024	Vekst	2025	Vekst	2026	Vekst
Driftsinntekter	2 024 103	3 %	2 094 947	4 %	2 178 745	4 %	2 276 788	5 %	2 350 784	3 %	2 397 800	2 %	2 445 756	2 %	2 494 671	2 %
Fysisk salg	1 416 872	2 %	1 446 889	2 %	1 475 901	2 %	1 506 695	0 %	1 512 087	-1 %	1 493 064	0 %	1 486 729	-1 %	1 477 960	-1 %
Abonnement	209 300	10 %	230 230	12 %	257 858	14 %	293 958	12 %	329 233	10 %	362 156	8 %	389 318	8 %	418 516	8 %
Digitalt salg eks. Abo	397 931	5 %	417 828	7 %	444 986	7 %	476 135	7 %	509 465	7 %	542 580	5 %	569 709	5 %	598 195	5 %
Digital andel av salg	30 %		31 %		32 %		34 %		36 %		38 %		39 %		41 %	

Tabell 9-5 - Dekomponering av driftsinntekt

Tabellen viser veksten for de forskjellige segmentene og andelen av salget som er digitalt. Vi anslår at veksten i abonnementer vil fortsette og ha toppåret i 2020 i forbindelse med fagfornyelsen. Dette er på bakgrunn av Gyldendal sin store satsning på digitale læreverk som vil lanseres neste år, som kommer i tillegg til strømmetjenester og andre eksisterende digitale verktøy og produkter. Videre tror vi at digitalt salg ellers (e-bøker, lydbøker eks. strømming mv.) vil oppleve god vekst kommende år som del i skiftet fra fysisk til digitalt salg.

Oppsummert så forventes at fysisk boksalg vil ha en gjennomsnittlig årlig vekst til 2026 (T+2) på 1,64%, altså negativ realvekst. For abonnement, som omfatter digitale løsninger, strømming og lignende, anslås veksten i tilsvarende periode til 12,52% årlig vekst og 128% vekst totalt. For digitalt salg ellers er veksten estimert til 7,36% årlig og totalt 64,36% over perioden. Totalt for digitalt salg er veksten i snitt 9,3% årlig og 86% fra 2019 til 2026 (Forleggerforeningen, 2019). Digitalt salg i budsjettperioden øker fra 30% til omtrent 40% av totalsalg for Gyldendal. Vi anser dette som rimelig i forhold til utviklingen i bransjen og befolkningens lesevaner.

9.4.2 Netto driftseiendeler

Det andre steget i rammeverket er å budsjettere netto driftseiendeler. For å budsjettere netto driftseiendeler benytter vi *onde* som budsjettdriver (Penman, 2013, s. 522). Formelen som benyttes for framskriving er;

$$NDE_{t-1} = \frac{DI_t}{onde_t} \quad onde_t = \frac{DI_t}{NDE_{t-1}}$$

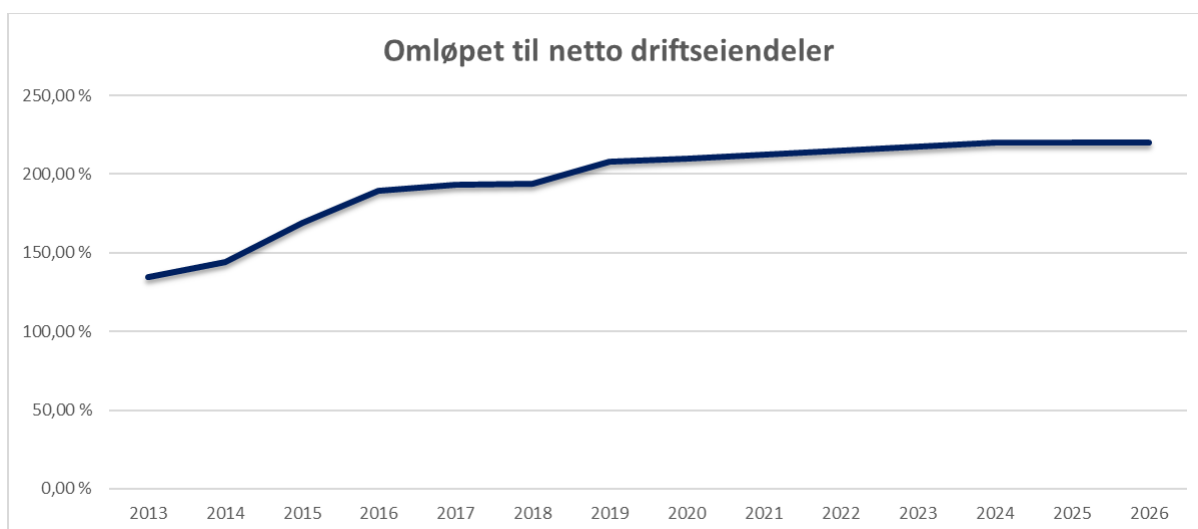
Formel 9-4 - Formel for beregning av netto driftseiendeler

Vi antok at *onde* for 2019 var tilsvarende som for 2018, altså 2,0567. Vi økte derimot omsetningen, noe som også vil gi økt *onde* for 2019. Den blir da;

$$onde_{2019} = \frac{2\,024\,103}{972\,982} = 2,0803$$

Formel 9-5 - Beregning av omløpet til netto driftseiendeler

Beregningene gjort for analyseperioden viser at *onde* har vært økende for både Gyldendal og bransjen og at bransjen hadde i vektet snitt 0,2092 høyere omløpshastighet for netto driftseiendeler. På lang sikt forventes det at *onde* konvergerer mot bransjegjennomsnittet i analyseperioden, og derfor vil øke i kommende år. Vi tror også at *onde* vil øke kommende år for både bransjen og Gyldendal grunnet mer digitalt salg, som er mindre kapitalbindende. Dette er også i tråd med estimatet vårt for driftsinntektene. Vi anslår derfor *onde* til å være 2,0803 i 2019 og 2,10 i 2020 økende til 2,2 (M) i 2022 og 2,35 i 2024 (T). Imellom budsjettpunktene er det anslått lineær utvikling. Utviklingen i budsjettperioden blir da som vist i grafen under;



Figur 9-6 - Framskrivning av omløpet til netto driftseiendeler

Vi ser av tabell 9-6 at netto driftseiendeler øker litt gjennom budsjettperioden. Dette skyldes økt omsetning, da økt *onde* reduserer netto driftseiendeler.

År		1 2019	2 2020	3 2021	4 2022	5 2023	T 2024	T+1 2025	T+2 2026
Driftsinntekter	DI_{UB}	2 024 103	2 094 947	2 178 745	2 276 788	2 350 784	2 397 800	2 445 756	2 494 671
Omløpet til netto driftseiendeler	$onde_{UB}$	2,0803	2,1000	2,1250	2,1500	2,1750	2,2000	2,2000	2,2000
Netto driftseiendeler	NDE_{IB}	972 982	997 594	1 025 292	1 058 971	1 080 820	1 089 909	1 111 707	1 133 941

Tabell 9-6 - Beregning av netto driftseiendeler

9.4.3 Netto driftsresultat

I steg 3 skal netto driftsresultat (*NDR*) fremskrives. Dette kan budsjetteres over budsjettperioden ved hjelp av de budsjetterte driftsinntektene (*DI*) multiplisert med netto driftsmargin (*ndm*).

Driftsinntektene har vi budsjettert i kapittelet 9.4.1, så da mangler vi kun netto driftsmargin for å kunne beregne netto driftsresultat i fremtiden. Dette er illustrert i formelen under;

$$NDR_t = ndm_t * DI_t \quad ndm_t = \frac{NDR_t}{DI_t}$$

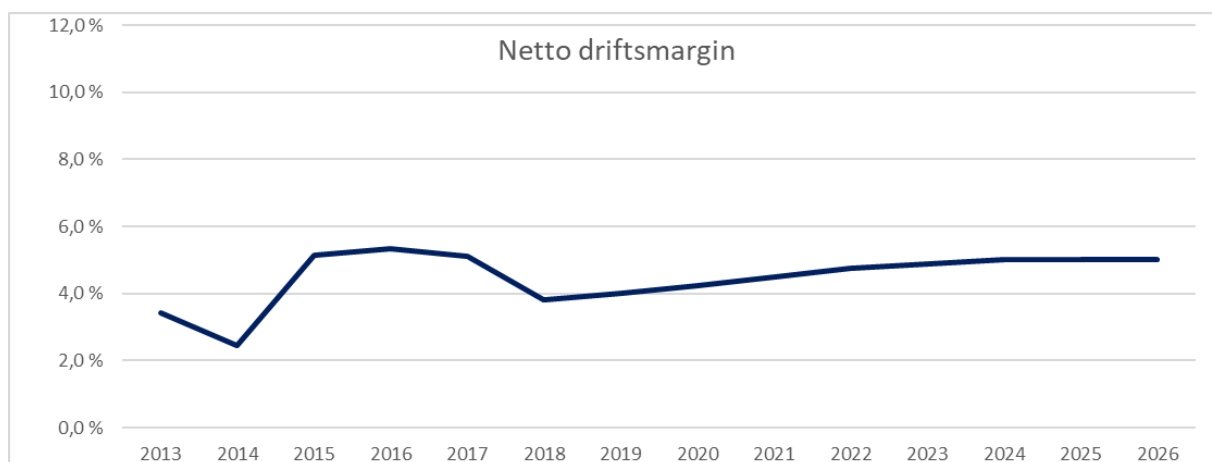
Formel 9-6 - Formel for netto driftsresultat

I utgangspunktet konvergerer *ndm* mot gjennomsnittet i bransjen i løpet av budsjettperioden. For bransjen var det vektete snittet i analyseperioden 3,98% mens den var 4,28% for Gyldendal. For å vurdere om dette er rimelig må vi hensynta vurderingene som ble gjort i den strategiske regnskapsanalysen. Der ser vi at marginfordelen har kommet siste årene, og er høyere grunnet vektingen. Gyldendal har gått fra en marginulempe til en marginfordel ovenfor bransjen de siste årene. Av halvårsrapporten vet vi at Gyldendal i første halvår 2019 forbedret resultatet mot fjoråret, spesielt for digitale produkter, så denne utviklingen ser ut til å fortsette. Det er også opplyst at resultatene tynges av investeringer i forkant av fagfornyelsen. Begge deler taler for at netto driftsmargin vil øke kommende år, som er i tråd med den strategiske analysen i kapittel 4.

Som redegjort for tidligere så vil økt digitalt salg trolig gi økte marginer, da vi antar Gyldendal har en ressursfordel på det digitale. De siste årene har det vært store kostnader knyttet til infrastruktur, digitale løsninger og markedsføring av plattformene, men dette vil trolig avta kommende år. Vi anslår derfor at marginen for bransjen kommer til å øke marginalt frem mot 2024 (T) grunnet økt digitalt salg. For Gyldendal anslo vi at digitalt salg til å være rundt 40% i 2024. Vi estimerer derfor at *ndm* vil øke fra 3,81% i 2018 til 4% i 2019. Neste år vil den øke videre grunnet økt salg og fagfornyelsen, da estimeres den til 4,25% og vil øke til 4,75% i 2022(M) før den går til den langsiktige marginen på 5% i 2024 (T). Imellom budsjettpunktene vil utviklingen være lineær. Utviklingen vi har budsjettert er økende i hele perioden. Dette er motstridende mot at på lang sikt vil konkurransekraftene trekke ned marginen, men vi har som redegjort for i kapittel 4 antatt at Gyldendal har en sterk og forsvarbar posisjon.

Netto driftsresultat		1	2	3	4	5	T	T+1	T+2
År		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Driftsinntekter	<i>DI</i>	2 024 103	2 094 947	2 178 745	2 276 788	2 350 784	2 397 800	2 445 756	2 494 671
Netto driftsmargin	<i>ndm</i>	4,00 %	4,25 %	4,50 %	4,75 %	4,88 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
Netto driftsresultat	<i>NDR</i>	80 964	89 035	98 044	108 147	114 601	119 890	122 288	124 734

Tabell 9-7- Beregning av netto driftsresultat



Figur 9-7 - Utvikling i netto driftsmargin

9.4.4 Netto finansiell gjeld

Neste steg er å budsjettere *netto finansiell gjeld*, altså netto finansielle eiendeler minus netto finansiell gjeld. Vi ser på disse hver for seg.

Budsjettdriveren til *finansiell gjeld* er finansiell gjeldsdel (*fgd*). Ifølge Knivsflå (2019, F15, s.30) er formelen for framskriving av *finansiell gjeld* følgende;

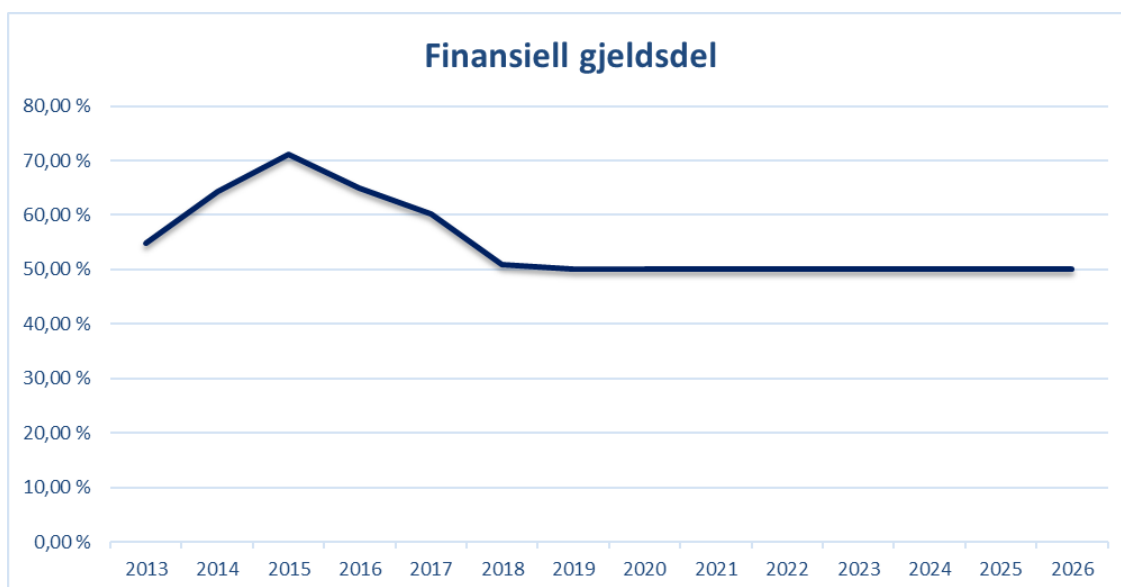
$$FG_t = fgd_t * NDE_t$$

Formel 9-7 - Formel for beregning av finansiell gjeld

Kapitalstrukturen til Gyldendal har vært relativt stabil over tid, noe som er vanlig. Vi antar at netto finansiell gjeldsdel (*nfgd*) konvergerer mot en optimal *nfgd* over tid fra 2019 til 2024(T). Et mål på *nfgd* er bransjesnittet eller gjennomsnittet til virksomheten som analyseres (Knivsflå 2019, F15, s.30).

For *fgd* legger vi samme forutsetninger. Vi ser at *fgd* for Gyldendal i analyseperioden varierer fra 71,04% til 50,85%, som var for 2018. Gyldendal har som nevnt betalt ned alt av langsiktig gjeld og mesteparten av den finansielle gjelden som ligger i balansen er oppjusteringen av leiekraft. Denne forventer vi skal holde seg stabil gjennom budsjettperioden og vi forventer ikke at Gyldendal skal ta opp lån igjen. Bransjen hadde i analyseperioden snitt *fgd* på 66,9%, som er en del høyere enn Gyldendal. Dette anser vi som naturlig da det ofte er høyere for ikke-børsnoterte selskaper, som de komparative bransjeselskapene er (Knivsflå, F15, s.32). For Oslo børs er typisk *fgd* rundt 50%.

Vi velger derfor å holde *fgd* konstant i perioden fra 2019-2024 på 50%.



Figur 9-8 - Utvikling i finansiell gjeldsdel

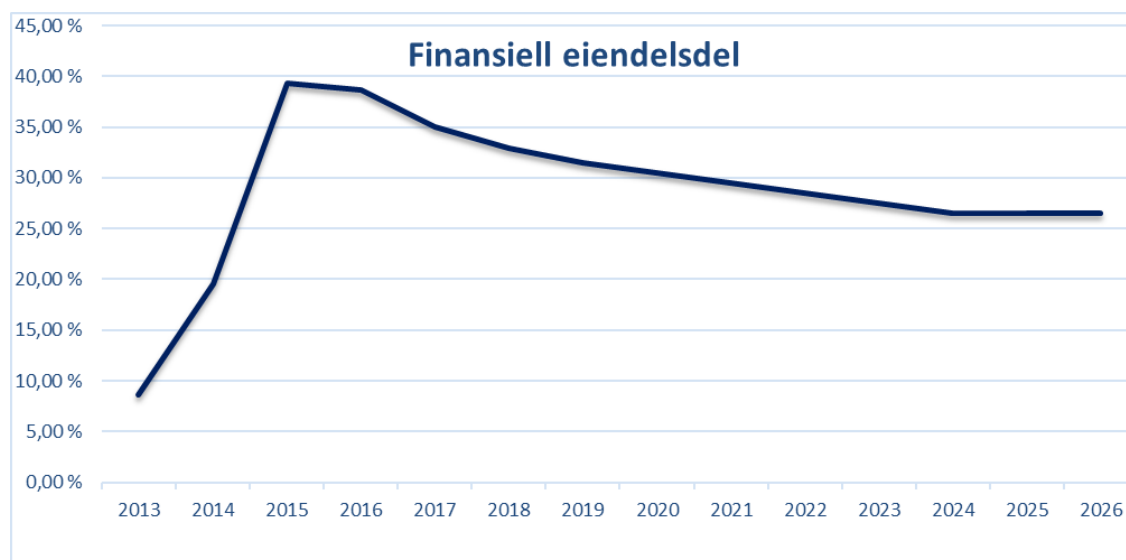
Videre må vi budsjettere *finansielle eiendeler*, som har finansiell eiendelsdel (*fed*) som budsjettdriver. Formelen for fremskriving av finansielle eiendeler er ifølge Knivsflå (2019, F15, s.30) som følger;

$$FE_t = fed_t * NDE_t$$

Formel 9-8- Formel for beregning av finansielle eiendeler

Ved budsjettering av *fed* anvendes samme metode som for *fgd*. Vi forutsetter altså at den konvergerer mot en optimal *fed*. Bransjegjennomsnittet i analyseperioden var 21,0%, mens den for Gyldendal var 26,53%. Ifølge Knivsflå (2019, F15, s.36) er en typisk *fed* på omtrent 20%. Vi ser at både Gyldendal og bransjen er betydelig over dette og at kontanter utgjør over 90% av FE for både bransjen og Gyldendal. Vi vet av halvårsrapportene at mesteparten av kontantene er nødvendig for innkjøp før høysesongen som begynner andre halvår. Men her tror at skiftet til mer digitalt salg vil redusere behovet for kontanter, og dermed også *fed*.

Vi estimerer derfor at *fed* i budsjettpunkt T i 2024 er 20%. Dette er på bakgrunn av at vi forventer at denne reduseres til bransjesnittet og at bransjesnittet reduseres over budsjettperioden. Vi ender derfor med en *fed* på 30% i 2019 med lineær nedgang til 20% i 2024 (T).



Figur 9-9 - Utvikling i finansiell eiendelsdel

Netto finansiell gjeld blir da nettobeløpet mellom finansielle eiendeler og finansiell gjeld. Dette er vist i tabell 9-8 under;

Netto driftsresultat		1	2	3	4	5	T	T+1	T+2
År		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Netto driftseiendeler	<i>NDE</i>	997 594	1 025 292	1 058 971	1 080 820	1 089 909	1 111 707	1 133 941	1 156 620
Finansiell gjeldsdel	<i>fgd</i>	0,5000	0,5000	0,5000	0,5000	0,5000	0,5000	0,5000	0,5000
Finansiell gjeld	<i>FG</i>	498 797	512 646	529 486	540 410	544 955	555 854	566 971	578 310
Netto driftseiendeler	<i>NDE</i>	997 594	1 025 292	1 058 971	1 080 820	1 089 909	1 111 707	1 133 941	1 156 620
Finansiell eiendelsdel	<i>fed</i>	0,3150	0,3050	0,2950	0,2850	0,2750	0,2650	0,2650	0,2650
Finansielle eiendeler	<i>FE</i>	314 242	312 714	312 397	308 034	299 725	294 602	300 494	306 504
Netto finansiell gjeld	<i>NFG</i>	184 555	199 932	217 089	232 376	245 230	261 251	266 476	271 806

Tabell 9-8 - Beregning av netto finansiell gjeld

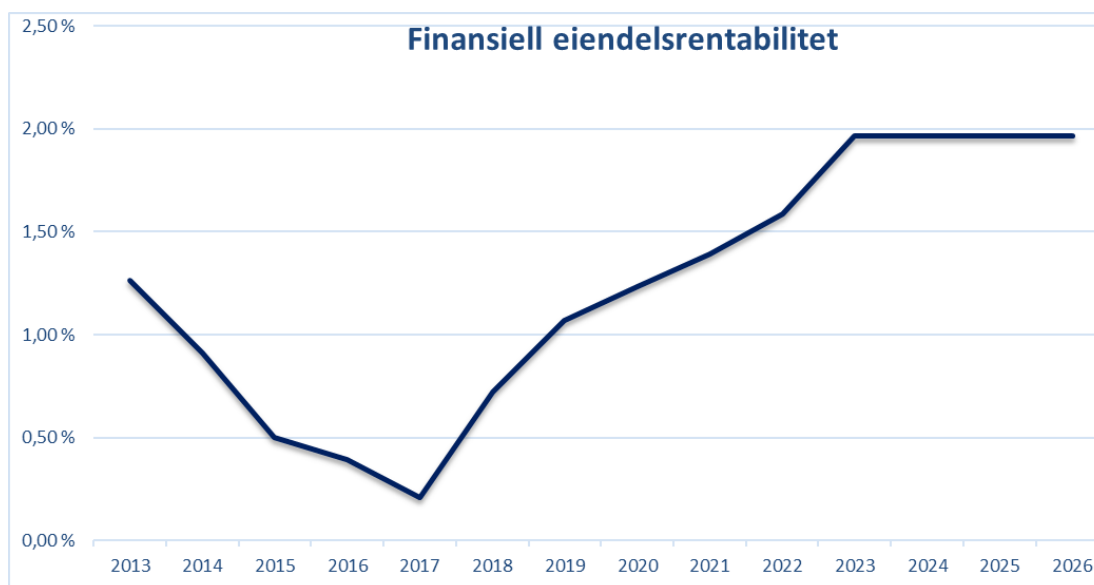
9.4.5 Netto finanskostnad og finansinntekt

For å fremskrive netto finansinntekt (*NFI*) og netto finanskostnad (*NFK*) benyttes budsjettdriverne finansiell eiendelsrentabilitet (*fer*) og finansiell gjeldsrente (*fgr*). Formelen for henholdsvis *NFI* og *NFK* er som følger;

$$NFI_t = fer_t * FE_{t-1} \quad NFK_t = fgr_t * FG_{t-1}$$

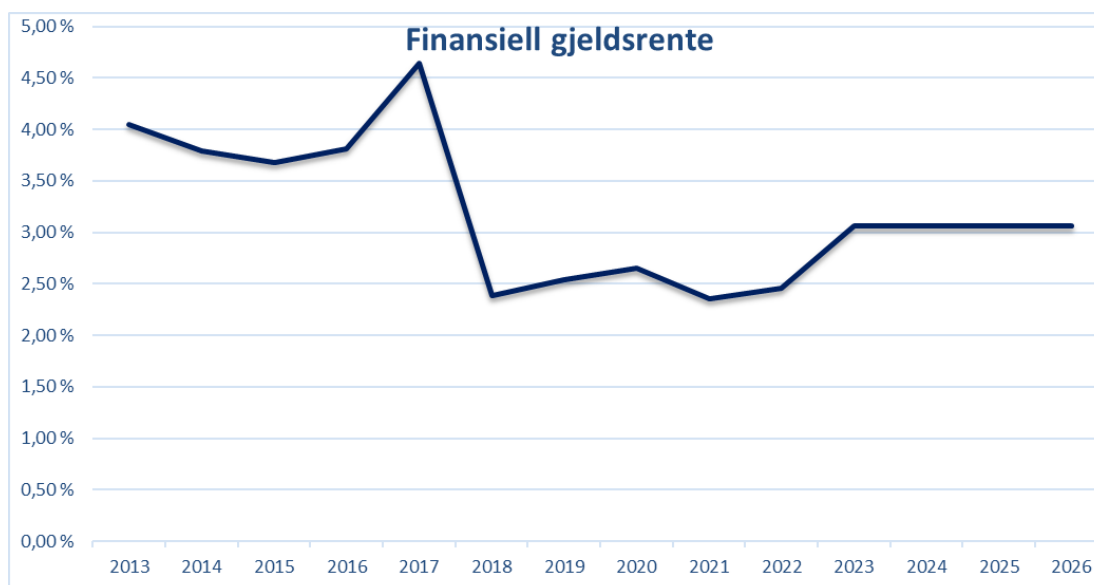
Formel 9-9 - Formel for beregning av netto finansinntekt

I kapittel 8.3.5 fant vi at Gyldendal sitt vektete snitt for *fer* i analyseperioden var 0,76%, mens kravet var på 1,11%, altså hadde de en eiendelsrentabilitetsulempe. På sikt antar vi at ulempen vil forsvinne og at *fer* vil være lik det fremtidige kravet, *fek*, som vi har beregnet i 10.2.3. Finansiell eiendelsrentabilitet blir da som vist i grafen under;



Figur 9-10 - Graf over utvikling i finansiell eiendelsrentabilitet

I kapittel 8.3.4 fant vi at Gyldendal har en finansieringsulempe for finansiell gjeld i analyseperioden på 0,79%. Den marginale finansieringsulempen i 2018 var på hele -3,34% men dette skyldes trolig at det ligger betydelig med kostnader som kassekreditt og lignende under finanskostnad da Gyldendal var uten langsiktig finansiell gjeld fra og med andre halvår. I tillegg ble ratingen oppgradert til BBB fra 2017, noe som bidro til at deres finansielle gjeldskrav ble vesentlig redusert mens de hadde inngått fastrente fra tidligere som ikke ble redusert. På sikt forventer vi at ulempen skal være null og vi setter derfor også *fgr* likt *fgk*. Dette underbygges av forutsetningen om effektive kapitalmarkeder og at netto finansiell gjeld er balanseført til virkelig verdi. Finansiell gjeldsrente blir da som vist i grafen under;



Figur 9-11 - Graf over utvikling i finansiell gjeldsrente

Netto finanskostnader		1	2	3	4	5	T	T+1	T+2
År		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Finansiell gjeld	<i>FG_{IB}</i>	494 776	498 797	512 646	529 486	540 410	544 955	555 854	566 971
Finansiell gjeldsrente	<i>fgr=fgk</i>	2,39 %	2,54 %	2,65 %	2,35 %	2,46 %	3,06 %	3,06 %	3,06 %
Finanskostnad	FK	11 815	12 689	13 575	12 454	13 272	16 697	17 031	17 372
Finansielle eiendeler	<i>FE_{IB}</i>	319 848	314 242	312 714	312 397	308 034	299 725	294 602	300 494
Finansiell gjeldsrentabilitet	<i>fer=fek</i>	0,72 %	1,07 %	1,23 %	1,39 %	1,59 %	1,97 %	1,97 %	1,97 %
Finansinntekt	FI	2 303	3 365	3 850	4 354	4 887	5 893	5 792	5 908
Netto finanskostnader	NFK	9 512	9 325	9 725	8 099	8 386	10 804	11 239	11 464

Tabell 9-9 - Beregning av netto finanskostnad

9.5 Fremtidsregnskap og fri kontantstrøm

Med utgangspunkt i valgene og beregningene foretatt tidligere i kapittel 9 utarbeides fremtidsresultat med tilhørende fremtidsbalanse og kontantstrøm som skal brukes videre i verdivurderingen i kapittel 11 sammen med fremtidskravene som skal beregnes i kapittel 10.

9.5.1 Fremtidsresultat

I tabell 9-10 presenteres fremtidsresultatet for Gyldendal ASA i perioden 2019 til 2026. Både nettoresultat til egenkapital og netto betalt utbytte er fastsatt residualt i fremtidsregnskapet.

Resultatregnskap		1	2	3	4	5	T	T+1	T+2
År		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Driftsinntekter	<i>DI</i>	2 024 103	2 094 947	2 178 745	2 276 788	2 350 784	2 397 800	2 445 756	2 494 671
Netto driftsresultat	<i>NDR</i>	80 964	89 035	98 044	108 147	114 601	119 890	122 288	124 734
Netto finansinntekt	<i>NFI</i>	2 303	3 365	3 850	4 354	4 887	5 893	5 792	5 908
Nettoresultat til sysselsatt kapital	NRS	83 267	92 400	101 894	112 501	119 488	125 783	128 080	130 642
Netto finanskostnad	<i>NFK</i>	-11 815	-12 689	-13 575	-12 454	-13 272	-16 697	-17 031	-17 372
Netto minoritetsresultat	<i>NMR</i>	-	-	-	-	-	-	-	-
Nettoresultat til egenkapital	NRE	71 452	79 711	88 319	100 048	106 215	109 086	111 049	113 270
Unormalt resultat til egenkapital	<i>UNRE</i>	-	-	-	-	-	-	-	-
Fullstendig nettoresultat	FNR	71 452	79 711	88 319	100 048	106 215	109 086	111 049	113 270
Fri kontantstrøm til egenkapital	<i>FKE</i>	56 466	67 390	71 796	93 486	109 980	103 309	94 040	95 920
Endring i egenkapital	ΔEK	14 986	12 321	16 522	6 562	-3 764	5 777	17 009	17 349

Tabell 9-10 - Fremtidsresultat

9.5.2 Fremtidsbalanse

I tabell 9-11. og 9-12 vises fremtidsbalansen for budsjettperioden. Her er det egenkapitalen som fastsettes residualt. Tabell 9-11. viser fremtidsbalansen med sysselsatt kapital mens 9-12 viser med netto driftskapital.

Framtidsbalanse		1	2	3	4	5	T	T+1	T+2
År		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Netto driftseiendeler	<i>NDE</i>	997 594	1 025 292	1 058 971	1 080 820	1 089 909	1 111 707	1 133 941	1 156 620
Finansielle eiendeler	<i>FE</i>	314 242	312 714	312 397	308 034	299 725	294 602	300 494	306 504
Sysselsatte eiendeler	SSE	1 311 836	1 338 006	1 371 368	1 388 854	1 389 634	1 406 310	1 434 436	1 463 124
Egenkapital	<i>EK</i>	813 039	825 360	841 882	848 444	844 679	850 456	867 465	884 814
Minoritetsinteresser	<i>MI</i>	-	-	-	-	-	-	-	-
Finansiell gjeld	<i>FG</i>	498 797	512 646	529 486	540 410	544 955	555 854	566 971	578 310
Sysselsatt kapital	SSK	1 311 836	1 338 006	1 371 368	1 388 854	1 389 634	1 406 310	1 434 436	1 463 124

Tabell 9-11 - Fremtidsbalanse, sysselsatt kapital

Framtidsbalanse		1	2	3	4	5	T	T+1	T+2
År		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Netto driftseiendeler	<i>NDE</i>	997 594	1 025 292	1 058 971	1 080 820	1 089 909	1 111 707	1 133 941	1 156 620
Egenkapital	<i>EK</i>	813 039	825 360	841 882	848 444	844 679	850 456	867 465	884 814
Netto finansiell gjeld	<i>NFG</i>	184 555	199 932	217 089	232 376	245 230	261 251	266 476	271 806
Netto driftskapital	<i>NDK</i>	997 594	1 025 292	1 058 971	1 080 820	1 089 909	1 111 707	1 133 941	1 156 620

Tabell 9-12 - Fremtidsbalanse netto driftskapital

9.5.3 Fremtidig fri kontantstrøm

Den fremtidige kontantstrømmen beregnes med utgangspunkt i det fremtidige resultatregnskapet og fremtidige balansen og presenteres i tabell 9-13. Netto utbetalt utbytte er det samme som fri kontantstrøm til egenkapital. Tabell 9-13 viser kontantstrømmen til de forskjellige balansene.

Fri kontantstrøm		1	2	3	4	5	T	T+1	T+2
År		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Netto driftsresultat	<i>NDR</i>	80 964	98 044	108 147	114 601	119 890	122 288	124 734	127 228
Unormalt netto driftsresultat	<i>UNDR</i>	-	-	-	-	-	-	-	-
Endring i netto driftseiendeler	<i>ΔNDE</i>	-24 611	-33 680	-21 849	-9 089	-21 798	-22 234	-22 679	-
Fri kontantstrøm fra drift	<i>FKD</i>	56 353	64 364	86 299	105 512	98 092	100 054	102 055	127 228
Netto finansinntekter	<i>NFI</i>	2 303	3 850	4 354	4 887	5 893	5 792	5 908	6 026
Unormale netto finansinntekter	<i>UNFI</i>	-	-	-	-	-	-	-	-
Endring i finansielle eiendeler	<i>ΔFE</i>	5 606	317	4 363	8 309	5 123	-5 892	-6 010	-
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapit.	<i>FKS</i>	64 262	68 532	95 015	118 708	109 107	99 954	101 953	133 255
Netto finanskostnad	<i>NFK</i>	-11 815	-13 575	-12 454	-13 272	-16 697	-17 031	-17 372	-17 719
Unormale netto finanskostnader	<i>UNFK</i>	-	-	-	-	-	-	-	-
Endring i finansiell gjeld	<i>ΔFG</i>	4 020	16 840	10 924	4 544	10 899	11 117	11 339	-
Netto minoritetsresultat	<i>NMR</i>	-	-	-	-	-	-	-	-
Fri kontantstrøm til egenkapital	<i>FKE</i>	56 467	71 796	93 486	109 980	103 309	94 040	95 920	115 535

Tabell 9-13 - Oversikt over fremtidig resultat

10. Fremtidskrav og strategisk fordel

I dette kapitlet skal vi beregne fremtidskrav for Gyldendal. Et fremtidskrav blir benyttet som diskonteringsrente når vi skal beregne nåverdi av de fremtidige kontantstrømmene i den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11. Dette kapitlet har mye til felles med kapittel 7 om historiske avkastningskrav. Vi kommer til å benytte mye av de samme metodene og teorigrunnlaget.

Kravene i dette kapitlet vil være basert på budsjetterte vekter fra kapittel 9. Vi kommer så til å bruke konvergens i kapittel 11 slik at verdierestimatet blir basert på verdibaserte vekter. Grunnen til at vi gjøre dette er fordi vi ønsker at verdien av egenkapitalen skal bli lik uansett hvilken verddivurderingsmetode som brukes. I kapittel 7 brukte vi gjennomsnittlig kapital i beregningen av de historiske avkastningskravene. I dette kapitlet kommer vi til å bruke inngående balanse som utgangspunkt.

10.1 Krav til egenkapital

Som i kapittel 7 så kommer vi å til å ta utgangspunkt i kapitalverdimodellen (CAPM) når vi skal beregne fremtidskravene til egenkapitalen. Kravene avhenger da av komponentene risikofri rente, årlig egenkapitalbeta, markedsrisikopremie og en illikviditetspremie.

10.1.1 Risikofri rente

Ved beregning av risikofri rente så har vi tatt utgangspunkt i 3M-Nibor slik vi gjorde i kapittel 7. Vi forutsetter at den risikofrie renten er tilbakevendende til gjennomsnittet sånn at ei lav rente i dag gradvis vil gå mot en konstant normalrente i «steady state» (Knivsflå, 2019, F16, s.27). I dag har vi et historisk lavt rentenivå og det er forventet at det lave rentenivået vil holde seg slik de neste årene på grunn av den økonomiske situasjonen. Det er likevel ikke urimelig å anta at rentenivået i fremtiden vil være høyere enn det er i dag. Beregning av normalrente i år T kan uttrykkes følgende;

$$\text{Normalrente i } T = \text{Gjennomsnittlig 3M Nibor} * \frac{2}{3} + 10 \text{ årig statsobligasjonsrente} * \frac{1}{3}$$

$$\text{Normalrente i } T = 2,8\% * \frac{2}{3} + 2,60\% * \frac{1}{3} = 2,73\%$$

Formel 10-1 - Formel for beregning av normalrente

Vi ser av beregningen over at vi får et estimat på normalrentesatsen i år T på 2,73%. Vi trekker deretter av en kredittrisikopremie som holdes konstant over perioden. Vi tar også hensyn til skatt

og tar utgangspunkt i den alminnelige skattesatsen for 2019 som er 22%. Vi forutsetter at denne holdes lik over budsjetthorisonten. Beregningen for de ulike årene ellers er illustrert i tabell 10-1.

År		1 2019	2 2020	3 2021	4 2022	5 2023	T 2024	T+1 2025	T+2 2026
Normalrente		1,87 %	2,07 %	2,20 %	2,33 %	2,47 %	2,73 %	2,73 %	2,73 %
Kredittisikopremie	k_{rp}	0,60 %	0,60 %	0,60 %	0,60 %	0,60 %	0,60 %	0,60 %	0,60 %
Risikofri rente før skatt	$r_{f_{FS}}$	1,27 %	1,47 %	1,60 %	1,73 %	1,87 %	2,13 %	2,13 %	2,13 %
(1- skatt)	s	78,00 %	78,00 %	78,00 %	78,00 %	78,00 %	78,00 %	78,00 %	78,00 %
Risikofri rente etter skatt	$r_{f_{ES}}$	0,99 %	1,14 %	1,25 %	1,35 %	1,46 %	1,66 %	1,66 %	1,66 %

Tabell 10-1 - Beregning av normalrente

10.1.2 Markedsrisikopremie

Markedsrisikopremien forventer vi at kommer til å være konstant over budsjettperioden. Beste estimat på markedsrisikopremien er då dagens markedsrisikopremie (Knivsfå, 2019, F16, s.29). Dagens markedsrisikopremie er 5,1% etter skatt.

År		1 2019	2 2020	3 2021	4 2022	5 2023	T 2024	T+1 2025	T+2 2026
Markedsrisikopremie	m_{rp}	5,10 %	5,10 %	5,10 %	5,10 %	5,10 %	5,10 %	5,10 %	5,10 %

Tabell 10-2 - Fremtidig markedsrisikopremie

10.1.3 Årlig egenkapitalbeta

Som vi beskriver i kapittel 7.1.2.4 så er ikke egenkapitalbetaen konstant over perioden og vi må derfor estimere den for hvert år i budsjettperioden. Ifølge Miller-Modigliani sin proposisjon 1 så er verdien av selskapet uavhengig av kapitalstrukturen jf. delkapittel 7.1.2.4, altså er netto driftsbeta konstant over perioden. Netto driftsbeta ble estimert i kapittel 7 basert på historiske tall og den bruker vi videre i budsjettperioden. I kapittel 10.3.4 beregner vi netto finansiell gjeldsbeta som vi bruker slik at vi kan beregne egenkapitalbetaen implisitt. Beregningen er lik som i kapittel 7 og illustreres i tabell 10-3. Egenkapitalbetaen i «steady state» blir 0,4029.

		1 2019	2 2020	3 2021	4 2022	5 2023	T 2024	T+1 2025	T+2 2026	Snitt
Netto driftsbeta										
Egenkapitalbeta	β_{EK}^*	0,3983	0,3988	0,3998	0,4007	0,4006	0,3967	0,4029	0,4029	
Egenkapitalvekt	EK/NDK	0,8202	0,8150	0,8050	0,7950	0,7850	0,7750	0,7650	0,7650	
Netto finansiell gjeldsbeta	β_{NFG}	0,0051	0,0138	0,0297	0,0442	0,0610	0,0897	0,0826	0,0826	
Netto finansiell gjeldsvekt	NFG/NDK	0,1798	0,1850	0,1950	0,2050	0,2150	0,2250	0,2350	0,2350	
Netto driftsbeta	β_{NDK}	0,3276	0,3276	0,3276	0,3276	0,3276	0,3276	0,3276	0,3276	0,3276

Tabell 10-3 - Beregning netto driftsbeta

10.1.4 Illikviditetspremie

Vi fastsatte en skjønnsmessig illikviditetspremie i kapittel 7.1.2.5. på 3,5%. Dette gjorde vi basert på den begrensede likviditeten i aksjen som følge av en veldig konsentrert eierkonstellasjon. Vi forventer at denne vil være lik i fremtiden også og at de forutsetningene vi la til grunn i kapittel 7.1.2.5 ikke vil forandre seg nevneverdig.

10.1.5 Egenkapitalkrav

Ut ifra delkapitlene over kan vi nå beregne egenkapitalkravet ved hjelp av CAPM slik som i kapittel 10.2. Beregningen viser at egenkapitalkravet i «steady state» blir 7,22%.

Egenkapitalkrav		1	2	3	4	5	T	T+1	T+2
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Risikofri rente etter skatt	r_f	0,99 %	1,14 %	1,25 %	1,35 %	1,46 %	1,66 %	1,66 %	1,66 %
Justert egenkapitalbeta	β_{EK*}	0,3983	0,3988	0,3998	0,4007	0,4006	0,3967	0,4029	0,4029
Markedsrisikopremie	mrp	5,10 %	5,10 %	5,10 %	5,10 %	5,10 %	5,10 %	5,10 %	5,10 %
Illikviditetspremie	ilp	3,50 %	3,50 %	3,50 %	3,50 %	3,50 %	3,50 %	3,50 %	3,50 %
Egenkapitalkrav	ekk	6,52 %	6,68 %	6,79 %	6,90 %	7,00 %	7,19 %	7,22 %	7,22 %

Tabell 10-4 - Beregning av egenkapitalkrav

10.2 Finansielle krav

De finansielle kravene for budsjettperioden tar utgangspunkt i fremtidsregnskapet i kapittel 9 og blir beregnet på samme måte som i kapittel 7. Vi vil starte med å presentere den syntetiske ratingen slik at vi har et godt grunnlag for å fastsette kredittrisikopremier til de finansielle kravene. Vi vil deretter beregne fremtidig finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav.

10.2.1 Syntetisk rating

Ved syntetisk rating basert på fremtidsregnskapet så er det noen problemstillinger vi må ta stilling til.

Det første gjelder beregningen av *likviditetsgrad 1* hvor vi trenger omløpsmidler og kortsiktig gjeld for å kunne beregne. Disse verdiene har vi ikke i fremtidsregnskapet. Det vi da gjør er at vi bruker forholdstallet fra analysen også reverserer vi det lineært mot bransjegjennomsnittet fra den historiske analysen.

Den andre problemstillingen som oppstår er når vi skal beregne *rentedekningsgraden* for perioden. Rentedekningsgraden tar utgangspunkt i netto finanskostnad for perioden. Denne avhenger av den syntetiske ratingen siden netto finansiell gjeldsrentabilitet er likt netto finansielt gjeldskrav på for perioden. Vi løser dette ved å dividere nettoresultatet til sysselsatt kapital på *inngående* netto finanskostnad slik at vi unngår problemet med endogenitet.

Når vi skal beregne *egenkapitalprosent* og *netto driftsrentabilitet* så blir dette gjort på samme måte som beskrevet i kapittel 6.3.

År		1 2019	2 2020	3 2021	4 2022	5 2023	T 2024	T+1 2025	T+2 2026
Likviditetsgrad 1	<i>lg1</i>	1,22	1,24	1,27	1,29	1,32	1,34	1,34	1,34
lg1 rating		BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+
Rentedekningsgrad	<i>rdk</i>	2,94	7,82	8,03	8,29	9,59	9,48	7,67	7,67
rdg rating		A	AA+	AA+	AA+	AAA-	AA+	AA+	AA+
Egenkapitalprosent	<i>ekp</i>	39,19 %	39,01 %	38,82 %	38,63 %	38,44 %	38,24 %	38,24 %	38,24 %
ekp rating		BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-
Netto driftsrenabilitet	<i>ndr</i>	8,32 %	8,93 %	9,56 %	10,21 %	10,60 %	11,00 %	11,00 %	11,00 %
ndr rating		BBB	BBB+	BBB+	A-	A-	BBB+	BBB+	BBB+
Gjennomsnittsrating		BBB	BBB+	BBB+	A	A	BBB+	BBB+	BBB+

Tabell 10-5 - Syntetisk rating i fremtiden

Vi ser av tabell 10-5 at Gyldendal ender opp med en syntetisk rating i «Steady state» på BBB+. Dette er litt bedre enn den syntetiske ratingen for den historiske analyseperioden som var på BBB. Vi får en kredittrisikopremie i «Steady state» på 1,40%.

10.2.2 Finansielt gjeldskrav

Vi har i kapittel 10.2.1. foretatt den syntetiske ratingen slik at vi har et godt grunnlag for å beregne finansielt gjeldskrav (*fgk*). Vi ser av tabell 10-6 at vi får et finansielt gjeldskrav i «Steady state» på 3,06%.

År		1 2019	2 2020	3 2021	4 2022	5 2023	T 2024	T+1 2025	T+2 2026
Risikofri rente etter skatt	<i>r_{fES}</i>	0,99 %	1,14 %	1,25 %	1,35 %	1,46 %	1,66 %	1,66 %	1,66 %
Kredittrisikopremie	<i>k_{rp}</i>	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1 %	1 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %
Finansielt Gjeldskrav	<i>fgk</i>	2,39 %	2,54 %	2,65 %	2,35 %	2,46 %	3,06 %	3,06 %	3,06 %

Tabell 10-6 - Beregning av finansielt gjeldskrav

Videre har vi også beregnet finansiell gjeldsbeta (β_{FG}) og denne følger også samme metode som ble presentert i kapittel 7.3.1.1. Vi bruker samme markedsrisikodel (*mrd*) som ble funnet i regresjonen i kapittel 7. Vi får da en finansiell gjeldsbeta i «Steady state» på 0,0019.

År		1 2019	2 2020	3 2021	4 2022	5 2023	T 2024	T+1 2025	T+2 2026
Kredittrisikopremie	<i>k_{rp}</i>	1,40 %	1,40 %	1,40 %	1,00 %	1,00 %	1,40 %	1,40 %	1,40 %
Markedsrisikodel FG	<i>mrd</i>	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007
Markedsrisikopremie	<i>m_{rp}</i>	5,10 %	5,10 %	5,10 %	5,10 %	5,10 %	5,10 %	5,10 %	5,10 %
Finansiell Gjeldsbeta	β_{FG}	0,0019	0,0019	0,0019	0,0014	0,0014	0,0019	0,0019	0,0019

Tabell 10-7 - Beregning av finansiell gjeldsbeta

10.2.3 Finansielt eiendelskrav

I dette delkapitlet skal vi beregne krav for de finansielle eiendelene. Til motsetning fra kapittel 7 så har vi ikke informasjon om hvor mye kontanter, fordringer og finansielle investeringer som er i fremtidsregnskapet. Det vi da gjør er at vi antar at de beveger seg lineært mot det tidsvektede bransjegjennomsnittet for analyseperioden.

År		1 2019	2 2020	3 2021	4 2022	5 2023	T 2024	T+1 2025	T+2 2026
Fordringskrav	<i>fk</i>	0,0199	0,0214	0,0225	0,0195	0,0206	0,0266	0,0266	0,0266
Fordringsvekt	<i>FOR/FE</i>	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Investeringskrav	<i>ik</i>	0,0609	0,0624	0,0635	0,0645	0,0656	0,0676	0,0676	0,0676
Investeringsvekt	<i>INV/FE</i>	0,0002	0,0112	0,0221	0,0331	0,0484	0,0769	0,0769	0,0769
Kontantkrav	<i>kk</i>	0,0099	0,0114	0,0125	0,0135	0,0146	0,0166	0,0166	0,0166
Kontantvekt	<i>KON/FE</i>	0,8761	0,8751	0,8741	0,8731	0,8716	0,8690	0,8690	0,8690
Finansielt eiendelskrav	<i>fek</i>	0,0072	0,0107	0,0123	0,0139	0,0159	0,0197	0,0197	0,0197

Tabell 10-8 - Beregning av finansielt eiendelskrav

Vi ser av tabell 10-8 at Gyldendal ender opp med et finansielt eiendelskrav (*fek*) i «Steady state» på 1,97%. Dette kommer av det samme som vi diskuterte i kapittel 7.3.1.2. Det at mesteparten av balansen består av kontanter og den har et tilhørende lavt krav noe som gjør at det totale finansielle eiendelskravet blir lavt.

År		1 2019	2 2020	3 2021	4 2022	5 2023	T 2024	T+1 2025	T+2 2026
Fordringsbeta	β_{FOR}	0,0014	0,0014	0,0014	0,0008	0,0008	0,0014	0,0014	0,0014
Fordringsvekt	<i>FOR/FE</i>	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Investeringsbeta	β_{INV}	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
Investeringsvekt	<i>INV/FE</i>	0,0002	0,0112	0,0221	0,0331	0,0484	0,0769	0,0769	0,0769
Kontantbeta	β_{KON}	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Kontantvekt	<i>KON/FE</i>	0,8761	0,8751	0,8741	0,8731	0,8716	0,8690	0,8690	0,8690
Finansiell eiendelsbeta	β_{FE}	0,0002	0,0112	0,0221	0,0331	0,0484	0,0769	0,0769	0,0769

Tabell 10-9 - Beregning av finansiell eiendelsbeta

10.2.4 Netto finansielt gjeldskrav

Vi har nå beregnet finansielt gjeldskrav (*fgk*) og finansielt eiendelskrav (*fek*) i kapittel 10.2.2 og 10.2.3. Vi kan da beregne avkastningskravet for den netto finansielle gjelden. Det netto finansielle gjeldskravet i «Steady state» er 4,30%.

År		1 2019	2 2020	3 2021	4 2022	5 2023	T 2024	T+1 2025	T+2 2026
Krav til finansiell gjeld	<i>fgk</i>	2,39 %	2,54 %	2,65 %	2,35 %	2,46 %	3,06 %	3,06 %	3,06 %
Finansiell gjeldsvekt	<i>FG/NFG</i>	2,8285	2,7027	2,5641	2,4390	2,3256	2,2222	2,1277	2,1277
Krav til finansielle eiendeler	<i>fek</i>	0,72 %	1,07 %	1,23 %	1,39 %	1,59 %	1,97 %	1,97 %	1,97 %
Finansiell eiendelsvekt	<i>FE/NFG</i>	1,8285	1,7027	1,5641	1,4390	1,3256	1,2222	1,1277	1,1277
Netto finansielt gjeldskrav	<i>nfgk</i>	5,44 %	5,05 %	4,86 %	3,73 %	3,61 %	4,41 %	4,30 %	4,30 %

Tabell 10-10 - Beregning av netto finansielt gjeldskrav

I tabell 10-11 har vi beregnet netto finansiell gjeldsbeta (β_{NFG}). Vi ser netto finansiell gjeldsbeta øker gjennom perioden og ender opp med å være 0,0826 i «Steady state».

År		1 2019	2 2020	3 2021	4 2022	5 2023	T 2024	T+1 2025	T+2 2026
Finansiell gjeldsbeta	β_{FG}	0,0019	0,0019	0,0019	0,0014	0,0014	0,0019	0,0019	0,0019
Finansiell gjeldsvekt	<i>FG/NFG</i>	2,8285	2,7027	2,5641	2,4390	2,3256	2,2222	2,1277	2,1277
Finansiell eiendelsbeta	β_{FE}	0,0002	0,0112	0,0221	0,0331	0,0484	0,0769	0,0769	0,0769
Finansiell eiendelsvekt	<i>FE/NFG</i>	1,8285	1,7027	1,5641	1,4390	1,3256	1,2222	1,1277	1,1277
Netto finansiell gjeldsbeta	β_{NFG}	0,0051	0,0138	0,0297	0,0442	0,0610	0,0897	0,0826	0,0826

Tabell 10-11 - Beregning av netto finansiell gjeldsbeta

10.3 Krav til netto driftskapital – WACC

Vi har to ulike avkastningskrav for totalkapitalen. Det er netto driftskrav (*ndk*) og sysselsatt kapitalkrav (*skk*). Vi bruker «Weighted Average Cost of Capital» (WACC) for å beregne totalkapitalkravene. Vi følger samme metode som vi gjorde i kapittel 7.1.1 og bruker WACC for å kunne hensynta at de ulike finansieringskildene i selskapet har ulik risiko.

I beregningen av netto driftskrav bruker vi egenkapitalkravet og netto finansielt gjeldskrav og vektet de majoritetsvekten og netto finansiell gjeldsvekt. Vi ser av tabell 10-12 at vi ender opp med et netto driftskrav på 6,53% i «Steady state».

År		1 2019	2 2020	3 2021	4 2022	5 2023	T 2024	T+1 2025	T+2 2026
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	6,52 %	6,68 %	6,79 %	6,90 %	7,00 %	7,19 %	7,22 %	7,22 %
Majoritetsvekt	<i>EK/NDK</i>	0,8202	0,8150	0,8050	0,7950	0,7850	0,7750	0,7650	0,7650
Netto finansiell gjeldskrav	<i>nfgk</i>	5,44 %	5,05 %	4,86 %	3,73 %	3,61 %	4,41 %	4,30 %	4,30 %
Netto finansiell gjeldsvekt	<i>NFG/NDK</i>	0,1798	0,1850	0,1950	0,2050	0,2150	0,2250	0,2350	0,2350
Netto driftskrav	<i>ndk</i>	6,32 %	6,38 %	6,41 %	6,25 %	6,27 %	6,56 %	6,53 %	6,53 %

Tabell 10-12 - Beregning av netto driftskrav

I beregningen av sysselsatt kapitalkrav (*ssk*) så bruker vi egenkapitalkravet og finansielt gjeldskrav og vektet det med egenkapitalvekt og finansiell gjeldsvekt. Vi får et sysselsatt kapitalkrav på 5,58% i «Steady state».

År		1 2019	2 2020	3 2021	4 2022	5 2023	T 2024	T+1 2025	T+2 2026
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	6,52 %	6,68 %	6,79 %	6,90 %	7,00 %	7,19 %	7,22 %	7,22 %
Egenkapitalvekt	<i>EK/SSK</i>	0,6173	0,6198	0,6169	0,6139	0,6109	0,6078	0,6047	0,6047
Finansiell gjeldskrav	<i>fgk</i>	2,39 %	2,54 %	2,65 %	2,35 %	2,46 %	3,06 %	3,06 %	3,06 %
Finansiell gjeldsvekt	<i>FG/SSK</i>	0,3827	0,3802	0,3831	0,3861	0,3891	0,3922	0,3953	0,3953
Sysselsatt kapitalkrav	<i>skk</i>	4,94 %	5,11 %	5,20 %	5,14 %	5,23 %	5,57 %	5,58 %	5,58 %

Tabell 10-13 - Beregning av sysselsatt kapitalkrav

10.3.1 Oppsummering av fremtidskrav

Vi har i løpet av kapittel 10.2 og 10.3 beregnet alle de nødvendige fremtidskravene som skal brukes i den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11. I tabell 10-14 ser vi oppsummeringen av fremtidskravene for perioden.

År		1 2019	2 2020	3 2021	4 2022	5 2023	T 2024	T+1 2025	T+2 2026
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	6,52 %	6,68 %	6,79 %	6,90 %	7,00 %	7,19 %	7,22 %	7,22 %
Finansiell gjeldskrav	<i>fgk</i>	2,39 %	2,54 %	2,65 %	2,35 %	2,46 %	3,06 %	3,06 %	3,06 %
Finansiell eiendelskrav	<i>fek</i>	0,72 %	1,07 %	1,23 %	1,39 %	1,59 %	1,97 %	1,97 %	1,97 %
Netto finansiell gjeldskrav	<i>nfgk</i>	5,44 %	5,05 %	4,86 %	3,73 %	3,61 %	4,41 %	4,30 %	4,30 %
Netto driftskrav	<i>ndk</i>	6,32 %	6,38 %	6,41 %	6,25 %	6,27 %	6,56 %	6,53 %	6,53 %
Sysselsatt kapitalkrav	<i>skk</i>	4,94 %	5,11 %	5,20 %	5,14 %	5,23 %	5,57 %	5,58 %	5,58 %

Tabell 10-14 - Oppsummerte krav for Gyldendal

10.4 Analyse av superrentabilitet i budsjett

I dette delkapittelet skal vi analysere den fremtidige superrentabiliteten for Gyldendal. Utgangspunktet for dette blir fremtidsregnskapet fra kapittel 9 og fremtidskravene fra kapittel 10. Vi kommer til å sammenligne den fremtidige superrentabilitet opp mot funnen våre fra den kvalitative analysen i kapittel 4 og den kvantitative analysen i kapittel 8.

I den kvalitative analysen i kapittel 4 kom vi frem til at Gyldendal hadde en moderat bransjefordel historisk sett. Den forventes at den kommer til å bli marginalt mindre og gå mot en liten bransjefordel som følge av økt konkurranse. Det stemte godt overens med funnene i den kvantitative analysen. I den interne ressursanalysen kom vi frem til at Gyldendal ikke hadde noen ressursfordel historisk. Dette ble i stor grad støttet av den kvantitative analysen som viste en marginal ressursulempe. Vi forventer derimot at fortrinnene som ble avdekket i SVIMA-analysen under kapittel 4.3 vil gi opphav til framtidig superrentabilitet. Dette begrunner vi hovedsakelig med sterk vekst i digitale inntekter som vi forventer har høyere lønnsomhet. Det tilsier en ressursfordel på sikt. Finansieringsfordelen antar vi at er lik null jf. kapittel 8.3.8. Totalt sett antar vi da at vi får en strategisk fordel i fremtiden som vi gi opphav til superrentabilitet. Den strategiske fordelten kan bli økt noe som følge av en gearingfordel.

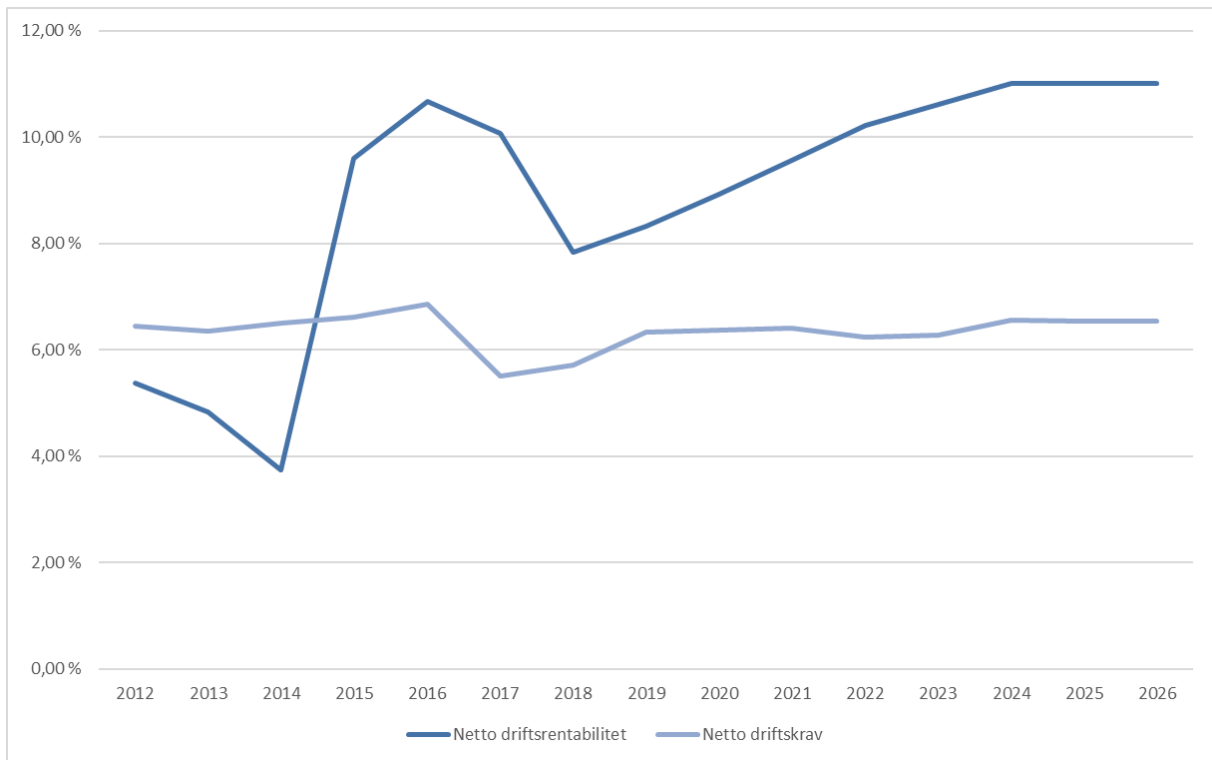
I tabell 10-15 ser vi den samlede driftsfordelen for perioden.

År		1 2019	2 2020	3 2021	4 2022	5 2023	T 2024	T+1 2025	T+2 2026
Netto driftsrentabilitet	<i>ndr</i>	8,32 %	8,93 %	9,56 %	10,21 %	10,60 %	11,00 %	11,00 %	11,00 %
Netto driftskrav	<i>ndk</i>	6,32 %	6,38 %	6,41 %	6,25 %	6,27 %	6,56 %	6,53 %	6,53 %
Ren driftsfordel	<i>RDF</i>	2,00 %	2,55 %	3,15 %	3,97 %	4,33 %	4,44 %	4,47 %	4,47 %
Gearingfordel drift	<i>GFD</i>	0,44 %	0,58 %	0,76 %	1,02 %	1,19 %	1,29 %	1,37 %	1,37 %
Samlet driftsfordel	<i>DF</i>	2,43 %	3,13 %	3,91 %	4,99 %	5,52 %	5,73 %	5,84 %	5,84 %

Tabell 10-15 - Beregning av driftsfordel

Vi ser av tabell 10-15 at netto driftsrentabilitet øker gjennom hele perioden før den ender opp på 11% i «Steady State». Den rene driftsfordelen ender opp på 4,47% i «Steady state». Den rene driftsfordelen blir så skalert av en gearingfordel drift og gjør at vi får en samlet driftsfordel på 5,84%. Dette er konsistent med vår forventning om en varig strategisk fordel fra drift. Dette kommer hovedsakelig av at vi forventer en fremtidig stor ressursfordel som følge av økte digitale inntekter og en forutsetning om at økt digitalisering vil føre til økte marginer. Vi har i den kvalitative analysen begrunnet den historiske moderat bransjefordelen med politiske virkemidler som merverdiavgiftsfritak, bokavtale og statlige innkjøpsordninger. Disse politiske virkemidlene har vi forutsatt at vil bli ført videre. Samtidig viste konkurranseanalysen i kapittel 4.3 at konkurransen fra utlandet mest sannsynlig vil øke noe, som vil ha potensiale til å senke bransjefordelen moderat slik at den fremtidige bransjefordelen blir liten. Finansieringsfordelen

antar vi at vil være null for perioden siden vi forutsetter netto finansiell gjeldsrentabilitet vil være likt netto finansielt gjeldskrav. I figur 10-1 så ser vi utviklingen i netto driftsrentabilitet og netto driftskrav.



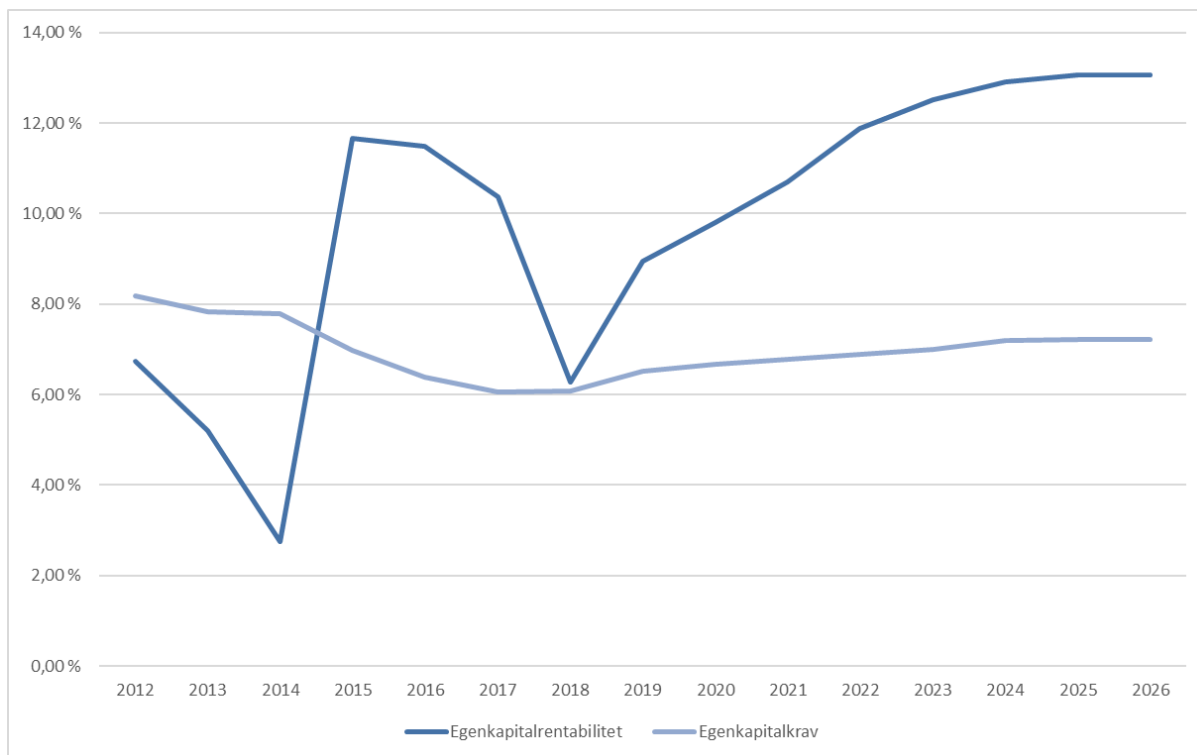
Figur 10-1 - Graf over utvikling i driftsfordel

Utviklingen i superrentabilitet i «Steady State» er lik utvikling i samlet driftsfordel i «Steady state». En varig superrentabilitet i «Steady State» ligger på 5,84% som stemmer overens med dekomponeringen i tabell 10-15.

År		1 2019	2 2020	3 2021	4 2022	5 2023	T 2024	T+1 2025	T+2 2026
Egenkapitalrentabilitet	<i>ekr</i>	8,95 %	9,80 %	10,70 %	11,88 %	12,52 %	12,91 %	13,06 %	13,06 %
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	6,52 %	6,68 %	6,79 %	6,90 %	7,00 %	7,19 %	7,22 %	7,22 %
Superrentabilitet	π	2,43 %	3,13 %	3,91 %	4,99 %	5,52 %	5,73 %	5,84 %	5,84 %

Tabell 10-16 - Beregning av superrentabilitet

I figur 10-2 ser vi utviklingen i egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav i perioden.



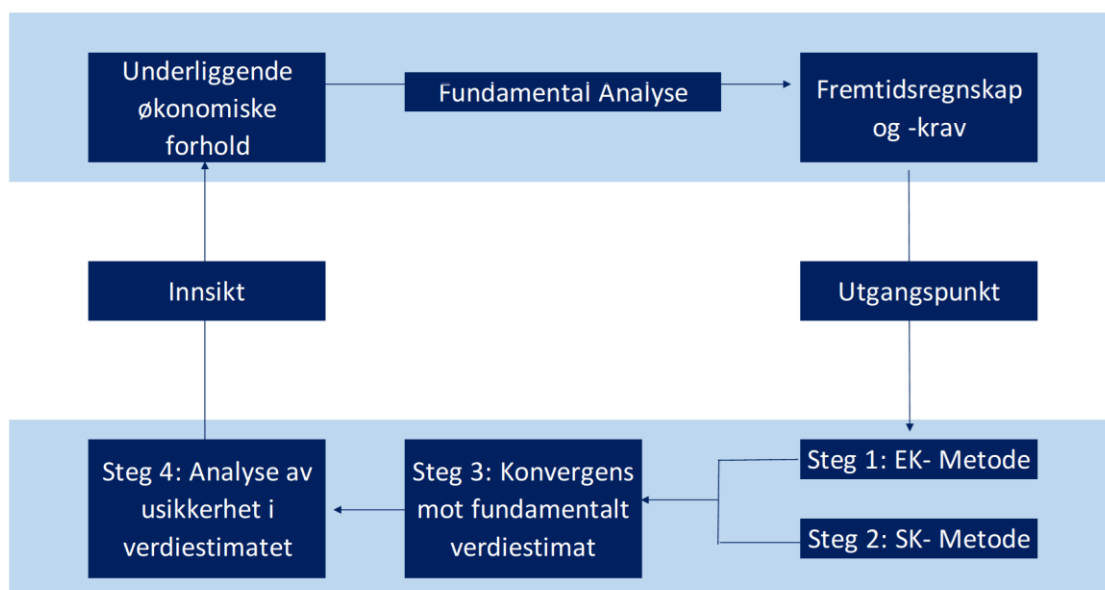
Figur 10-2 - Graf over utvikling i superrentabilitet

11. Fundamental verdsettelse

11.1 Oversikt over metoder og modeller

Vi tok et tidlig standpunkt i oppgaven om at vi skal bruke fundamental verdsettelse som hovedteknikk. I kapittel 9 og 10 har vi nå utarbeidet et fremtidsregnskap med tilhørende fremtidskrav. Målet er å bruke både kvalitative og kvantitative vurdering av Gyldendal ASA til å komme fram til en verdi på egenkapitalen. I fundamentale verdivurdering er de to ulike metoder vi kan bruke for å komme fra til egenkapitalverdien. Den første er å estimere egenkapitalen direkte etter egenkapitalmetoden eller indirekte ved å estimere selskapskapitalen. Når vi estimerer selskapskapitalen så trekker vi ifra gjelden.

I kapittel 10 så beregnet vi fremtidskrav for budsjettperioden. Da tok vi utgangspunkt i budsjetterte vekter. Disse vil bli konvergent til verdibaserte krav i dette kapitlet (Knivsflå, 2019, F16, s.14). Når vi er ferdig å konvergere skal vi ende opp med et verdiestimat som skal være likt for alle metodene. Det siste vi skal gjøre i kapitlet er å ta hensyn til usikkerheten i verdiestimatet. Dette gjør vi ved hjelp av et analyseprogram som heter «Crystal Ball» der vi gjennomfører en Monte Carlo-simulering som tar høyde for usikkerhet i estimatene.



Figur 11-1 - Rammeverk for fundamental verdsettelse

Som figuren viser så går den fundamentale verdsettelsen igjennom fire steg som bygger på teori presentert i Damodaran (2012), Kinserdal m.fl. (2017) og Penman (2013). Først skal vi som nevnt beregne verdien av egenkapitalen ved bruk av egenkapitalmetoder i kapittel 11.2 før vi i steg 2 skal beregne verdien etter selskapskapitalmetoden i 11.3. Når vi har fått estimatene ved bruk av de

forskjellige modellene skal vi i steg 3 konvergere estimatene mot ett konvergent fundamentalt verdiestimat, dette blir gjort i kapittel 11.4. I kapittel 11.5 gjennomgår vi steg 4 der vi analyserer usikkerheten i verdiestimatet før vi ender med ett *endelig fundamentalt* verdiestimat.

11.2 Egenkapitalmetoden

I dette kapitlet skal vi benytte egenkapitalmetoden for å beregne et verdiestimat.

Egenkapitalmetoden gir en direkte verdsettelse av egenkapitalen til selskapet. Dette gjøres ved å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene til egenkapitalen (Kaldestad & Møller, 2016, s.36).

Vi bruker fire ulike modeller under denne metoden; utbyttmodellen (NBU), fri kontantstrømmodellen (FKE), superprofittmodellen (SPE) og superprofittvekstmodellen (ΔSPE) (Knvisflå, 2019, F17, s.4).

11.2.1 Fri kontantstrøm-modellen (FKE)

I FKE-modellen så blir den frie kontantstrømmen til egenkapitalen neddiskontert med egenkapitalkravet. Nåverdien av fremtidig kontantstrømmer til egenkapitalen er lik verdien av egenkapitalen i dag (Knvisflå, 2019, F17, s.5). For å unngå å måtte utføre prognoser til det uendelige forutsettes det at det er konstant vekst fra år T+1. Beregningen gjøres i henhold til Gordons growth model og er representert av andre ledd (*horisontleddet*) i formelen vist under.

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

FKE = Fri kontantstrøm til egenkapitalen ekv = egenkapitalvekst

ekk = egenkapitalkrav T = 2024 (budsjett horisont)

Formel 11-1 - Formel for beregning av egenkapitalverdi ved bruk av FKE

Fri kontantstrøm er definert som nettoresultat til egenkapital korrigert for endringer i egenkapitalen.

NBU- og FKE-modellen	2018	1 2019	2 2020	3 2021	4 2022	5 2023	T 2024	T+1 2025	T+2 2026
FKE/NBU		56 467	67 390	71 796	93 486	109 980	103 309	94 040	95 920
/Diskonteringsfaktor		1,06519	1,1363	1,2134	1,2971	1,3879	1,4877	1,5950	1,7102
=Nåverdien fra 1 til T+1	392 241	53 011	59 305	59 167	72 072	79 241	69 444	58 957	56 088
+Nåverdi horisontverdien T+1	1 211 320								
=Verdien av egenkapital, VEK	1 603 561								

Tabell 11-1 - Beregning ved bruk av fri kontantstrøm til EK

11.2.2 Utbyttmodellen (NBU)

I NBU-modellen så beregner vi nåverdien av forventet framtidig utbytte, for denne skal være lik verdien av egenkapitalen i dag. Dette er fordi netto betalt utbytte er budsjettert lik fri kontantstrøm til egenkapitalen. Dette gjør at utbyttmodellen egentlig er helt lik fri kontantstrøm-modellen.

Formelen er helt lik den i FKE-modellen og kan uttrykkes på følgende måte;

$$VEK_0 = \frac{NBU_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{NBU_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

$NBU = \text{Netto betalt utbytte} \quad ekv = \text{egenkapitalvekst}$
 $ekk = \text{egenkapitalkrav}$

Formel 11-2 - Formel for beregning av EK-verdi ved bruk av NBU

Siden utregningen er lik som for fri kontantstrøm til egenkapital modellen vil verdiestimatet bli identisk som vist i tabell 11-1.

11.2.3 Superprofittmodellen (SPE)

I SPE-modellen beregner vi nåverdien av fremtidig superprofitt til egenkapitalen og legger til den balanseførte verdien av egenkapitalen i dag (Knivsflå, 2019, F17, s.43). Til forskjell fra FKE- og NBU modellen så tar SPE-modellen utgangspunkt i allerede balanseførte regnskapstall. Modellen sier at verdien av egenkapitalen er dagens balanseførte egenkapital med tillegg av nåverdien av forventet superprofitt til egenkapitalen. Uavhengig av forskjellene i modellene så er de teoretisk likeverdige som verdsettelsesmodeller og skal gi tilsvarende resultat som ved bruk av FKE- og NBU modellen.

Uttrykket for SPE-modellen har også forutsetning om konstant vekst fra år T+1, og har derfor tilsvarende horisontledd.

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

$SPE = \text{Superprofitt til egenkapitalen}$

Formel 11-3 - Formel for beregning av EK-verdi ved bruk av SPE

SPE-modellen	2018	1 2019	2 2020	3 2021	4 2022	5 2023	T 2024	T+1 2025	T+2 2026
Balanseført egenkapital	798 054								
+Superprofitt til EK		19 424	25 416	32 303	41 997	46 831	48 379	49 658	50 651
/Diskonteringsfaktor		1,0652	1,1363	1,2134	1,2971	1,3879	1,4877	1,5950	1,7102
=Nåverdien 1 til T+1	196 995	18 235	22 366	26 621	32 377	33 742	32 520	31 133	29 618
+Horisontverdien fra T+2	608 512								
=Verdien av egenkapital, VEK	1 603 561								

Tabell 11-2 - Beregning av EK-verdi ved bruk av SPE modellen

11.2.4 Superprofittvekstmodellen

I ΔSPE – modellen så beregner vi verdien av egenkapitalen ved å ta utgangspunkt i den kapitaliserte verdien av neste års nettoresultat til egenkapitalen og legger til nåverdien av fremtidig vekst. (Penman, 2013, s.186). Fremtidig vekst i denne modellen vil kun være positiv superprofittvekst. Modellen gir altså kun verdi når man får økt vekst i superprofitt. Superprofitten justeres også for endringer i diskonteringsrente.

Formelen for superprofittvekstmodellen er som følger;

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} * \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{T+1}) * (ekk - ekv)}$$

$\Delta SPE =$ Superprofittvekst til egenkapitalen

$ekk =$ egenkapitalkrav

$ekv =$ egenkapitalvekst

Formel 11-4 - Formel for beregning av EK-verdi ved bruk av endring i superprofittvekst

Endring SPE-modellen	2018	1 2019	2 2020	3 2021	4 2022	5 2023	T 2024	T+1 2025	T+2 2026	T+3 2027
Nettoresultat i år 1		71 452								
Kapitalisert verdi NRE år 1	1 096 001									
Superprofittvekst til EK			5 954	6 806	9 546	4 624	1 246	956	663	676
/Diskonteringsfaktor			1,0652	1,1363	1,2134	1,2971	1,3879	1,4877	1,5950	1,7102
=Nåverdien år 2 til T+1	24 967		5 589	5 990	7 867	3 565	898	642	416	395
+Kapitalisert verdi	382 970									
Horisontverdien T+2	8 122									
+Kapitalisert verdi	124 590									
=Verdien av egenkapital, VEK	1 603 561									

Tabell 11-3 - Beregning av EK-verdi ved bruk av endring i SPE modellen

Som vi ser gir alle tre modellene likt verdiestimat for egenkapitalen på 1 603 561, altså rett i overkant av 1,6 milliarder kroner.

11.3 Selskapskapitalmetoden

Nå som vi har gjennomført beregning av verdi etter egenkapitalmetoden i kapittel 11.2 er neste steg å beregne tilsvarende med selskapskapitalmetoden. Som nevnt verdsetter selskapskapitalmetoden egenkapital indirekte ved å finne verdien av selskapskapitalen og så trekke fra verdien på netto finansiell gjeld. Mål for selskapskapital er typisk totalkapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital. Vi velger å benytte oss av de to siste kapitalene for beregningen av selskapskapitalverdi. Ved beregning av selskapskapitalverdien skal vi benytte de samme tre modellene som under egenkapitalmetoden, altså *fri kontantstrøm, superprofitt og superprofittvekst*.

Når vi har funnet verdien av selskapskapitalen fratrekkes finansiell gjeld, som er lik balanseført finansiell gjeld da vi har forutsatt at rentabiliteten er lik kravet. Ved beregning av verdien av netto driftskapital fratrekkes netto finansiell gjeld mens ved bruk av verdi av sysselsatt kapital fratrekkes finansiell gjeld.

Formelen for beregning av egenkapitalverdi er gitt under;

$$\begin{aligned}VEK_0 &= VNDK_0 - VNFG_0 - VMI_0 \\VNDK &= \text{Verdien til netto driftskapital} \\VNFG &= \text{Verdien til netto finansiell gjeld} \\VMI &= \text{Verdien til minoritetsinteresser}\end{aligned}$$

Formel 11-5 - Formel for beregning av EK-verdi indirekte via nettodriftskapital

Det er som kjent ikke minoritetsinteresser i Gyldendal, og dette leddet blir derfor overflødig. For sysselsatt kapital blir tilsvarende formel;

$$\begin{aligned}VEK_0 &= VSSK_0 - VFG_0 - VMI_0 \\VSSK &= \text{Verdien til sysselsatt kapital} \\VFG &= \text{Verdien til finansiell gjeld}\end{aligned}$$

Formel 11-6- Formel for beregning av EK-verdi indirekte via Sysselsatt kapital

11.3.1 Fri kontantstrøm fra drift-modellen

Fri kontantstrømmodellen til drift finner verdien av netto driftskapital ved å neddiskontere kontantstrømmen fra drift med netto driftskrav (Knivsflå, 2019, F17, s.16). Som ved modellene for direkte verdsettelse av egenkapitalen under 11.2 så er det her også forutsatt konstant vekst gjennom horisontleddet. Formelen for beregning av verdi av netto driftskapital ved fri kontantstrøm fra drift er som følger;

$$VNDK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

$ndk = \text{netto driftskrav}$

$ndv = \text{netto driftsvekst}$

Formel 11-7 - Formel for beregning av verdi NDK ved FKD

Ved bruk av formelen over får vi verdien av netto driftskapital som i neste steg må fratrekkes netto finansiell gjeld for å finne verdierestimatet på egenkapitalen. Dette er gjort i tabell 11-4.

FKD-modellen	2018	1 2019	2 2020	3 2021	4 2022	5 2023	T 2024	T+1 2025	T+2 2026
FKD		56 353	61 337	64 364	86 299	105 512	98 092	100 054	102 055
/Diskonteringsfaktor		1,06	1,13	1,20	1,28	1,36	1,45	1,54	1,64
=Nåverdien fra 1 til T+1	373 575	53 001	54 230	53 477	67 486	77 643	67 738	64 856	62 096
+Horisontverdien fra T+2	1 524 166								
=Verdien av NDK, VNDK	1 897 741								
- Netto finansiell gjeld	174 928								
- Minoritetsinteresser	0								
=Verdien av egenkapital, VEK	1 722 812								

Tabell 11-4 - Beregning av verdi NDK med FKD

11.3.2 Superprofitt fra drift-modellen (SPD)

Superprofitt fra drift-modellen tar utgangspunkt i balanseførte netto driftseiendeler og deretter neddiskontere eventuell superprofitt fra driften resterende år. I denne modellen er det også et horisontledd som forutsetter konstant vekst. Formelen for superprofitt fra drift-modellen er som følger;

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

$SPD = \text{superprofitt fra drift, uttrykkes: } SPD_t = NDK_{t-1} * (ndr_t - ndk_t)$

Formel 11-8 - Formel for beregning av verdi NDK ved SPD

SPD-modellen	2018	1 2019	2 2020	3 2021	4 2022	5 2023	T 2024	T+1 2025	T+2 2026
Balanseført NDK	972 982								
+Superprofitt fra NDK		19 424	25 416	32 303	41 997	46 831	48 379	49 658	50 651
/Diskonteringsfaktor		1,06	1,13	1,20	1,28	1,36	1,45	1,54	1,64
=Nåverdien fra 1 til T+1	168 290	18 269	22 471	26 839	32 842	34 461	33 408	32 189	32 833
+Horisontverdien fra T+2	756 468								
=Verdien av NDK, VNDK	1 897 741								
- Netto finansiell gjeld	174 928								
- Minoritetsinteresser	0								
=Verdien av egenkapital, VEK	1 722 812								

Tabell 11-5 - Beregning av verdi NDK ved SPD

Som vi ser av tabell 11-5 over så gir modellen tilsvarende verdi på egenkapitalen som med fri kontantstrøm fra drift modellen.

11.3.3 Superprofittvekst fra drift-modellen (ΔSPD)

Superprofittvekst fra drift-modellen kapitaliserer neste års netto driftsresultat med tillegg av nåverdien av fremtidig vekst i superprofitten. Her, som i de andre modellene, forutsettes også konstant vekst i horisonten. Formelen for beregning av verdien av netto driftskapital er;

$$VNDK_0 = \frac{NDR_1}{ndk_1} + \frac{1}{ndk_1} * \left(\sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_{t-1})} + \frac{\Delta SPD_{T+2}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_{T+1}) * (ndk - ndv)} \right)$$

Formel 11-9 - Formel for beregning av verdi NDK ved endring SPD

Endring SPD-modellen	2018	1 2019	2 2020	3 2021	4 2022	5 2023	T 2024	T+1 2025	T+2 2026	T+3 2027
Nettoreultat fra NDE		80 964								
Kapitalisert NDR i år	1 280 090									
Superprofittvekst NDK			5 979	6 861	9 725	4 858	1 440	1 182	894	912
/Diskonteringsfaktor			1,06	1,13	1,20	1,28	1,36	1,45	1,54	1,64
=Nåverdien år 2 til T+2	26 024		5 623	6 066	8 080	3 799	1 060	817	580	555
+Kapitalisert verdi av endring SPE	411 461									
Horisontverdien fra T+3	13 041									
+Kapitalisert horisont	206 190									
=Verdien av NDK, VNDK	1 897 741									
-Netto finansiell gjeld	174 928									
-Minoritetsinteresser	0									
=Verdien av egenkapital, VEK	1 722 812									

Tabell 11-6 - Beregning av verdi NDK ved endring SPD

Som vi ser av tabell 11-6 så får vi et tilsvarende verdiestimat for egenkapitalen ved bruk av superprofittvekst fra drift-modellen som ved de andre modellene for beregning av verdi av netto driftskapital. Verdiestimatet av egenkapitalen blir da 1 722 812, eller 1,72 milliarder, ved bruk av modellene for beregning av verdi av netto driftskapital.

11.3.4 Sysselsatt kapitalmetoden

Metoden for verdsettelse av egenkapitalen indirekte gjennom sysselsatt kapital er nokså lik den for netto driftskapital. Forskjellen er at det trekkes fra finansiell gjeld, og ikke netto finansiell gjeld som ved beregning via verdi av netto driftskapital som vist i tidligere i kapittel 11.3. Her er det også tre modeller som anvendes, *fri kontantstrøm til sysselsatt kapital*, *superprofitt til sysselsatt kapital* og *superprofittvekst til sysselsatt kapital*.

Under er tabeller med beregningen av verdi av egenkapital ved bruk av indirekte metode for sysselsatt kapital.

FKS-modellen	2018	1 2019	2 2020	3 2021	4 2022	5 2023	T 2024	T+1 2025	T+2 2026
Fri kontantstrøm til SSK		64 262	66 230	68 532	95 015	118 708	109 107	99 954	101 953
/Diskonteringsfaktor		1,05	1,10	1,16	1,22	1,28	1,36	1,43	1,51
=Nåverdien fra 1 til T+1	431 198	61 238	60 047	59 062	77 882	92 465	80 503	69 854	67 488
+Horisontverdien fra T+2	2 062 094								
=Verdien av SSK	2 493 292								
-Finansiell gjeld	494 776								
-Minoritetsinteresser	0								
=Verdien av egenkapital, VEK	1 998 515								

Tabell 11-7 - Beregning via FKS modellen

SPS-modellen	2018	1 2019	2 2020	3 2021	4 2022	5 2023	T 2024	T+1 2025	T+2 2026
Balanseført SSK	1 292 829								
+Superprofitt til SSK		19 424	25 416	32 303	41 997	46 831	48 379	49 658	50 651
/Diskonteringsfaktor		1,05	1,10	1,16	1,22	1,28	1,36	1,43	1,51
=Nåverdien fra 1 til T+1	175 990	18 510	23 043	27 840	34 424	36 478	35 695	34 704	33 529
+Horisontverdien fra T+2	1 024 471								
=Verdien av SSK	2 493 291								
-Finansiell gjeld	494 776								
-Minoritetsinteresser	0								
=Verdien av egenkapital, VEK	1 998 515								

Tabell 11-8 - Beregning via SPS modellen

Endring SPS-modellen	2018	1 2019	2 2020	3 2021	4 2022	5 2023	T 2024	T+1 2025	T+2 2026	T+3 2027
Nettoresultat til SSK		83 267								
Kapitalisert NRS i år 1	1 686 173									
Superprofittvekst til SSK			5 951	6 807	9 613	4 704	1 258	979	687	701
/Diskonteringsfaktor			1,05	1,10	1,16	1,22	1,28	1,36	1,43	1,51
=Nåverdien år 2 til T+2	26 165		5 671	6 171	8 284	3 856	980	723	480	464
+Kapitalisert verdi av endring SPS	529 842									
Horisontverdien fra T+3	13 693									
+Kapitalisert horisont	277 277									
=Verdien av SSK	2 493 292									
-Netto finansiell gjeld	494 776									
-Minoritetsinteresser	0									
=Verdien av egenkapital, VEK	1 998 515									

Tabell 11-9 - Beregning via endring SPS modellen

Som vi ser av tabell 11-7, 11-8 og 11-9 gir alle tre metodene samme verdiestimat for egenkapitalen. Verdiestimatet er på 1 998 515, altså oppunder 2 milliarder.

11.4 Første estimat og konvergens mot endelig verdiestimat

Verdiestimatene fra kapittel 11.2 og 11.3 er oppsummert i tabell 11-10. Vi ser at metodene har nokså forskjellige estimater, og varierer fra 682 til 850 kroner per aksje. Årsaken til at det er differanser i verdien av egenkapital skyldes som nevnt i 11.1 at det benyttes budsjetterte vekter i steg 1 og 2. Vi vil derfor nå i steg 3 konvergere de forskjellige verdiestimatene så vi får ett endelig verdiestimat.

Verdien av egenkapitalen	FK-modell	SP-modell	ΔSP-modell	Gjennomsnitt
EK-metode	682	682	682	682
NDK-metode	732	732	732	732
SSK-metode	850	850	850	850
Gjennomsnitt	755	755	755	755

Tabell 11-10 - Oppsummering verdiestimat etter EK og SK - metoden

11.4.1 Konvergering mot endelig verdiestimat

Som vist i delkapittel 11.2 og 11.3 så er verdiestimatene etter egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden avvikende. Som vist i tabell 11-10 så er verdiestimatet etter egenkapitalmetoden 682 kroner mens den etter nettodriftskapitalmetoden er 732 kroner. Årsaken til avviket er at det i hele kapittel 11.3 er benyttet budsjetterte vekter fra fremtidsregnskapet som ble utarbeidet i kapittel 9. Avviket i verdiestimatene utgjør 7,17% og gjennomsnittlig verdiestimat for egenkapital blir 1 663 186. Ved konvergens benyttes det for hvert steg det gjennomsnittlige verdiestimatet for egenkapitalen som virkelig verdi for egenkapital. Prosessen følger de 10 stegene presentert av Knivsflå (2019, F18, s 52-53);

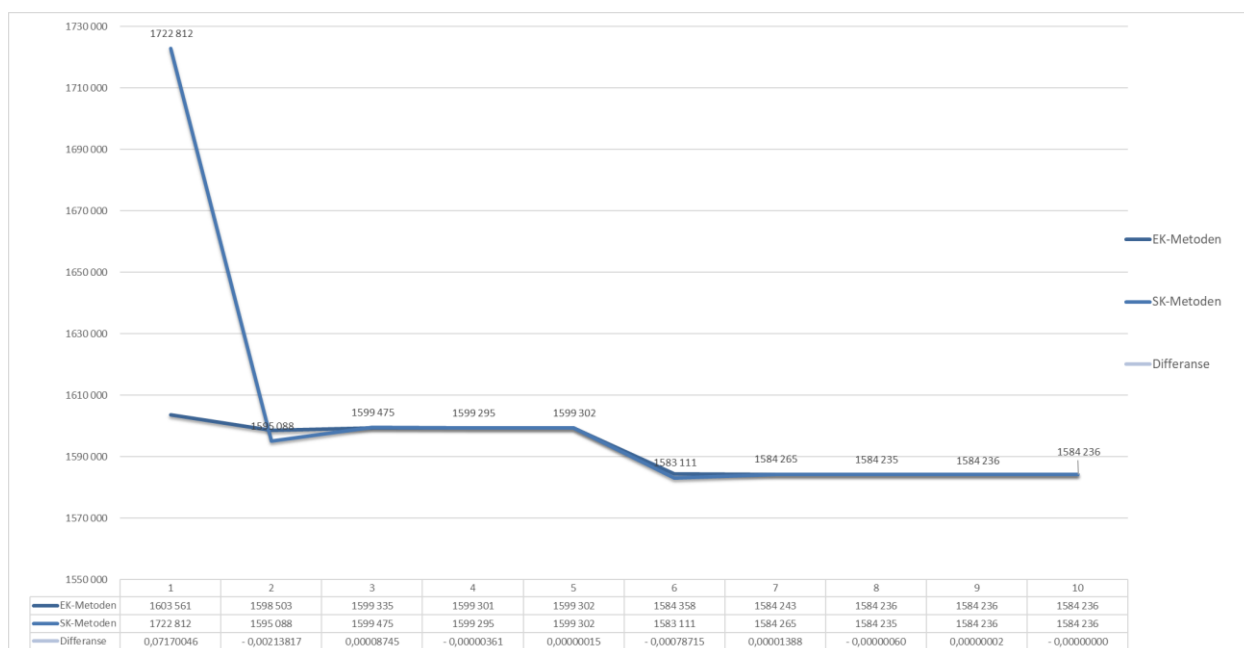
1. Regn ut gjennomsnittlig verdiestimat fra EK-metode og SK-metode basert på krav regnet ut med budsjetterte vekter
2. Lag verdibalanse med VNDK, VEK og NFG for steget
3. Gjennomfør alt av vektning av krav med virkelige verdier fra foregående steg

I tabell 11-11 ser vi hvordan verdiestimatene for Gyldendal utvikler seg og gradvis konvergerer mot et felles estimat. Prosessen ble som vist i tabell 11-11 gjennomført i 10 steg før estimatene var helt like. Som vi ser av tabellen så er det konvergente verdiestimatet på 1 584 236, tilsvarende en verdi per aksje på 674 kroner.

Steg	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	KONVERGERT VERDIESTIMAT
EK-metoden	1 603 561	1 598 503	1 599 335	1 599 301	1 599 302	1 584 358	1 584 243	1 584 236	1 584 236	1 584 236	1 584 236
SK-metoden	1 722 812	1 595 088	1 599 475	1 599 295	1 599 302	1 583 111	1 584 265	1 584 235	1 584 236	1 584 236	
Avvik i %	7,17005 %	-0,21382 %	0,00875 %	-0,00036 %	0,00001 %	-0,07872 %	0,00139 %	-0,00006 %	0,00000 %	0,00000 %	
Pr. aksje EK	682	680	680	680	680	674	674	674	674	674	674
Pr. aksje SK	732	678	680	680	680	673	674	674	674	674	

Tabell 11-11 - Konvergent verdiestimat Gyldendal ASA

Figur 11-2 illustrerer konvergeringen gjennom stegene. Som figuren viser så faller verdsettelsen etter selskapskapitalmetoden betydelig i andre steg. Videre ser vi at verdiestimatene er relativt like og at de samlet reduseres fra steg 6.



Figur 11-2 - Konvergering av verdiestimat

11.4.2 Vurdering av verdiestimatet

I kapittel 11.4.1 konvergente vi verdiestimatet og endte opp med ett ferdig konvergent estimat for verdi på egenkapitalen på 1 584 236, tilsvarende 674 kroner per aksje. For å vurdere om dette er et rimelig estimat kan vi se på forholdstall og relativ prising. Dette vil vi videre vurdere opp mot konklusjonene vi fant i den strategiske analysen i kapittel 4 og den strategiske regnskapsanalysen i kapittel 8.

Det første vi ser på er pris/bok for 2018. Prisen er da vårt verdiestimat mens bok er bokført verdi av egenkapital før justering. Pris/bok-forholdet blir som følger;

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Bok}} = \frac{\text{Verdiestimat}}{\text{Bokført egenkapital}_{2018}} = \frac{1\ 584\ 236}{798\ 054} = 1,985$$

Formel 11-10 - Beregning av pris/bok forhold

Som vi konkluderte med i den strategiske analysen tror vi at Gyldendal vil få en stor strategisk fordel som i hovedsak skyldes ressursfordel. I kapittel 8 fant vi at det forelå en strategisk fordel som kom fra bransjefordelen og en gearingfordel som økte den strategiske fordel. Vi avdekket også at det var en mindre ressursulempe for Gyldendal historisk. At det antas å foreligge en strategisk fordel fremover samsvarer med at pris/bok-forholdet er over 1, altså at det er merverdier i forhold til bokført verdi. Som vi også har konkludert med i den strategiske analysen så vurderte vi at Gyldendal sine ressurser, og da spesielt deres digitale produkter og kundemasse, kunne gi opphav til høyere strategisk fordel i fremtiden. Dette er naturligvis gjenspeilet i vårt fremtidsbudsjett, og dermed også i verdiestimatet. Vi anser derfor pris/bok-forholdet på 1,985 som

rimelig for Gyldendal ut ifra den strategiske analysen. Et pris/bok-forhold på 1,985 er også å anse som rimelig i forhold til Oslo Børs ellers, som pr. november 2019 hadde et pris/bok-forhold på 2,03 (SB1 Markets, 2019, s. 12).

Neste forholdstall vi skal vurdere er pris/fortjeneste. Fortjeneste er nettoresultatet til egenkapital i 2019 som sammenlignes med egenkapitalkravet for 2018.

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Fortjeneste}} = \frac{1\,584\,236}{71\,451} = 22,17 > \frac{1}{\text{ekk}} = \frac{1}{6,1391\%} = 16,289$$

Formel 11-11 - Beregning av pris/fortjeneste forhold

Vi ser altså at pris/fortjeneste-forholdet er relativt høyt og høyere enn egenkapitalkravet skulle tilsi. Det er også høyt relativt til hva aksjer på Oslo Børs prises til, som er i snitt 14,2 ganger fortjenesten neste år (SB1 Markets, 2019, s. 24). Avviket kan dog forklares ut ifra budsjettdriverne vi har lagt for fremtidsbudsjettet i kapittel 9.4. Vi har budsjettert med en ganske betydelig økning i vekst i 2020 frem mot 2022 før den igjen avtar. Netto driftsmargin er også budsjettert til å øke i perioden grunnet økende strategisk fordel som følge av økt digitalt salg. Dette medfører naturligvis til et høyere verdiestimat i telleren, mens nevneren ikke reflekterer dette tilsvarende.

Pris/fortjeneste-forholdet reduseres frem mot budsjetthorisonten i år 2024, som vist i tabell 11-12.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
P/E	22,172	19,875	17,938	15,835	14,915	14,523

Tabell 11-12 - Pris/fortjeneste forhold i fremtiden

Ved å se på forholdet lengre frem i tid ser vi at dette normaliserer seg og ligger fra 2022 under hva egenkapitalkravet skulle tilsi og fra 2023 nærmer det seg markedet ellers.

Videre vil vi i kapittel 11.5 analysere usikkerheten knyttet til verdiestimatet vårt før vi fastsetter det endelige verdiestimatet i kapittel 13.

11.5 Uvisshet: Sensitivitet, simulering og konkurs

I kapittel 11.4 har vi funnet vårt første estimat for Gyldendal ASA. Dette verdiestimatet er et *punktestimat* og baserer seg på våre subjektive vurderinger og antakelser om utvikling i budsjettdriverne for fremtiden i kapittel 9 (Knivsflå, 2019, F19, s. 5). Det faktum at vi ikke med sikkerhet kan vite utviklingen i budsjettdriverne som er estimert gjør at det foreligger estimatusikkerhet knyttet til vårt verdiestimat. Vi vil derfor i dette kapitlet foreta en analyse for å synliggjøre denne usikkerheten.

Vi begynner med å analysere sannsynligheten for konkurs da verdiestimatet vårt baseres på en forutsetning om fortsatt drift, dette gjøres i delkapittel 11.5.1. Vi vil videre gjennomføre ulike

simuleringer og sensitivitetsanalyser for å se hvordan endringer i kritiske budsjett drivere påvirker vårt verdiestimat. Simuleringsanalysen vil vi gjennomføre i delkapittel 11.5.2 mens sensitivitetsanalysen gjøres i delkapittel 11.5.3.

11.5.1 Simuleringsanalyse i Crystal Ball

I dette kapitlet skal vi gjennomføre en simuleringsanalyse av verdiestimatet som vi fikk i delkapittel 11.4.1. Damodaran (2012) anser simuleringsanalyse som den mest komplette analysen av risiko i et verdiestimat. Dette er fordi simuleringen baserer seg på at hver enkelt input i modellen har sin egen individuelle sannsynlighetsfordeling (Damodaran, 2012, s. 921). For å simulere usikkerheten som ligger i budsjett- og verdidriverne som verdiestimatet baserer seg på skal vi gjennomføre en simuleringsanalyse ved hjelp av Crystal Ball, som er et tilleggsprogram til Excel. Ved å gjøre de kritiske budsjett- og verdidriverne stokastiske vil simuleringsanalysen forsøke å synliggjøre denne usikkerheten og istedenfor ett punkttestimat vil vi få en fordeling rundt verdiestimatet (Knivsflå, F19, s.28).

Før vi kan gjennomføre simuleringen må vi definere hvilke budsjett- og verdidrivere som vi anser som kritiske og derfor ønsker å simulere. Vi må videre definere standardavvik og sannsynlighetsfordeling for driverne og til slutt sjekke for korrelasjon mellom driverne.

11.5.1.1 Vurdering av kritiske budsjett- og verdidrivere

I Crystal Ball er det ingen begrensninger for hvor mange variabler som kan inkluderes i analysen. Dette er fordi det ikke er noen av variablene og verdidriverne som ikke er usikre over tid, og i teorien kan alle inkluderes. Det vil i praksis dog være uhensiktsmessig og krevende å inkludere alle mulige variabler i simuleringen (Damodaran, 2012, s. 908). Vi velger derfor å kun fokusere på de vi mener er mest utslagsgivende for verdiestimatet. Verdidriverne og budsjettvariablene vi ønsker å inkludere i analysen er de som gir størst utslag på driften i Gyldendal. Vi velger derfor å inkludere *driftsinntektsvekst*, *netto driftsmargin*, og *onde* for de forskjellige budsjett punktene 1, 2, M og T som er henholdsvis år 2019, 2020, 2022 og 2024. Videre ønsker vi også å inkludere en del variabler i *steady state*, altså 2024 (T), for å se utslagene endringer der vil gi. De kritiske faktorene som inkluderes for *steady state* er *risikofri rente*, *markedsrisikopremien* og *netto finansiell gjeldsdel*. Videre inkluderes også *egenkapitalbeta* for 2018 som kritisk faktor.

11.5.1.2 Sannsynlighetsfordeling og standardavvik

Før vi kan gjennomføre simuleringen med de kritiske variablene og faktorene må vi definere sannsynlighetsfordelingen til dem. Vi vet ikke de faktiske fordelingene til variablene og må derfor estimere de, og dette vurderes som det kritiske steget i analysen (Damodaran, 2012, s. 908). Det

finnes flere kilder for å et estimat for sannsynlighetsfordeling til variablene. For vårt formål velger vi å analysere historiske data for å gjøre en vurdering av standardavviket til de ulike verdidriverne. Når vi benytter historiske data er det viktig at disse er pålitelige og det ikke har forekommet strukturelle skift i markedet som gjør de upålitelige. De historiske dataene som benyttes til å vurdere standardavviket for verdidriverne fremover har vi analysert i kapittel 8, ellers vises det til verdidriverne som er estimert i kapittel 9.

	Standardavvik	
	Historisk 2014-18	Kortsiktig
<i>div</i>	3,31 %	4,96 %
<i>onde</i>	21,63 %	32,44 %
<i>ndm</i>	1,23 %	1,84 %
<i>fgd</i>	7,46 %	11,18 %
<i>fed</i>	8,01 %	12,01 %

Tabell 11-13 - Historisk standardavvik for verdidrivere

Tabell 11-13 viser standardavviket til de forskjellige driverne mellom 2014 og 2018. Vi har valgt å ikke benytte hele analyseperioden grunnet endring i regnskapsprinsipp fra bruttometoden til egenkapitalmetoden, som gir feilkilde i tallene. Vi ser at driftsinntektsvekst har et standardavvik på 3,31%, *onde* har 21,63% mens netto driftsmargin har 1,23% i standardavvik.

Standardavvikene som er valgt for de forskjellige verdidriverne er basert på historiske standardavviket med mindre korrigeringer. For mellomlang sikt er det antatt at det er høyere standardavvik enn på kort sikt og derfor har vi oppskalert standardavvikene med 1,5 for å ta høyde for dette. På *lang sikt* forventes det at usikkerheten er mindre igjen enn på mellomlang sikt, som begrunnes i økonomisk teori med at på lang sikt nærmer seg konstant vekst, *steady state* (Knivsflå, 2019, F18, s. 41). Alle verdidriverne antas å ha normalfordelt sannsynlighet foruten i *steady state*, der den er uniform for driftsinntektsvekst og netto driftsmargin.

	Forventet div	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1 (2019)	3 %	4,50 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2 (2020)	3,50 %	4,50 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt M (2022)	4 %	5 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt T (2024)	2 %	U(0% ; 4%)	Uniform fordeling

Tabell 11-14 - Forventning og standardavvik driftsinntektsvekst

Som vist i tabell over så forventet driftsinntektsvekst lik den vi har budsjettet med i kapittel 9. Standardavviket har vi satt til 4,5% i både budsjettpunkt 1 og 2 da vi anser usikkerheten som større grunnet Fagfornyelsen i 2020 og den kan slå ut begge veier. Videre har vi lagt 5% i budsjettpunkt M (2022). For budsjettpunkt T i 2024 har vi satt uniform fordeling mellom 0% og 4%. Vi velger å nedre grense på 0% da vi anser det som usannsynlig med en konstant vekst på 0% med den

historiske driftsinntektsveksten som vi har sett i kapittel 8. Vi setter taket til 4% da vi antar, som vist i kapittel 9, en begrenset vekst i fysisk boksalg og at driftsinntektsveksten drives av digitale inntekter.

	Forventet ndm	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1 (2019)	4 %	1,50 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2 (2020)	4,25 %	1,50 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt M (2022)	4,50 %	2 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt T (2024)	5 %	U(0%; 10%)	Uniform fordeling

Tabell 11-15 - Forventning og standardavvik netto driftsmargin

For netto driftsmargin har vi også lagt inn tilsvarende forventning som i kapittel 9. Her har vi lagt inn 1,5% i standardavvik for budsjettpunkt 1 og 2, som er litt over standardavvik funnet historisk. I budsjettpunkt M er det lagt 2% som er litt over den beregnede. Dette skyldes usikkerheten rundt om driftsmarginen bedres som tidligere antatt i kapittel 4. For budsjettpunkt T har vi satt nedre grense på 0%, da vi anser det som usannsynlig at de på lang sikt skal ha negativ netto driftsmargin. Dette underbygges også av det historiske gjennomsnittet på 4,1%, og at vi i tillegg i kapittel 4 konkluderer med at mer digitale inntekter vil gi økt margin fremover. Øvre grense settes til 10%.

	Forventet onde	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1 (2019)	2,0803	32,50 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2 (2020)	2,1	32,50 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt M (2022)	2,15	25 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt T (2024)	2,2	U(1,98 ; 2,42)	Triangulær fordeling

Tabell 11-16 - Forventning og standardavvik omløp til netto driftseiendeler

Til slutt har vi omløpet til netto driftseiendeler som vi har valgt å tillegge samme standardavvik som er funnet historisk, oppjustert og rundet opp til 32,5%. Her har vi redusert standardavviket på mellomlang og lang sikt da vi anser trenden som klar gjennom historiske analyseperioden. For steady state har vi valgt en triangulær fordeling mellom 1,98 og 2,42.

	Forventning	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Risikofri rente i steady state	1,66 %	U(0% ; 3%)	Uniform fordeling
Markedsrisikopremie Steady state	5,10 %	U(4,5% ; 5,5%)	Uniform fordeling
Egenkapitalbeta 2018	0,413740247	0,1	Normalfordeling
Netto finansiell gjeldsdel Steady state	0,235	U(20% ; 30%)	Uniform fordeling
Illikviditetspremie	3,50 %	U(2% ; 5%)	Uniform fordeling

Tabell 11-17 - Forventning og standardavvik andre verdidrivere

De andre faktorene som settes inn er risikofri rente, markedsrisikopremie og netto finansiell gjeldsdel i *steady state*. Videre settes egenkapitalbeta i 2018 inn med standardavvik på 0,1. I

tillegg til dette har vi i sensitivitetsanalysen inkludert illikviditetspremie som en usikker variabel for å synliggjøre dens påvirkning på verdiestimatet. Dette er fordi det er usikkerhet rundt illikviditetspremie og det er i stor grad kun brukt skjønn ved vurderingen av den. Vi inkluderer den som usikker variabel med uniform fordeling med nedre intervall for illikviditetspremie til 2% og øvre til 5%, forventningen settes til 3,5%.

11.5.1.3 Korrelasjon mellom driverne

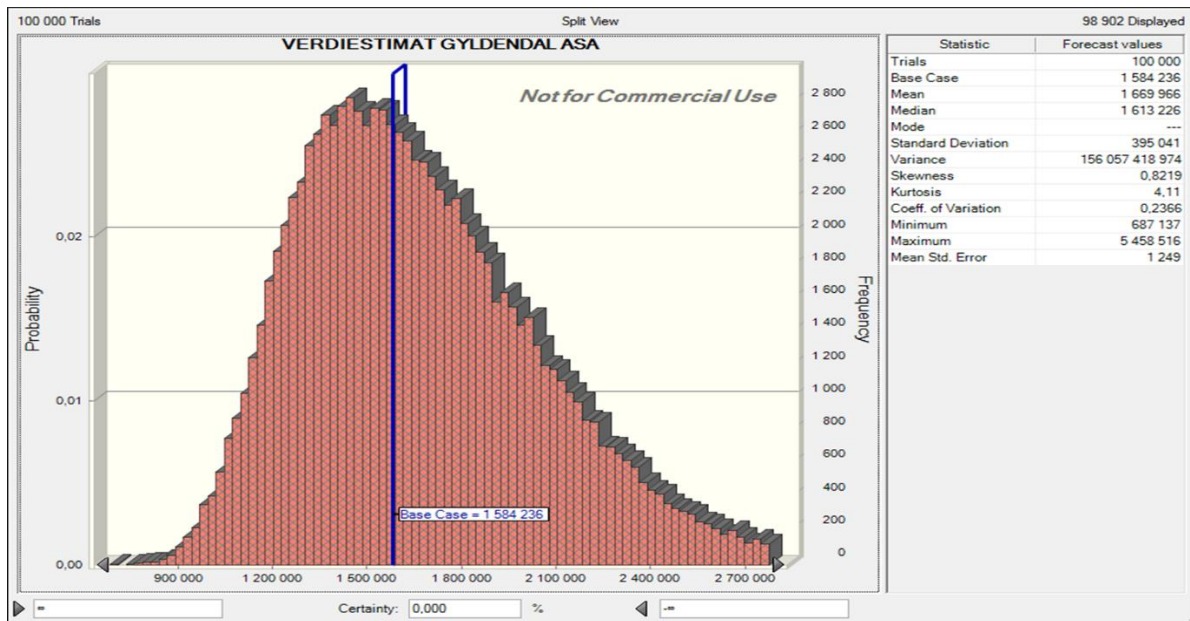
Før vi kan gå i gang med simuleringen må vi sjekke om det forekommer korrelasjon mellom driverne (Damodaran, 2012, s. 910). Korrelert trekning innebærer at utfallet av de andre trekningene påvirker en eller flere andre trekninger. Korrelasjonene kan ha en økonomisk eller annen empirisk forklaring eller være uforklarlig økonomisk. Dersom det er sterk korrelasjon uten økonomisk forklaring bør ene driveren ekskluderes eller at det må hensyntas i modellen ved å bygge inn korrelasjonen. For den videre simuleringen velger vi å inkludere korrelasjonen mellom driverne.

Ene korrelasjonen som ble funnet var mellom netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler. Der var det en positiv korrelasjon på hele 0,6911. Denne ble lagt inn i modellen med 0,7, da vi anså det som rimelig at netto driftsmargin og onde vil utvikle seg korrelert i fremtiden. Den andre korrelasjonen som ble funnet var mellom netto driftsmargin og finansiell gearing. Denne var på negativ med 0,616 og skyldes at det gjennom analyseperioden har vært økt margin mens de samtidig har betalt ned alt av langsiktig finansiell gjeld. Dette tror vi ikke vil vedvare og setter korrelasjonen til 0.

De andre korrelasjonene som ble sjekket var mellom driftsinntektsvekst og markeds risikopremie, denne var tilnærmet 0 og ble ikke inkludert. Det ble også sjekket korrelasjon mellom vekst og driftskravet, men denne var også tilnærmet 0.

11.5.1.4 Resultatet fra simuleringen

For å synliggjøre usikkerheten rundt verdiestimatet til Gyldendal ASA vil vi gjennomføre en Monte Carlo-simulering i Crystal Ball. Simuleringen utføres ved bruk av 100 000 trekninger for å være sikker på at vi har dannet et stort nok utvalg. Som figur 11-3 viser så har vi nå istedenfor ett punkttestimat fått en fordeling rundt det tidligere estimatet, *base case*, som vi fant i 11.4. Simuleringen sier oss noe om forventet verdi, som er 1 669 966, men også om usikkerheten og det mulige intervallet verdien kan ligge i. Siden simuleringen vår ikke går til null så indikerer det 0 i konkurssannsynlighet. Vi vil se nærmere på konkurssannsynligheten senere i kapittelet.

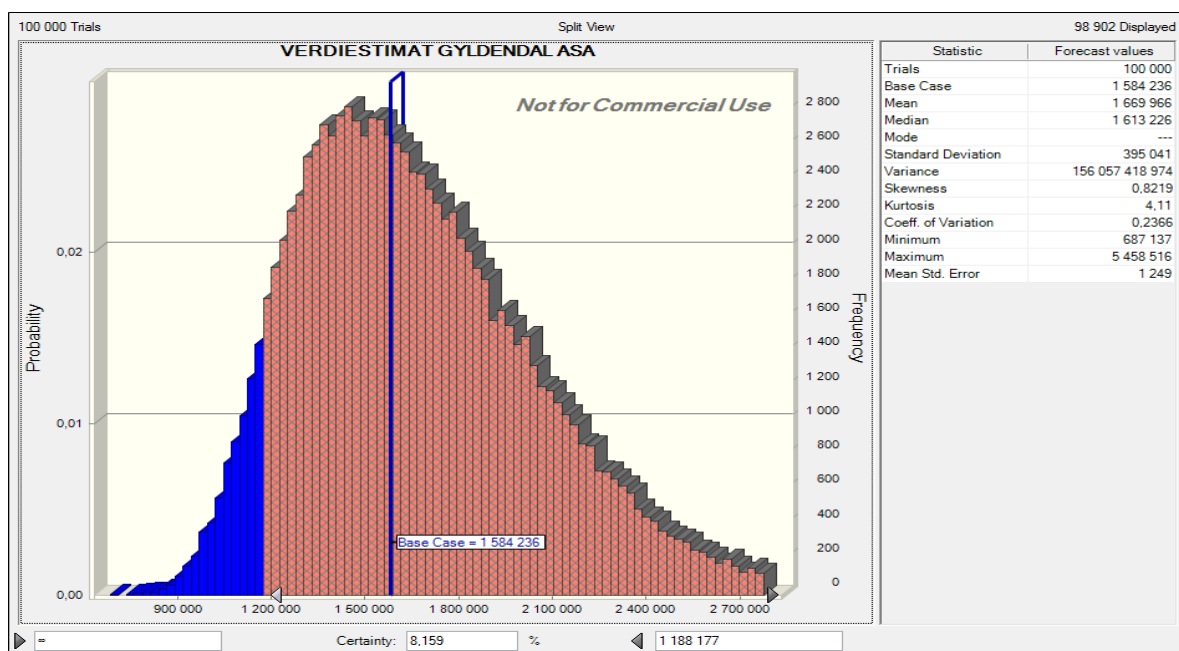


Figur 11-3 - Resultat fra simulering

Videre ser vi av simuleringen at vi har en skjevhet (*Skewness*) på 0,8219 mot høyre, altså høyere verdier. Dette medfører at gjennomsnittet blir høyere enn vårt verdiestimat. Videre ser vi at kurtose i simuleringen ligger på 4,11. Kurtose (*kurtosis*) forteller noe om sannsynlighetsfordelingen er flat eller spredt ut på begge sider av gjennomsnittet i fordelingen. For normalfordeling vil kurtoseverdien være 3 (Keller, 2008, s. 37). Altså har verdiestimatet vårt større sannsynlighet for ekstreme verdier enn hva en normalfordeling har.

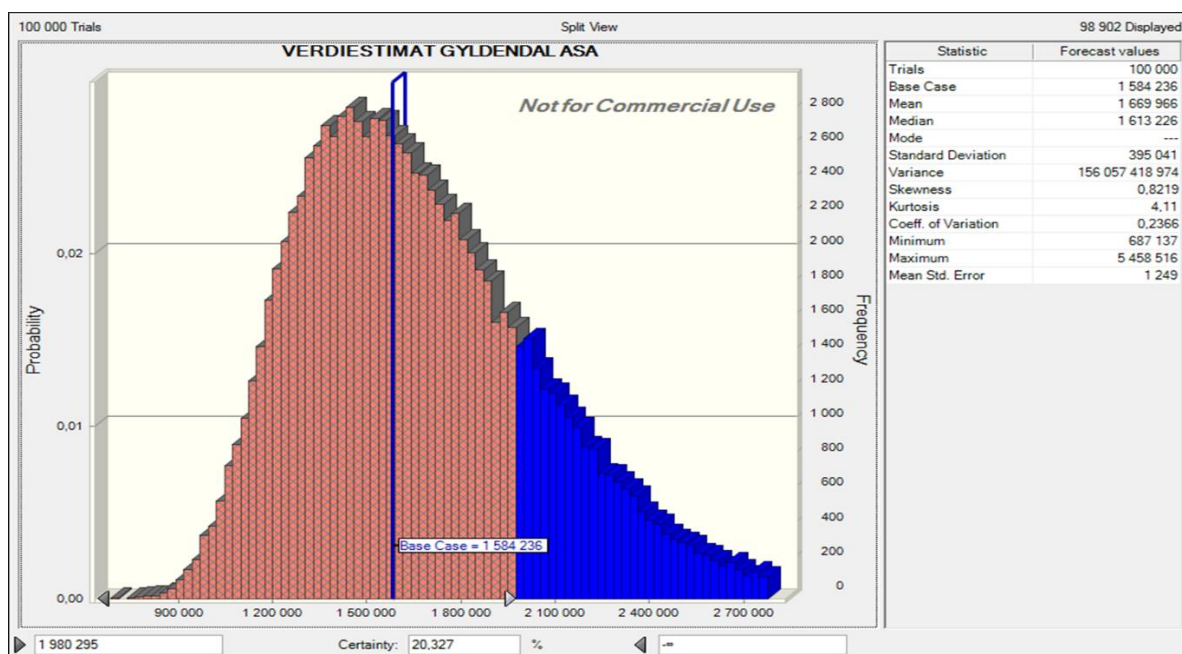
Videre ser vi av simuleringen at det prosentvise standardavviket, vist som *coefficient of variation*, er estimert til 23,66%. Koeffisienten beskriver forholdet mellom standardavviket til vårt verdiestimat og det gjennomsnittlige verdiestimatet i simuleringen. En variasjonskoeffisient på 23,66% er ikke veldig høyt, men viser at det er betydelig usikkerhet knyttet til verdiestimatet.

For å videre vurdere usikkerheten har vi sett på sannsynligheten for at verdiestimatet ligger enten 25% under eller over vårt innledende verdiestimat. Som vist i figur 11-4, er risikoen for at verdiestimatet er under 75% av *base case* kun 5,18%, som er de blå trekningene. Dette anser vi som lite sannsynlig og indikerer en lav nedsiderisiko.



Figur 11-4 - Nedsiderisiko simulering

Videre ser vi på oppsiden i simuleringen og vurderer sannsynligheten for at verdiestimatet er 25% høyere enn vårt *base case*, altså 125%. Dette er illustrert i figur 11-5. Her er også trekningene som gir dette markert i blått. Sannsynligheten for et estimat 25% over er 14,315%. Altså er det større sannsynlighet for at verdien er 25% over enn under. Dette henger sammen med skjevheten i simuleringen som nevnt tidligere.



Figur 11-5 - Oppside ved simulering

11.5.1.5 Sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalysen søker å synliggjøre usikkerhet ved å *endre* på kritiske drivere for verdiestimatet og dermed illustrere endringer som følge av endring i driverne (Knivsflå, 2019, F19, s. 60). Vi benytter Crystal Ball for å utføre sensitivitetsanalysen. Vi benytter en variasjonsanalyse som viser hvor mye av variasjonen som skyldes de forskjellige variablene. Tabell 11-18 illustrerer hvilke av variablene som har bidratt mest til variasjonen som er i simuleringen.

Input Variable	VERDIESTIMAT					Input		
	Lav	Høy	Variasjon	Variasjon forklart akkumulert	Variasjon	Lav	Høy	Base Case
Illikviditetspremie	2 061 884	1 287 298	774 586	61,63%	61,63%	2,3 %	4,7 %	3,5 %
Eigenkapitalbeta	1 815 250	1 408 668	406 581	78,62%	16,98 %	0,286	0,542	0,414
onde - Budsjettpunkt 1	1 775 781	1 459 913	315 868	88,87%	10,25 %	1,664	2,497	2,080
Div - Budsjettpunkt 1	1 498 960	1 674 095	175 135	92,02%	3,15 %	-0,028	0,088	0,030
nfgd budsjettpunkt T	1 673 518	1 501 161	172 357	95,07%	3,05 %	0,207	0,263	0,235
ndm - Budsjettpunkt T	1 524 609	1 648 684	124 076	96,65%	1,58 %	0,010	0,090	0,050
ndm - Budsjettpunkt M	1 543 545	1 629 676	86 131	97,41%	0,76 %	0,022	0,073	0,048
Div - Budsjettpunkt M	1 544 163	1 628 837	84 674	98,15%	0,74 %	-0,019	0,109	0,045
Div - Budsjettpunkt 2	1 545 613	1 627 398	81 785	98,83%	0,69 %	-0,023	0,093	0,035
ndm - Budsjettpunkt 1	1 551 815	1 621 385	69 569	99,33%	0,50 %	0,021	0,059	0,040
ndm - budsjettpunkt 2	1 552 791	1 620 402	67 612	99,80%	0,47 %	0,023	0,062	0,043
Risikofri rente i budsjettpunkt T	1 600 362	1 573 075	27 287	99,88%	0,08 %	0,003	0,027	0,015
onde - Budsjettpunkt 2	1 572 962	1 595 678	22 716	99,93%	0,05 %	1,683	2,517	2,100
Div - Budsjettpunkt T	1 576 670	1 596 456	19 786	99,97%	0,04 %	0,004	0,036	0,020
onde - budsjettpunkt M	1 577 711	1 593 131	15 420	100,00%	0,02 %	1,830	2,470	2,150
onde - Budsjettpunkt T	1 583 811	1 589 035	5 223	100,00%	0,00 %	2,078	2,322	2,200
Markedsrisikopremie	1 588 453	1 584 687	3 766	100,00%	0,00 %	0,046	0,054	0,050

Tabell 11-18 - Variasjon i simuleringen og sensitivitetsanalyse

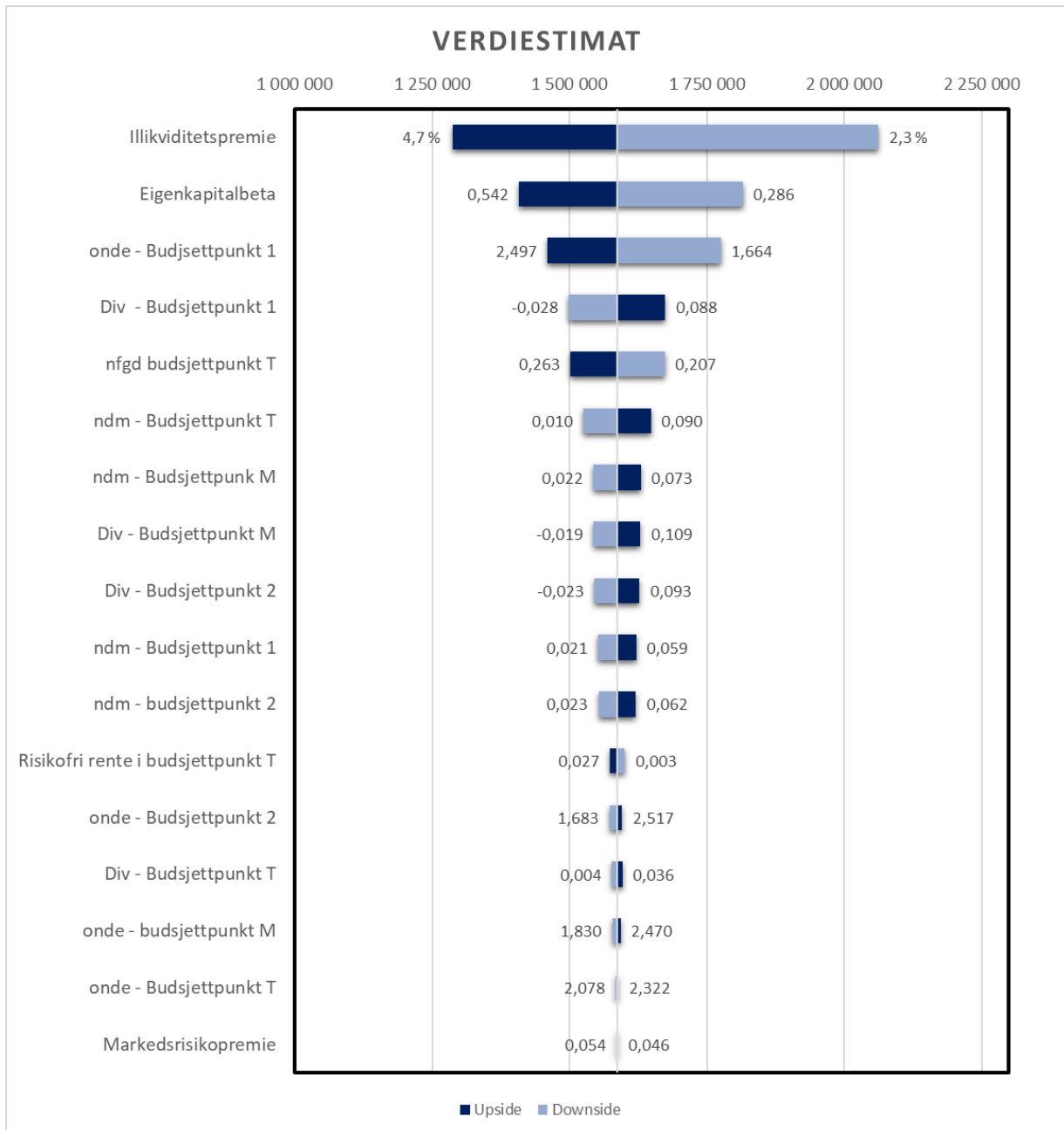
Som vi ser av tabell 11-18 er verdiestimatet for Gyldendal mest følsomt for endringer i illikviditetspremie. Dette er rimelig tatt i betraktning at denne endrer kravet til egenkapital med 1 til 1 forhold som igjen påvirker verdiestimatet betydelig. Vi mener det er relevant å illustrere hvordan verdiestimatet endrer seg ved endring i illikviditetspremie da denne, som nevnt tidligere, i stor grad er basert på skjønn.

Videre ser vi at egenkapitalbeta er den som forklarer nest mest av variasjonen i simuleringen. Dette er også rimelig da den, som illikviditetspremie, påvirker avkastningskravet.

Neste på listen er *onde* i budsjettpunkt 1, altså 2019. Denne forklarer 10,25% av variansen i simuleringen. Etter *onde* er det driftsinntektsveksten i budsjettpunkt 1, altså 2019, som forklarer 3,15% av variansen i estimatet.

Variablene for *ndm* ser vi har mindre påvirkning på verdiestimatet. Her er påvirkningen størst i år T der den forklarer 1,58% av variasjonen. Dette skyldes trolig at intervallet er nokså lite, og i ethvert tilfelle positiv. Dette er dog underbygget av våre funn i den tidligere analysen.

For i ytterligere illustrere hvordan de forskjellige variablene påvirker verdiestimatet har vi utarbeidet en tornado analyse. Denne viser påvirkningen til de forskjellige variablene på det endelige verdiestimatet. Tornadoanalysen er presentert i figur 11-6.



Figur 11-6 - Tornadoanalyse

Tornado analysen rangerer de forskjellige variablene ettersom hvor mye de påvirker verdiestimatet, tilsvarende som i tabell 11-18. Som analysen viser så vil en redusert

illikviditetspremie øke verdiestimatet betydelig og motsatt ved økt premie. Videre ser vi at en endring i egenkapitalbeta vil gi stor påvirkning. Vi ser her at de viktigste variablene til drift er *onde* og *driftsinntektsvekst* i 2019 og *ndm* og *driftsinntektsvekst* i budsjettpunkt M (2022). Vi ser også at netto finansiell gjeldsdel i budsjettpunkt T (2024) har en del påvirkning på verdiestimatet.

11.5.2 Konkurssannsynlighet

Som nevnt tidligere er vårt verdiestimat under forutsetning av fortsatt drift. Vi må derfor analysere sannsynligheten for konkurs i Gyldendal. Det er i hovedsak to måter at konkurssannsynligheten kan hensyntas. Enten kan vi bygge eventuell konkurs inn i forventet framtidregnskap eller håndtere konkurrrisikoen separat og utarbeide framtidregnskapet under forutsetning om fortsatt drift (Knivsflå, 2019, F19, s.17). I både kapittel 9 og 10 har vi indirekte hensyntatt konkurssannsynligheten gjennom den syntetiske ratingen og tilhørende kredittrisikopremie. Til tross for at det er hensyntatt indirekte ønsker vi å vurdere det separat i tillegg da fremtidregnskapet typisk vil undervurdere risikoen. Vi velger derfor å justere verdiestimatet presentert i 11.4.1 med følgende formel (Knivsflå, 2019, F19, s. 24).

$$VEK = (1 - p_{kort}) * FVEK + p_{kort} * LVEK$$

$$LVEK = \text{Likvidasjonsverdi (Verdi ved forsert salg)}$$

$$FVEK = \text{fundamentalt verdiestimat forutsatt videre drift}$$

$$p_{kort} = \text{sannsynlighet for fremtidig konkurs}$$

Formel 11-12 - Formel for beregning av verdi hensyntatt konkurrrisiko

Likvidasjonsverdi (LVEK) er den verdien som eierne av egenkapitalen har igjen etter en tvungen avvikling, som er typisk ved konkurs i Norge. Ved konkurs realiseres ofte eiendelen raskest mulig, såkalt forsert salg, som innebærer at det ofte er snakk om lavere verdier enn ved et normalt salg. Likvidasjonsverdien antas derfor å være lik null. Dette innebærer at långiverne og andre kreditorer ikke får full dekning for alle sine krav og det derfor ikke er noe igjen til eierne (Knivsflå, 2019, F19, s. 23).

For å beregne verdi av egenkapitalen hensyntatt konkurrrisikoen bruker vi den syntetiske ratingen for siste året som vi kom frem til i kapittel 6.3. Ratingen for Gyldendal da var BBB, noe som tilsvarer en konkurssannsynlighet på 0,26%, som blir p i formelen. FVEK blir tilsvarende verdiestimatet som vi fant i delkapittel 11.4.1 på 1 584 236. Dermed får vi følgende verdi når konkurssannsynligheten hensyntas;

$$VEK = (1 - 0,0026) * 1\,584\,236 + 0,0026 * 0 = 1\,580\,117$$

Formel 11-13 - Beregning av verdi hensyntatt konkurrrisiko

Etter at det er korrigert for mulig undervurdering av konkurrisiko er verdiestimatet blitt 1 580 117, eller 672 per aksje.

11.6 Oppsummering – verdiestimat og uvisshet

I kapittel 11 har vi nå basert på fremtidsregnskapet utarbeidet et verdiestimat ved bruk av både egenkapitalmetode og selskapskapitalmetode i delkapittel 11.2 og 11.3. Vi har så konvergert verdiestimatene med verdijustert vektor så de stemmer overens i delkapittel 11.4. Verdiestimatet har vi så analysert med tanke på usikkerhet ved bruk av en Monte-Carlo simulering og sensitivitetsanalyse. Med vårt verdiestimat kom vi frem til at Gyldendal sin egenkapital har en verdi på 1 580 117, tilsvarende 672 kroner per aksje når mulig undervurdering av konkurrisiko hensyntas.

Dette gir et pris/bok-forhold på 1,985. Dette har vi vist samsvarer og er rimelig i forhold til vår antakelse om en varig strategisk fordel i fremtiden grunnet deres posisjon for digitale produkter. Det er også rimelig sett opp mot andre selskaper på Oslo Børs. Videre fant vi at Pris/Fortjeneste-forholdet var på 22,172. Dette er godt over snittet på Oslo Børs og hva vi forventer ut ifra egenkapitalkravet. Dette kommer av den forventede økningen i ressursfordel som ble avdekket i kapittel 4. På bakgrunn av denne forventes en økning i netto driftsmargin kommende årene, både ved fagfornyelsen i 2020 og ved overgang til mer digitalt salg. Vi viste at det høye forholdet mellom pris og fortjeneste jevner seg ut over budsjettperioden og ved horisonten ligger forholdet nokså normalt sammenlignet med andre selskap på Oslo Børs.

I simuleringen og sensitivitetsanalysen har vi vist at det er risiko knyttet til verdiestimatet. Vi vil spesielt trekke frem illikviditetspremie som har mest påvirkning. Denne har vi inkludert for å vise at den skjønnsbaserte premien kan gi store utslag i verdien. Denne variabelen ble inkludert da selv om Gyldendal er børsnotert har aksjen svært begrenset likviditet og lite omsettelige aksjer, lav direkteavkastning og relativt lav markedsverdi. Disse faktorene kan gi utslag i at aksjen handles med en ikke ubetydelig illikviditetspremie, og derfor har lavere verdi enn det fundamentale ellers skulle tilsi.

Analysen viste også at det var usikkerhet knyttet til de andre variablene. Ved å gjøre 100 000 trekninger fant vi at gjennomsnittlig verdiestimat var 1 669 966 og at variansen i verdiestimatet var 23,66%. Vi vil i følgende kapittel se på supplerende verdivurderinger for å ytterligere sammenligne og underbygge vårt verdiestimat.

12. Supplerende verdivurdering

I kapittel 11 har vi utført en fundamental verdivurdering hvor vi har fått et verdiestimat på egenkapitalen til Gyldendal ASA og dermed også et verdiestimat på aksjene i selskapet. Som vi gjennomgikk i kapittel 3 så er det to supplerende metoder for verdivurdering. I dette kapitlet skal vi lage et supplement til den fundamentale verdivurderingen, som var valgt som vår hoved metode. Potensielle verdsettelsesteknikker som kan brukes er opsjonsbasert og komparativ verdivurdering (Damodaran, 2012, s.453). Hovedgrunnen til at vi ønsker et supplement er fordi vi ser i slutten av forrige kapittel at verdiestimatet vårt inneholder en viss grad av usikkerhet. Vi ønsker da å gjennomføre en supplerende verdivurdering som vil kunne gi ytterligere støtte og presisjon til det endelige verdiestimatet på Gyldendal ASA.

Ifølge Kaldestad & Møller (2016, s.264) så vil bruk av opsjonsbasert verdivurdering gi lite verdi i bransjer som er både modne og stabile. De trekker her fram tradisjonelle handelsselskaper som produserer og selger det som kan anses som vanlige forbruksvarer. (Kaldestad & Møller, 2016, s.265). Vi mener at Gyldendal går under denne kategorien i stor grad og konkluderer da med at det er en lite hensiktsmessige metode å bruke på Gyldendal.

Vi står da igjen med en komparativ verdivurdering hvor vi benytter komparative selskaper og beregnede multiplikatorer fra disse selskapene. En multiplikator er et forholdstall som vi beregner med bakgrunn i selskapene sine tall fra resultat, balanse og aksjeprisen. Under komparativ verdivurdering er to forskjellige modeller som kan brukes, *substansverdimodellen* og *multiplikatormodellen*. Ifølge Kaldestad & Møller (2016, s.245) så er substansverdimodellen lite egnet til på verdivurdering av tradisjonelle virksomheter. Dette fordi modellen sannsynligvis vil undervurdere verdiene. Vi kommer til å bruke en forenklet versjon av denne modellen da vi har identifisert betydelig merverdier i enkelte av de identifiserbare eiendelene, spesielt eiendom. Det vi kommer til å bruke som hovedmodellen i den supplerende verdivurderingen er multiplikatormodellen. Siden denne passer best for den typen selskap Gyldendal er og hvilken bransje den opererer i. Det blir da en kombinasjon av substansverdimodellen og multiplikatormodellen, men med hovedvekt på den siste.

12.1 Multiplikatormodellen

I multiplikatormodellen har man en markedsbasert tilnærming hvor man verdsetter selskaper basert på relativ prising av komparative selskaper. Det er både fordeler og ulemper og bruke multipler som verdsettelsesmetode (Kaldestad og Møller, 2016, s. 226). Fordelen er at det er en enkel og lite tidskrevende metode fordi man slipper å lage prognoser langt fram i tid. Den er basert

på markedspriser og den er veldig nyttig som «benchmark» i forhold til kontantstrømbasert verdi (Kaldestad og Møller, 2016, s. 227). Multipler er også mye brukt i praksis, noe som er en fordel. Det er også noen ulemper med bruk av multipler. Første og fremst er det lett å misbruke fordi en verdsetter som ønsker en viss verdi kan velger å utelate selskaper fra den komparative bransjen eller utelate spesifikke multipler som ikke taler til fordel for verdsetteren sitt ønske. Multipler har også veldig kortsiktig da de fleste prognoser som blir publisert ikke går lenger fram i tid enn 3-5 år. Mesteparten av verdi i et selskap ligger i kontantstrømmer lenger fram i tid enn 3-5 år. De siste ulempene er at det er utfordrende å finne sammenlignbare selskaper, og det også vanskelig å kvantifisere individuelle forskjeller mellom selskapene.

$$\text{Verdiestimat} = \text{Komparativ multiplikator} * \text{Skaleringsfaktor}$$

$$\text{Komparativ multiplikator} = \frac{\text{Verdiestimat}}{\text{Skaleringsfaktor}}$$

Formel 12-1 - Beregning av verdi ved komparativ verdsettelse

12.1.1 Komparative selskaper

I dette delkapittelet henviser vi tilbake til delkapittel 2.4 hvor vi presenterte de komparative selskapene. Vi har tidligere benyttet Cappelen Damm, Aschehoug og Forlagshuset Vigmostad & Bjørke som sammenlignbare selskaper i den kvalitative og kvantitative analysen. Disse var fornuftige valg med tanke på størrelse, marked og ellers andre likheter med Gyldendal. Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s.223) bør derimot de komparative selskapene i den komparative verddivurderingen være børsnoterte selskaper. Vi ønsker da å finne så like selskaper som mulig som er børsnoterte. I Norge er det kun Gyldendal av norske forlag som er børsnoterte. Vi må derfor se utover landets grenser. De mest like selskapene vi fant var selskaper som ligger ganske nærme Norge både geografisk, men også i størrelse på markedsverdi og omsetning. Selskapene vi har valgt for dette er selskapene som ble presentert i kapittel 2.4.4. Storytel AB er det første selskapet vi har valgt. De er et svensk selskap som er børsnoterte på NASDAQ i Stockholm og har hovedfokuset sitt på strømming av lydbøker. Det andre selskapet er Bloomsbury Publishing PLC fra Storbritannia. Dette selskapet ligner på Gyldendal i konsernstruktur og omsetning. Det er også fornuftig å ha et selskap utenfor Skandinavia å sammenligne med. Det siste selskapet er Gyldendal A/S fra Danmark. Dette er selskapet som Gyldendal ASA i Norge har navnet sitt fra. Disse ligner også på Gyldendal i størrelse og marked.

12.1.2 Valg av multipler

Før vi skal beregne multiplene så må vi fastsette hvilke multipler som er hensiktsmessige å bruke. Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s.228) så kan man dele inn multipler i tre kategorier; resultat/kontantstrømorienterte multipler, balanseorienterte multipler og ikke-finansielle multipler. Det er fordeler og ulemper med alle de ulike multiplene. Ifølge Knivsflå (2019, F23, s.38) så er det best å bruke selskapsmetoden i komparativ verdivurdering fordi egenkapitalmetoden avhenger av kapitalstruktur. Vi har valgt å bruke disse multiplene; P/B, P/E, EV/Salg og EV/EBIT.

Pris/Bok-multiplikator

Pris/Bok (P/B) er en balanseorientert multiplere som er karakterisert som svært enkel å bruke (Kaldestad og Møller, 2016, s. 233). Den sier oss noe om et selskap sin evne til verdiskapning. Den kan tolkes så enkelt som at visst $P/B > 1$ så anser markedet det slik at selskapet har evne til å skape merverdier på selskapets eiendeler. Det motsatte er tilfellet visst $P/B < 1$. Da forventer investorer at selskapet ødelegger verdier for aksjonærene sine siden markedsværdien av egenkapitalen er lavere enn den bokført egenkapital. En Pris/Bok-verdi under 1 er ofte en indikator på at det foreligger nedskrivingsbehov på selskapets eiendeler. Multiplere har en ulempe med seg også da to omtrent identiske selskaper kan få to helt ulike multiplikatorer fordi de har ulik avskrivningsprofil eller ulik praksis for balanseføring av immaterielle eiendeler (Kaldestad og Møller, 2016, s.234). Pris/Bok-multiplikatoren kan uttrykkes på følgende måte;

$$\frac{EV}{NDK} = \frac{\text{Markedsverdi av netto driftskapital}}{\text{Balanseført netto driftskapital}}$$

Formel 12-2 - Formel for beregning av pris/bok

Pris/Fortjeneste-multiplikator

Pris/Fortjeneste (P/E) en multiplere basert på resultat og kontantstrømstørrelser. Den viser forholdet mellom markedsværdien av netto driftskapital (EV) og selskapet sitt netto driftsresultat (NDR). Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s.228) er denne multiplere blant de mest brukte på grunn av sin enkelhet og evne til å kommunisere ut. Metoden er spesielt godt anvendelig for selskaper som har nådd en stabil vekstfase. Dette passer dermed godt for et selskap som Gyldendal.

Det er både fordeler og ulemper med denne metoden. Vi skal se litt på den største ulempen med metoden slik at man også har et kritisk blikk på metoden når man bruker den. Metoden ignorerer nemlig både risiko og kapitalstruktur. Det tar utgangspunkt i netto driftsresultat som er langt nede i resultatregnskapet. Til lenger ned i resultatregnskapet man kommer til større er sjansen for at man

har med inntekter og kostnader som ikke kan anses som normale, og dermed ikke kan forventes i fremtiden. Den største ulempen derimot kapitalstrukturen som påvirker multippelen. To selskaper som har lik verdi på drift, kan likevel få helt ulike P/E dersom de har ulik gjeldsgrad og finansieringsbetingelser. Dette kan man ifølge Knivsflå (2019, F23, s.40) unngå ved å ta utgangspunkt i selskapskapitalen i stedet for egenkapitalen. En lav P/E kan tyde på at verdien i selskapet er undervurdert siden netto driftsresultat da er stort i forhold til markedsverdien på netto driftskapital. Det motsatte er tilfellet når P/E er høy fordi det kan tyde på at verdien er overvurdert. Pris/Fortjeneste (P/E) kan uttrykkes på følgende måte;

$$\frac{EV}{NDR} = \frac{\text{Markedsverdi av netto driftskapital}}{\text{Netto driftsresultat}}$$

Formel 12-3 - Formel for beregning av pris/fortjeneste

Enterprise Value/Driftsinntekter-multiplikator

Denne multiplikatoren er basert på resultat og kontantstrømbaserte størrelser. Multippelen gir oss mulighet til å sammenligne selskaper som går med underskudd (Kaldestad og Møller, 2016, s. 231). Visst man kjenner til bransjen sin kostnadsstruktur så gir multiplikatoren et innblikk i effektivitet. Multiplikatoren er en svært grov sammenligning siden den implisitt forutsetter lik margin hos selskapene. Dette blir spesielt tydelig visst man forutsetter at fordi to selskapene har lik omsetning så skal de også ha samme verdien. Dette vil kunne være tilfelle visst de har like stor margin på produktene sine, og det er lite sannsynlig at alltid er tilfellet. Spesielt selskaper som selger svært ulike produkter relativt til hverandre vil dette ikke være en god multippel og bør heller brukes som sekundær multippel. For Gyldendal og de komparative selskapene derimot så passer den bedre. EV/Salg kan uttrykkes på følgende måte;

$$\frac{EV}{SALG} = \frac{\text{Markedsverdi av netto driftskapital}}{\text{Driftsinntekter}}$$

Formel 12-4 - Formel for beregning av pris/salg

Enterprise Value/EBIT-multiplikator

Denne multiplikatoren er basert på resultat og kontantstrømstørrelser. Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 231) så er dette mest sannsynlig den mest anvendte multippelen da man slipper en del av ulempene som man har med de andre metodene. Man sammenligner nemlig den underliggende driften i dette tilfellet noe som er det mest ideelle når man skal verdsette et selskap. Det er også mulig å sammenligne selskaper som går med underskudd med denne multippelen. Andre fordeler er at den ser vekk i fra at selskapet kan ha med unormale inntekter og kostnader som er med på å

påvirke multiplene i stor grad. Ulempene er at den ikke tar i betraktning ulik risiko hos selskapene og framtidige investeringsbehov.

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Markedsverdi av netto driftskapital}}{\text{Driftsresultat før renter og skatt}}$$

Formel 12-5 - Formel for beregning Pris/EBITDA

12.2 Beregning av multipler

Til motsetning fra den strategiske regnskapsanalysen i kapittel 5 så har vi ikke justert eller omgruppert balansen til en mer investororientert balansen i den komparative verdivurderingen. Vi har brukt bokførte verdier fra alle selskapene, og det gjelder også Gyldendal. Dette er for å sikre at de er mest mulig sammenlignbare. Vi har tatt utgangspunkt i aksjekursen for 29.11.2019. Den bruker vi til å finne markedsverdien til netto driftskapital. Vi har gjort enkle beregninger av netto driftskapital, netto finansiell gjeld og egenkapital. Disse tilsvarer bokførte verdier.

I tabell 12-1 har vi satt inn aksjekursen fra den valgte datoen på alle selskapene. Alle selskapene sine børskurser er så blitt justert med en valutamultiplikator for å gjøre den om til aksjekursen i Norske kroner (NOK). Utestående aksjer er oppgitt i 1000. Vi får da markedsverdien på egenkapitalen til de ulike selskapene.

	Gyldendal ASA	Storytel AB	Gyldendal DK A/S	Bloomsbury Publishing PLC
Aksjekurs 29.11.19	388	118	390	270
Valutamultiplikator	1,00	0,96	1,36	11,92
Aksjekurs (NOK)	388	114	530	3219
Utestående aksjer (1000)	2 352	56 109	1 020	1 289
Markedsverdi EK (i tusen NOK)	912 669	6 395 219	540 892	4 149 331

Tabell 12-1 - Beregning av markedsverdi

Her har vi satt inn resultatstørrelser fra alle selskapene sine årsrapporter i 2018. Alle er justert for valuta og er oppgitt i NOK. Valutadato er den sammen som dato for børskurs, altså 29.11.2019. Ellers så har vi gjort enkle beregninger av balansestørrelsene nederst.

	Gyldendal ASA	Storytel AB	Gyldendal DK A/S	Bloomsbury Publishing PLC
Resultat				
Driftsinntekter (DI)	2 151 000	2 737 805	1 160 511	1 925 456
Driftsresultat før renter, skatt, avskr. (EBITA)	166 000	-142 474	27 058	137 587
Driftsresultat før skatt (EBIT)	59 000	-137 660	26 786	138 815
Netto driftsresultat (NDR)	44 000	-243 553	21 891	108 129
Balanse				
Egenkapital (EK)	798 054	-125 146	611 053	1 663 812
Netto finansiell gjeld (NFG)	653 175	962 660	410 360	684 633
Netto driftskapital (NDK)	1 451 229	837 514	1 021 413	2 348 445

Tabell 12-2 - Oversikt over komparative selskap og utvalgte regnskapsposter

12.3 Komparativ verdivurdering

12.3.1 Verdiestimat basert på Pris/Bok-multiplikator

I tabell 12-3 så har vi beregnet Pris/Bok-multiplikatoren for de komparative selskapene. Vi ser at den som skiller seg ut er Storytel AB. Her er det en Pris/Bok-multippel på 8,79. Dette indikerer at markedet har store forventninger om framtidige overskudd i selskapet. Gyldendal ligger på en P/B på 1,08 noe som indikerer at det er forventninger om litt overskudd i Gyldendal i framtiden.

P/B-multiplikator	Gyldendal DK				Bloomsbury	Snitt	Median
	Gyldendal ASA	Storytel AB	A/S	Publishing PLC			
Aksjekurs (NOK)	388	114	530	3 219			
NDK	1 451 229	837 514	1 021 413	2 348 445			
NFG	653 175	962 660	410 360	684 633			
Bokførte aksjer	2 352	56 109	1 020	1 289			
Bokført EK	798 054 -	125 146	611 053	1 663 812			
Markedsverdi EK	912 669	6 395 219	540 892	4 149 331			
P/B-multiplikator	1,08	8,79	0,93	2,06	3,21	1,57	

Tabell 12-3 - Pris/bok beregning

Vi har valgt å bruke median som vårt beste estimat på multiplikator for bransjen. Denne viser en P/B på 1,57. Vi ser at ved bruk av denne multippelen så får vi et verdiestimat på Gyldendal på 690 kroner. Dette er veldig nærme det samme verdiestimatet som vi fikk i den fundamentale analysen som var på 672 kroner jf. Kapittel 11.6.

Verdiestimat P/B	Gjennomsnitt	Median
Justert P/B Gyldendal	3,21	1,57
NDK	1 451 229	1 451 229
NFG	653 175	653 175
VEK	4 010 362	1 623 328
Antall aksjer	2 352	2 352
Verdiestimat P/B Gyldendal ASA	1 705	690

Tabell 12-4 - Verdiestimat basert på Pris/Bok

12.3.2 Verdiestimat basert på Pris/Fortjeneste-multiplikator

I tabell 12-5 har vi beregnet P/E-multiplikatoren for de ulike selskapene. Vi ser at de varierer mellom selskapene. Bloomsbury har den høyeste multiplikatoren på hele 44,71. Dette vil si at investorene har stor tro på framtidige overskudd i Bloomsbury. Vi ser at Gyldendal DK A/S har en marginalt dårligere P/E på 43,45. Gyldendal ASA får en P/E på 35,59 noe som indikerer at markedet har tro på framtidig vekst for selskapet. Storytel AB ser vi har en svært negativ P/E. Når P/E er negativ så er «Earnings per share» (EPS) også negativ. Vanligvis vil man tolke en negativ P/E som et rødt flagg. Det trenger det nødvendigvis ikke være, og det kan være flere grunner til

det. Det første man bør gjøre er sammenligne P/E med historisk P/E. Er det et mønster i en lengre periode at selskapet har negativ P/E så det er det bekymringsverdig fra investors ståsted. Man bør i tillegg sammenligne P/E med andre sammenlignbare selskaper. Vi ser her at Storytel AB gjør det relativt dårlig til de andre selskapene. Det kan derimot være enkle forklaringer på dårlig P/E. Det kan være at selskapet fra et år til et annet har endret regnskapsprinsipper noe som kan ha slått ut i resultat. Det kan også være veldig ulike avskrivningsprofiler eller eventuelle nedskrivninger. Vi har valgt å ikke vektlegge Storytel AB sin multiplikator i beregningen fordi den er så voldsomt forskjellig fra de andre selskapene. Vi velger derfor å overstyre denne i verddivurderingen og tillegger denne ingen vekt. De andre selskapene med forholdsvis lik P/E har vi valgt å vekte med 33% på hvert selskap.

P/E-multiplikator			Gyldendal DK	Bloomsbury	Snitt	Median	Vektet
	Gyldendal ASA	Storytel AB	A/S	Publishing PLC			
vektning	33,33 %	0,00 %	33,33 %	33,33 %			
Markedsverdi EK	912 669	6 395 219	540 892	4 149 331			
NFG	653 175	962 660	410 360	684 633			
NDR	44 000	-243 553	21 891	108 129			
P/E-multiplikator	35,59	-30,21	43,45	44,71	23,38	39,52	41,24

Tabell 12-5 - Beregning P/E

I tabell 12-6 så har vi beregnet tre ulike verdierestimat per aksje i Gyldendal basert på P/E. Gjennomsnittsestimatet gir en aksjepris på 437 kroner som er det laveste estimatet. Storytel trekker nok ned snittet. Median multiplikator gir en estimert aksjepris på 739 kroner. Vi velger å derimot å bruke det estimerte verdierestimatet som er basert på vektete multiplikatorer. Her valgte vi å overstyre «uteliggeren» på P/E til Storytel. Med 33% vektning på de andre tre selskapene så får vi et verdierestimat basert på P/E på 637 kroner. Dette er heller ikke langt unna verdierestimatet på 672 kroner som vi kom frem til i kapittel 11 under den fundamentale verdsettelsen.

Verdierestimat P/E	Gjennomsnitt	Median	Vektet
P/E-multiplikator	23,38	39,52	41,24
NDR	44 000	44 000	44 000
EK-verdi	1 028 894	1 738 897	1 814 766
Antall aksjer	2 352	2 352	2 352
Verdierestimat per aksje P/E	437	739	772

Tabell 12-6 - Verdierestimat basert på Pris/Fortjeneste

12.3.3 Verdierestimat basert på EV/EBIT-multiplikator

I tabell 12-7 så har vi beregnet EV/EBIT-multiplikatorer for selskapene. Det første vi legger merke til er veldig stor variasjon i estimatene. Vi vet fra teorien at en høy multiplikator indikerer en overvurdering av selskapet, mens en svært lav multiplikator indikere. Her ser vi at selskapene

legger seg i hver sin ende av skalaen. Storytel AB har en veldig negativ EV/EBIT. De andre selskapene har en veldig positiv EV/EBIT der Gyldendal DK A/S utpreger seg spesielt med hele 62,33 i multiplikator. Gyldendal ASA har en EV/EBIT på 26,54. Vi har også her valgt å bruke et vektet snitt for å få fornuftige tall. Vi velger å bruke samme vekting som i beregningen i kapittel 12.3.2. Vi får da en vektet multiplikator på 37,01 som vi skal bruke videre i beregningen av verdiestimat per aksje for Gyldendal.

EV/EBIT-multiplikator	Gyldendal ASA	Storytel AB	Gyldendal DK A/S	Bloomsbury Publishing PLC	Vektet snitt
vekting	40,00 %	0,00 %	20,00 %	40,00 %	
Markedsverdi EK	912 669	6 395 219	540 892	4 149 331	
Netto finansiell gjeld	653 175	962 660	410 360	684 633	
Minoritetsinteresser			718 241		
Enterprise value	1 565 844	7 357 879	1 669 493	4 833 964	
EBIT	59 000	-137 660	26 786	138 815	
EV/EBIT-multiplikator	26,54	-53,45	62,33	34,82	37,01

Tabell 12-7 - Beregning av EV/EBIT

I tabell 12-8 så har vi beregnet verdiestimatet per aksje for Gyldendal. Vi får et estimat på 651kr. Dette er også veldig likt med verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11. Så langt så støtter den komparative verdivurdering opp under verdiestimatet fra kapittel 11.

Verdiestimat EV/EBIT	Vektet snitt
EV/EBIT-multiplikator	37,01
EBIT	59 000
Netto finansiell gjeld	653 175
Minoritetsinteresser	0
EK verdi	1 530 440
Antall aksjer	2 352
Verdiestimat per aksje EV/EBIT	651

Tabell 12-8 - Verdiestimat basert på EV/EBIT

12.3.4 Verdiestimat basert på EV/Salg-multiplikator

Den siste multiplikatoren som skal beregnes er EV/Salg. I tabell 12-9 har vi beregnet den for de ulike selskapene. Som vi vet fra kapittel 12.1.2 så er dette en nyttig multiplikkertanke på at en hensyntar finansieringen. Vi ser dermed at Storytel AB kommer bedre ut enn ved de tidligere beregningene. Storytel AB og Bloomsbury har betydelig høyere multiplikator enn Gyldendal i Norge og Danmark. Vi får en median multiplikator på 1,67 som vi kommer til å bruke beregningen av verdiestimatet.

Multiplikator EV/Salg			Gyldendal DK	Bloomsbury	Snitt	Median
	Gyldendal ASA	Storytel AB	A/S	Publishing PLC		
Markedsverdi EK	1 565 844	7 357 879	951 252	4 833 964		
Netto finansiell gjeld	653 175	962 660	410 360	684 633		
EV	2 219 019	8 320 539	1 361 612	5 518 596		
Salg eller DI	2 151 000	2 737 805	1 160 511	1 925 456		
Multiplikator EV/Salg	0,73	2,69	0,82	2,51	1,69	1,67

Tabell 12-9 - Beregning EV/SALG

I tabell 12-10 så har vi beregnet verdierestimatet til Gyldendal basert på EV/Salg. Dette er det desidert høyeste estimatet vi har fått så langt på 1 245 kroner. Som vi vet er denne multiplikaen en svært grov sammenligning og bør helst bare brukes som en sekundær multiplika. Det var stor forskjell på multiplikatorene som også gjør at vi bør tolke estimatet med en klype salt. Grunnen til det er at vi ikke kjenner til kostnadsstrukturen og marginene til de ulike selskapene. Hadde vi visst dette så hadde vi hatt et mer helhetlig bilde. Siden dette er tilfelle så velger vi å ikke vektlegge denne multiplikatoren i den endelige vurderingen i delkapittel 12.4

Verdiestimat EV/Salg	Median
DI	2 151 000
Snitt multiplikator	1,67
EV	3 581 673
Netto finansiell gjeld	653 175
Verdi egenkapital	2 928 498
Antall aksjer	2 352
Verdiestimat EV/Salg	1245

Tabell 12-10 - Verdiestimat basert på EV/SALG

12.4 Oppsummering av komparativ verddivurdering

I den komparative verddivurderingen har vi benyttet fire forskjellige multiplikatorer. Alle multiplikatorene har gitt ulike estimater. Dette taler for at komparativ verddivurdering kan være upresist selv om det er enkle verdsettelsesmetoder. Vi bør derfor ta verdierestimatene med en liten klype salt og være kritisk til resultatet vi får.

Tabell 12-11 viser at det gjennomsnittlige verdierestimatet fra de ulike multiplikatorene er **704 kroner** per aksje i Gyldendal ASA. Dette er 4,7% høyere enn verdierestimatet fra den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11 hvor vi fikk 672 kroner per aksje. Vi har markert multiplikatoren til EV/Salg i rødt for å illustrere at denne ikke blir vektlagt i den totale vurderingen på grunn av at den skiller seg veldig fra de andre multiplikatorene. Ved beregning av det ferdige verdierestimatet i kapittel 13.1 så kommer vi til å tillegge den komparative verddivurderingen med skjønnsmessige

10%. Bakgrunnen for dette er *variasjonen* i verdiestimatene og at de er basert på veldig enkle forutsetninger.

Metode	Verdiestimat
P/B justert	690
P/E justert	772
EV/EBIT	651
EV/Salg	1245
Gjennomsnittlig verdiestimat	704

Tabell 12-11 - Oppsummering og sammenstilling av komparativ verdivurdering

13. Konklusjon

13.1 Oppsummering

I denne masterutredningen har målet vært å estimere verdien av egenkapitalen i Gyldendal ASA. Hovedteknikken har vært fundamental verdsettelse. Vi har også gjennomført en komparativ verdsettelse hvor vi brukte multiplikatormodellen som en supplerende metode.

Vi startet med presentasjon av fakta om bokbransjen og Gyldendal ASA. Deretter gikk vi gjennom sentrale makroforhold som skulle bli sentrale i den kvalitative analysen. Etter presentasjon av fakta gikk vi systematisk gjennom ulike verdsettelsesteknikker hvor vi konkluderte med fundamental verdsettelse som hovedteknikk og komparativ verdsettelse som supplerende metode. Deretter gjennomførte vi den kvalitative analysen i kapittel 4 med en bransjeorientert og selskapsorientert analyse for å identifisere eventuelle faktorer som kan gi opphav til strategisk fordel. Videre så ble den strategiske fordelen kvantifisert gjennom utarbeiding av omgruppert og justert resultatregnskap og balanse. Deretter gjennomførte vi kredittrisiko- og lønnsomhetsanalyse. Funnene her ble analysert og oppsummert i kapittel 8 hvor vi fikk et kvantitativt resultat på den strategiske fordelen. *Denne viste at Gyldendal ASA hadde en strategisk fordel gjennom analyseperioden.* Innsikten fra den kvalitative og kvantitative analysen danner grunnlaget for utarbeidelse av fremtidsregnskap og fremtidskrav.

Etter utarbeidelse av fremtidsregnskap og fremtidskrav så ble fremtidige budsjetterte kontantstrømmer neddiskontert med tilhørende krav. Dette gir et fundamentalt verdiestimat på 672,25 kroner per aksje den 31.12.2018. Dette gir et Pris/Bok-forhold på 1,98. En P/B på over 1 er med på bygge opp under vår antakelse om at Gyldendal har ressurser som kan gi opphav til fremtidig strategisk fordel. I den kvantitative analysen fant vi at de hadde en historisk strategisk fordel på 1,46% i analyseperioden. Dette fordelte seg på en bransjefordel og en ressursfordel. Bransjefordelen fra drift var *liten/moderat* på 2,66%, mens ressursfordelen fra drift var *marginalt under 0* og lå på -0,84%. Kildene til bransjefordelen og ressursulempen gikk vi gjennom i den kvalitative analysen i kapittel 4.

I den eksterne bransjeorienterte analysen så vi først og fremst at det er en del politiske virkemidler som blir brukt i bokbransjen. Disse er viktige både for lønnsomheten til selskapene, men viktigst av alt så handler det om å nå litteraturpolitiske mål satt av Kulturdepartementet. De viktigste faktorene er merverdiavgiftsfritaket og bokavtalen. Merverdiavgiftsfritaket er den største subsidieringen av norske bokbransjen. Bransjefordelen er moderat i analyseperioden, men er stor nok til å være opphavet til all den strategiske fordelen til Gyldendal. Dette er også til en viss grad

barrierer konkurransemessig som vi avdekket gjennom Porter-analysen. Disse forventer vi vil bli mindre og at konkurransen i framtiden vil øke. Vi forventer derfor en *liten* framtidig bransjefordel.

I den interne analysen avdekker vi at Gyldendal har en god del interne ressurser. Vi kan trekke fram butikklokaler, portefølje av gamle utgivelser og digitale verktøy. Vi forventet en ressursfordel på null, altså ingen fordel. Den kvantitative analysen avdekket en marginal ulempe på -0,84%. Det tyder første og fremst på at Gyldendal ikke forvalter ressursene så godt som de burde. Vi diskuterte videre resultatene i kapittel 8 og legger vekt på at Gyldendal er mer eksponert mot bokhandel enn sine konkurrenter. Altså at en større andel av konsernet sine totale inntekter er inntekter fra bokhandel som har en betydelig dårligere margin enn forlagsvirksomheten. Når det kommer til framtiden så mener vi at det fortrinnet Gyldendal kan ha innenfor digitale verktøy som Gyldendal Rettsdata, kan gi opphav til en *stor framtidig strategiske fordel*. Gyldendal har en meget sterk vekst innenfor abonnementer til sine digitale verktøy og vi mener at dette vil ha potensiale til å gi ressursfordeler som er varig da deres posisjon er sterk og forsvarbar. Vi mener derfor at Gyldendal kommer til å ha en *stor ressursfordel* i framtiden hovedsakelig på grunn av økte marginer og abonnementsvekst på digitale verktøy.

Vi har som nevnt kommet frem til et verdiestimat basert på den fundamentale verdsettelsen. Simuleringen i Crystal Ball viste en variasjonskoeffisient på 23,66% noe som viser at det foreligger betydelig usikkerhet rundt estimatet vårt. Vi avdekket at verdiestimatet vårt er mest sensitivt for illikviditetspremie og egenkapitalbeta. På grunn av usikkerheten har vi også gjennomført en komparativ verdivurdering som supplerende verdivurdering. Denne verdsettelsen inneholder også en del usikkerhet og vi anser denne verdivurdering som mindre presis og treffende enn den fundamentale. Vi velger derfor å kun vektlegge den med 10% i det kombinerte verdiestimatet.

$$\text{Kombinert verdiestimat} = 672 * \frac{9}{10} + 704 * \frac{1}{10} = 675$$

Formel 13-1 - Beregning av endelig verdiestimat 31.12.2018

Vårt kombinerte verdiestimat fra den fundamentale og komparative verdsettelsen på Gyldendal er på **1 587 MNOK**. Dette gir en Pris/Bok-forhold på 1,98 og en pris per aksje på **675 kroner**.

Vi ønsker også å framskrive verdiestimatet i tid. Verdiestimatet ovenfor er med utgangspunkt i 31.12.2018. Vi ønsker derimot verdiestimat for 31.12.2019. Vi velger derfor å framskrive verdiestimatet ett år frem i tid.. Vi bruker metoden presentert av Knivsflå (2019, F18, s.82):

$$VEK_{19} = (1 + ekk_{18}) * VEK_{18} - NBU_{19} = (1 + 0,0652) * 1,587 - 16 = 1,674,5 \text{ MNOK}$$

$$\text{Endelig verdiestimat 31.12.19} = \frac{VEK_{19}}{\text{Antall aksjer}} = \frac{1\,574\,343\,600}{2\,352\,240} = 712 \text{ kr}$$

Endelig verdiestimat 31. 12. 2019 = 712 kroner

Formel 13-2 - Beregning endelig verdiestimat 31.12.2019

13.2 Handelsstrategi

Basert på vårt endelige verdiestimat for 31.12.2019 så kan vi nå utlede en handelsstrategi for Gyldendal-aksjen. Sensitivitetsanalysen i Crystall Ball visste en usikkerhet i verdiestimatet på ca. 23,66%. Det gjør at vi kommer til å utlede vår handelsstrategi basert på denne usikkerheten. Det blir altså et avvik på +/- 24 på det ferdige verdiestimatet på 712 kroner. Dette gir intervallet [541 , 883]. Vi anbefaler derfor en *hold-anbefaling* visst aksjekursen ligger innenfor intervallet som er beregnet. Vi anbefaler *kjøp* hvis aksjekursen er under 541 kroner, og *selg* visst kursen er over 883 kroner. Siste kjente aksjekurs er fra 18.12.19 og ligger på 420 kroner. Det betyr at vi anbefaler å **kjøre** Gyldendal-aksjen. Det betydelige avviket fra dagens aksjekurs har vi vist at kan skyldes illikviditeten i aksjen og dermed burde illikviditetspremie vært høyere. Videre har vi trolig større tro på Gyldendals fordeler ved overgangen til det digitale.

14. Referanser

Bøker og trykte kilder

Barney, J., 2014. *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*. Essex: Pearson Education.

Colbjørnsen, T. (2015a): *Store og små aktørers tilnærming til digitalisering i den norske bokbransjen*. Praktisk økonomi & finans vol 31 (2).

Damodaran, Aswath. 2012. *Investment Valuation*. 3. utg. New Jersey, USA: John Wiley & Sons.

Hill, Charles W. L. & Jones, Gareth R. 2010. *Strategic Management Theory: An integrated approach*. 9 th edition. Mason, USA: South-Western Cengage Learning.

Ibenholt, K. (2017): *Virkemidler for næringsutvikling I Bokbransjen*. Elverum: Kunnskapsverket.

Jakobsen, E. W. & Lien, L. B., 2001. *Ekspansjon - Strategi for forretningsutvikling*. Oslo: Gyldendal.

Kaldestad, Yngve og Møller, Bjarne. 2016. *Verdivurdering*. 2. utg. Bergen, Norge: Fagbokforlaget.

Kinserdal, F., Petersen, C. & Plenborg, T. 2016. *Financial Statement Analysis*. 1. utg. Bergen, Norge: Fagbokforlaget AS.

Oslo Economics (2014): *Konsekvensanalyse av ulike merverdiavgiftsscenarioer for bøker*. OE-rapport 2014. Oslo.

Palepu, K. G., Healy, P. M. & Peek, E., 2013. *Business Analysis and Valuation - IFRS Edition 1*. Hampshire: Cengage Learning.

Penman, Stephen H. 2013. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 5. utg. New York, USA: McGraw-Hill.

Petersen, Christian, Plenborg, Thomas og Kinserdal, Finn. 2017. *Financial Statement Analysis*. Bergen, Norge: Fagbokforlaget.

Porter, M. E., 1979. *How Competitive Forces Shape Strategy*. Harvard Business Review 57, 2. Utgave.

Porter, M. E., 1998. *The competitive advantage of nations: with a new introduction*. New York: Macmillan Business.

Roos, G., von Krogh, G., Roos, J. (2002) *Innføring i Strategi*, 3. utgave, Fagbokforlaget AS, Bergen

Slaatta, T., & Rønning, H. (2012). *Størrelse, strukturer og styrkeforhold i norsk forlagsbransje*. Oslo.

Års og kvartalsrapporter

Aschehoug AS. 2013. *Årsrapport 2012*.

Aschehoug AS. 2014. *Årsrapport 2013*.

Aschehoug AS. 2015. *Årsrapport 2014*.

Aschehoug AS. 2016. *Årsrapport 2015*.

Aschehoug AS. 2017. *Årsrapport 2016*.

Aschehoug AS. 2018. *Årsrapport 2017*.

Aschehoug AS. 2019. *Årsrapport 2018*.

Cappelen Damm AS. 2013. *Årsrapport 2012*.

Cappelen Damm AS. 2014. *Årsrapport 2013*.

Cappelen Damm AS. 2015. *Årsrapport 2014*.

Cappelen Damm AS. 2016. *Årsrapport 2015*.

Cappelen Damm AS. 2017. *Årsrapport 2016*.

Cappelen Damm AS. 2018. *Årsrapport 2017*.

Cappelen Damm AS. 2019. *Årsrapport 2018*.

Gyldendal ASA. 2013. *Årsrapport 2012*.

Gyldendal ASA. 2014. *Årsrapport 2013*.

Gyldendal ASA. 2015. *Årsrapport 2014*.

Gyldendal ASA. 2016. *Årsrapport 2015*.

Gyldendal ASA. 2017. *Årsrapport 2016*.

Gyldendal ASA. 2018. *Årsrapport 2017*.

Gyldendal ASA. 2019. *Årsrapport 2018*.

Gyldendal ASA. 2019. *Halvårsrapport 2019*.

Forlagshuset Vigmostad & Bjørke AS. 2013. *Årsrapport 2012*.

Forlagshuset Vigmostad & Bjørke AS. 2014. *Årsrapport 2013*.

Forlagshuset Vigmostad & Bjørke AS. 2015. *Årsrapport 2014*.

Forlagshuset Vigmostad & Bjørke AS. 2016. *Årsrapport 2015*.

Forlagshuset Vigmostad & Bjørke AS. 2017. *Årsrapport 2016*.

Forlagshuset Vigmostad & Bjørke AS. 2018. *Årsrapport 2017*.

Forlagshuset Vigmostad & Bjørke AS. 2019. *Årsrapport 2018*.

Internettbaserte kilde

Andersen, H. (2012, 20.10). *Innkjøpsordningene for litteratur*. Kulturrådet. Hentet fra:

<https://www.kulturradet.no/innkjopsordningene>. Sist avlest: 24.09.19

Aune, O. (2019, 13.10). *Skrivemaskinen*. NRK. Hentet fra:

<https://www.nrk.no/kultur/xl/skrivemaskinen-1.14732278>. Sist avlest: 15.10.19

Barne-, ungdoms- og familiedirektoratet. (2015, 14.04) *Barn og unges tidsbruk på fritida*. Hentet

fra:https://www.bufdir.no/Statistikk_og_analyse/Oppvekst/Fritid/Barn_og_unges_tidsbruk_pa_fritiden/. Sist avlest: 15.09.19

Biblioteksentralen (2019). *Om oss*. Hentet fra:

<https://www.bibsent.no/Om%20Biblioteksentralen.aspx>. Sist avlest: 04.12.19

Dfly.no (2019). *Tanum valgt som bokhandel på «nye Oslo Lufthavn»*. Hentet fra:

<https://www.dfly.no/tanum-valgt-som-bokhandel-pa-nye-oslo-lufthavn/>. Sist avlest: 20.10.19

Den Norske Forleggerforeningen. (2019). *Bokgruppene*. Hentet fra:

<https://forleggerforeningen.no/bokgruppene/>. Sist avlest: 20.10.19

Den Norske forleggerforeningen. (2019). *Bokavtalen og fastpris*. Hentet fra:

<https://forleggerforeningen.no/vi-mener/rammebetingelser/bokavtalen/>. Sist avlest: 20.10.19

Den Norske Kulturrådet. (2018, 08.03). *Økonomi og budsjettfordeling*. Hentet fra:

<https://www.kulturradet.no/norsk-kulturfond/vis-artikkel/-/budsjett-norsk-kulturfond>. Sist avlest: 02.10.19

DnB. (2019) *Markedsrapport for næringsseiendom i Oslo*. Hentet fra:

<https://www.dnbnaringsmegling.no/no/markedsrapport/oslo/>. Sist avlest:20.09.19

Egge-Hoveid, K. (2012, 01.02). *Tidsbruksundersøkelsen*. Statistisk sentralbyrå. Hentet fra:

<https://www.ssb.no/kultur-og-fritid/statistikker/tidsbruk>. Sist avlest: 07.09.19

Forleggerforeningen (2019). *Salgsoversikt for oktober 2019*. Hentet fra:

<https://forleggerforeningen.no/wp-content/uploads/2019/11/Salgsrapport-2019-10-31.pdf>. Sist avlest: 06.12.19

Gjærde, M. (2012, 04.10). *Over smertegrensen for småforlag*. Dagsavisen. Hentet fra:

<https://www.dagsavisen.no/kultur/over-smertegrensen-for-smaforlag-1.463829>. Sist avlest: 13.09.19

Gyldendal Norsk Forlag. (2018). *Gyldendal tenker miljø*. Hentet fra:

<https://www.gyldendal.no/Om-Gyldendal/Miljoe>. Sist avlest: 18.09.19

- Jacobsen, N.K. (2018). *Gyldendals historie*. Gyldendal.no. Hentet fra: <https://www.gyldendal.no/Om-Gyldendal/Gyldendals-historie>. Sist avlest: 04.09.19
- Handelshøyskolen BI. (2019). *Ipad-eksperimentet*. Hentet fra: <https://www.bi.no/forskning/business-review/articles/2019/02/ipad-eksperimentet/?fbclid=IwAR2ZXpKt9Swx2Nn7RrOMG2yYVfPLXaNw6-sDzChnpv-cmHU4afveHZ9eOP8>. Sist avlest: 15.11.19
- Hoff, E. (2017, 23.08). *Forskningsrapport indikerer trøbbel for forlagsgigantene*. Boldbooks. Hentet fra: <https://boldbooks.no/ny-forskning-om-bokbransjen/>. Sist avlest: 28.10.19
- Hoff, E. (2017, 23.08). *Fremtidige endringer kan bli mer gjennomgripende og i større grad påvirke verdikjeden i bransjen*. Kunnskapsverket Nasjonalt senter for kulturelle næringer. Hentet fra: <https://kunnskapsverket.org/nyheter/ny-forskning-om-bokbransjen-endringene-kan-bli-smertefulle>. Sist avlest: 23.10.19
- Lundjan, A. C. (2011). *Norske bøker trykkes ute*. Hentet fra: <http://www.aftenposten.no/kultur/litteratur/Norske-boker-trykkes-ute-5569163.html>. Sist avlest: 27.09.19
- Miljødirektoratet. (2019). *Miljøstatus*. Hentet fra: <https://miljostatus.miljodirektoratet.no/tema/klima/norske-utslipp-av-klimagasser/klimagassutslipp-fra-transport/>. Sist avlest: 03.11.19
- Nasjonal Digital Læringsarena (NDLA). 2019. *NDLA-G sikrer læremidler til alle grunnskoler*. Hentet fra: <https://om.ndla.no/2016/11/21/ndla-g-sikrer-laeremidler-skoler/>. Sist avlest: 23.10.19
- Nasjonal Digital Læringsarena (NDLA). 2019. *Ofte stilte spørsmål*. Hentet fra: <https://om.ndla.no/ofte-stilte-sporsmal/>. Sist avlest: 21.10.19
- Neraal, A. (2018, 18.10). *De store runder 80 prosent*. Bok365. Hentet fra: <https://bok365.no/artikkel/de-store-runder-80-prosent/>. Sist avlest: 01.11.19
- Neraal, A. og Kvalshaug, V. (2019, 05.07). *Kutter strømme- og e-bokpris*. Bok365. Hentet fra: <https://bok365.no/artikkel/kutter-stromme-og-e-bokpris/>. Sist avlest: 03.11.19
- Proff.no (2019). *Resultatregnskap for Cappelen Damm*. Hentet fra: <https://www.proff.no/roller/cappelen-damm-holding-as/oslo/forlag/IGE498P00FH/>. Sist avlest: 25.08.19
- PWC. (2018, 01.01). *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet fra: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/PwC-risikopremie-2018.pdf>. Sist avlest: 19.10.11

- Rettsdata. (2019). *Samarbeidspartnere*. Hentet fra: <https://www.rettsdata.no/samarbeidspartnere/>. Sist avlest: 12.12.2019.
- Skaug, O.M. (2017, 02.06). *Gyldendals ARK kjøper et tyvetalls Notabene-butikker*. E24.no. Hentet fra: <https://aksjelive.e24.no/gyldendals-ark-kjoper-et-tyvetalls-notabene-butikker/1496430280944>. Sist avlest: 06.12.19
- Solli, M. (2019, 07.06). *Harry Hole-feber: Jo Nesbø tjener ni millioner på førsteopplaget av Kniv*. Nettavisen. Hentet fra: <https://www.nettavisen.no/okonomi/harry-hole-feber-jo-nesbo-tjener-ni-millioener-pa-forsteopplaget-av-kniv/3423694913.html>. Sist avlest: 04.10.19
- Statistisk sentralbyrå (2019). *Fakta om Norsk økonomi*. Hentet fra: <https://www.ssb.no/nasjonaltregnskap-og-konjunkturer/faktaside/norsk-okonomi>. Sist avlest: 09.11.19
- Stensland, M. (2019, 27.03). *Omsetningen i bokbransjen fortsetter å synke*. Journalen. Hentet fra <https://journalen.oslomet.no/2019/03/boksalget-fortsetter-synke-e-boker-og-strommetjenester-overtar>. Sist avlest: 09.11.19
- Strøm, F. (2008, 8.12). *Flere tar del i inntektsveksten*. Statistisk sentralbyrå. Hentet fra: <https://www.ssb.no/inntekt-og-forbruk/artikler-og-publikasjoner/flere-tar-del-i-inntektsveksten>. Sist avlest: 16.09.19
- Sørgard, L. (2018, 01.05). *Bør bokbransjens unntak fra konkurransereglene videreføres*. Konkurransetilsynet. Hentet fra: <https://konkurransetilsynet.no/bor-bokbransjens-unntak-fra-konkurransereglene-viderefores/>. Sist avlest: 21.09.19
- Vaage, Odd Frank. 2011. *Tidene skifter*. Oslo Statistisk Sentralbyrå. <https://www.ssb.no/a/publikasjoner/pdf/sa125/sa125.pdf>. Sist avlest: 20.09.19
- Vinje, I. S-Å. (2018, 14.03). *NDLA på dypt vann*. NRK. Hentet fra: <https://www.nrk.no/ytring/ndla-pa-dypt-vann-1.13959204>. Sist avlest: 25.08.19
- With, M. L. (2017, 25.07) *Slik har vi det – Livskvalitet og levekår*. Statistisk sentralbyrå. Hentet fra: <https://www.ssb.no/sosiale-forhold-og-kriminalitet/artikler-og-publikasjoner/fritid>. Sist avlest: 16.09.19
- Ørstavik, H. (2014): *Mot digitalt stopp for bokbransjen*. Aftenposten 30.08.2014: <https://www.aftenposten.no/kultur/Mot-digitalt-stopp-for-bokbransjen-80771b.html>. Sist avlest: 05.09.19

Presentasjoner og forelesinger

Knivsflå, Kjell Henry. 2018, F1. *Rekneskapsanalyse og verdivurdering.*

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesing 1.

Knivsflå, Kjell Henry. 2018, F2. *Strategi, regnskap og verdi.*

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesing 2.

Knivsflå, Kjell Henry. 2018, F3. *Rekneskapsanalyse – Rammeverk og Trailing.*

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesing 3.

Knivsflå, Kjell Henry. 2018, F4. *Omgruppering for analyse.*

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesing 4.

Knivsflå, Kjell Henry. 2018, F5. *Omgruppering – Balanse og Kontantstrøm.*

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesing 5.

Knivsflå, Kjell Henry. 2018, F6. *Rekneskapsbasert måling og målefeil.*

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesing 6.

Knivsflå, Kjell Henry. 2018, F7. *Målefeil.*

Norges

Handelshøyskole, BUS440, forelesing 7.

Knivsflå, Kjell Henry. 2018, F8. *Justering av målefeil.*

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesing 8.

Knivsflå, Kjell Henry. 2018, F9. *Kredittvurdering.*

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesing 9.

Knivsflå, Kjell Henry. 2018, F10. *Avkastningskrav = Målestokk for rentabilitet.*

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesing 10.

Knivsflå, Kjell Henry. 2018, F11. *Strategisk rentabilitetsanalyse.*

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesing 11.

Knivsflå, Kjell Henry. 2018, F12. *Strategisk driftsanalyse.*

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesing 12.

Knivsflå, Kjell Henry. 2018, F14. *Fremtidsrekneskap.*

Norges

Handelshøyskole, BUS440, forelesing 14.

Knivsflå, Kjell Henry. 2018, F15. *Fremtidsregnskap – andre budsjettdriverarar.*

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesing 15.

Knivsflå, Kjell Henry. 2018, F16. *Framtidskrav og strategisk rentabilitetsanalyse.*

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesing 16.

Knivsflå, Kjell Henry. 2018, F17. *Fundamental verdivurdering – EK-metoden.*

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesing 17.

Knivsflå, Kjell Henry. 2018, F18. *SK-metoden og verdikonvergens.*

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesing 18.

Knivsflå, Kjell Henry. 2018, F19. *Uvisse i verdiestimatet.*

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesing 19.

Knivsflå, Kjell Henry. 2018, F20. *Emne i fundamental verdivurdering.*

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesing 20.

Knivsflå, Kjell Henry. 2018, F23. *Komparativ verdivurdering.*

Norges Handelshøyskole, BUS440, forelesing 20.

14.1 Formelliste

Formel 3-1 - Fri kontantstrøm metode	37
Formel 3-2 - Substansverdimodellen	38
Formel 3-3 - Opsjonsbasert verdsettelse modell	39
Formel 4-1 - Strategisk fordel	43
Formel 4-2 - Dekomponering strategisk fordel	43
Formel 5-1 - Formel for trailing basert på kvartalstall	80
Formel 5-2 - Formel for beregning av driftsskattesats	81
Formel 5-3 - Formel for dekomponering av skattekostnad	81
Formel 5-4 - Formel for beregning av fullstendig netto resultat	82
Formel 5-5 - Formel for beregning av driftsskattesats	84
Formel 5-6 - Formel for beregning av målefeil	90
Formel 5-7 - Formel for beregning av kapitaliseringsfaktor	92
Formel 5-8 - Formel for beregning av kapitaliseringsfaktor	93
Formel 5-9 - Beregning av leierett	93
Formel 6-1 - Formel for beregning av likviditetsgrad 1	99
Formel 6-2 - Formel for beregning av likviditetsgrad 2	101
Formel 6-3- Formel for beregning av rentedekningsgrad	102
Formel 6-4 - Formel for beregning av finansiell gjeldsdekningsgrad	103
Formel 6-5 - Formel for beregning av egenkapitalprosent	105
Formel 6-6 - Formel for beregning av netto driftsrentabilitet	107
Formel 7-1 - Formel for beregning av WACC	111
Formel 7-2 - Formel for beregning av egenkapitalkrav	112
Formel 7-3 - Formel for beregning av risikopremie	113
Formel 7-4 - Formel for egenkapitalbeta	114
Formel 7-5 - Formel for justert egenkapitalbeta	115
Formel 7-6 - Formel for netto driftsbeta	116
Formel 7-7 - Formel for beregning av egenkapitalkrav	117
Formel 7-8 – Formel for beregning av netto finansielt gjeldskrav	118
Formel 7-9 - Formel for beregning av krav til finansiell gjeld	118
Formel 7-10 - Formel for beregning av finansiell gjeldsbeta	119
Formel 7-11 - Formler for beregning av finansielt eiendelskrav	120
Formel 7-12 - Formel for beregning av finansiell eiendelsbeta	121
Formel 7-13 - Formel for beregning av netto finansielt gjeldskrav	121

Formel 7-14 - Formel for beregning av netto driftskrav	122
Formel 7-15 - Formel for beregning av krav til sysselsatt kapital	123
Formel 8-1 - Formel for beregning av rentabilitet	124
Formel 8-2 - Formel for beregning av etterskuddsrentabilitet	124
Formel 8-3 - Formel for beregning av egenkapitalrentabilitet.....	125
Formel 8-4 - Formel for dekomponering av strategisk fordel	126
Formel 8-5 - Formel for beregning av driftsfordel.....	130
Formel 8-6 - Formel for beregning av ren driftsfordel	130
Formel 8-7- Formel for beregning av netto driftsrentabilitet.....	132
Formel 8-8- Formel for beregning av netto driftsmargin.....	132
Formel 8-9- Formel for beregning av omløpsfordel	137
Formel 8-10 - Formel for beregning av gearingfordel drift	138
Formel 8-11 - Formel for beregning av finansieringsfordel	140
Formel 8-12 - Finansieringsfordel finansiell gjeld.....	140
Formel 8-13 - Formel for finansieringsfordel finansielle eiendeler	142
Formel 8-14- Formel for beregning av finansieringsfordel netto finansiell gjeld	143
Formel 9-1 - Formel for egenkapitalvekst	150
Formel 9-2 - Formel for beregning av egenkapitalvekst.....	151
Formel 9-3 - Beregning av driftsinntektsvekst for 2019	156
Formel 9-4 - Formel for beregning av netto driftseiendeler	157
Formel 9-5 - Beregning av omløpet til netto driftseiendeler.....	158
Formel 9-6 - Formel for netto driftsresultat	159
Formel 9-7 - Formel for beregning av finansiell gjeld.....	160
Formel 9-8- Formel for beregning av finansielle eiendeler	161
Formel 9-9 - Formel for beregning av netto finansinntekt.....	162
Formel 10-1 - Formel for beregning av normalrente	166
Formel 11-1 - Formel for beregning av egenkapitalverdi ved bruk av FKE	176
Formel 11-2 - Formel for beregning av EK-verdi ved bruk av NBU	177
Formel 11-3 - Formel for beregning av EK-verdi ved bruk av SPE.....	177
Formel 11-4 - Formel for beregning av EK-verdi ved bruk av endring i superprofittvekst ..	178
Formel 11-5 - Formel for beregning av EK-verdi indirekte via nettodriftskapital	179
Formel 11-6- Formel for beregning av EK-verdi indirekte via Sysselsatt kapital.....	179
Formel 11-7 - Formel for beregning av verdi NDK ved FKD	180
Formel 11-8 - Formel for beregning av verdi NDK ved SPD.....	180

Formel 11-9 - Formel for beregning av verdi NDK ved endring SPD	181
Formel 11-10 - Beregning av pris/bok forhold	184
Formel 11-11 - Beregning av pris/fortjeneste forhold	185
Formel 11-12 - Formel for beregning av verdi hensyntatt konkurrisiko.....	194
Formel 11-13 - Beregning av verdi hensyntatt konkurrisiko	194
Formel 12-1 - Beregning av verdi ved komparativ verdsettelse	197
Formel 12-2 - Formel for beregning av pris/bok	198
Formel 12-3 - Formel for beregning av pris/fortjeneste.....	199
Formel 12-4 - Formel for beregning av pris/salg	199
Formel 12-5 - Formel for beregning Pris/EBITDA	200
Formel 13-1 - Beregning av endelig verdierestimert 31.12.2018.....	207
Formel 13-2 - Beregning endelig verdierestimert 31.12.2019	208

14.2 Figurliste

Figur 2-1 – Proses fra idé til bok	12
Figur 2-2 - Estimerte markedsandeler i bokbransjen	17
Figur 2-3 - Utvikling BNP i Norge	21
Figur 2-4 - Inntekt for husholdninger.....	22
Figur 2-5 - Utvikling i omsetning for bokbransjen	22
Figur 2-6 - Utvikling andel med utdanning.....	23
Figur 2-7: Tidsbruk til fritidsaktiviteter. Kilde: Bufdir 2015.....	24
Figur 2-8: Framtidens bokforbrukere handler hos sin lokale bokhandler. Kilde: Bokhandlerforeningen 2018.....	25
Figur 2-9 - Konsernstruktur	31
Figur 2-10 - Aksjonæroversikt.....	33
Figur 3-1: Superprofittmodellen	37
Figur 3-2: Superprofittvekstmodellen	37
Figur 4-1- Rammeverk for strategisk analyse	44
Figur 4-2 - Porters femkraftsmodell.....	52
Figur 4-3: Komparative fortrinn for små og store forlag. Kilde: Colbjørnsen (2015a)	54
Figur 4-4 - SVIMA (Kilde: Store Norske Leksikon, 2019).....	61
Figur 4-5 - Analyse av fortrinn gjennom SVIMA	61
Figur 4-7 - Oversikt SWOT	69

Figur 4-8 - Oppsummering SWOT for Gyldendal	72
Figur 4-9 - Oppsummering strategisk fordel.....	72
Figur 5-1 - Steg i rammeverket for regnskapsanalyse	76
Figur 5-2 - Figur over fordeling av resultat til tilhørende balansepost	82
Figur 5-3 - Oversikt over omgruppering av balanse for analyseformål.....	86
Figur 5-4 - Steg i analysen av risiko og rentabilitet	98
Figur 6-1 - Graf over utvikling i likviditetsgrad 1	100
Figur 6-2 - Graf over utvikling i likviditetsgrad 2	101
Figur 6-3 - Graf over utvikling i rentedekningsgrad.....	102
Figur 6-4 - Graf over utvikling i finansiell gjeldsdekningsgrad	103
Figur 6-5 - Graf over utvikling i egenkapitalprosent	106
Figur 6-6 - Graf av utviklingen i ndr, Gyldendal mot bransje	107
Figur 7-1 - Regresjon av samvariasjon mellom OBX og Gyldendal aksjer	114
Figur 8-1- Graf av egenkapitalrentabilitet sammenlignet med kravet og vektet snitt.....	126
Figur 8-2- Oversikt over rentabilitetskomponentene	129
Figur 8-3- Graf over lønn og personalkostnader	134
Figur 8-4 - Graf over avskrivninger	135
Figur 8-5 - Graf over varekostnad.....	136
Figur 8-6 - Graf over andre kostnader.....	136
Figur 8-7- Graf over gjeldsrente finansiell gjeld mot kravet og bransjen.....	141
Figur 8-8 - Graf over finansieringsrentabilitet finansielle eiendeler mot kravet	142
Figur 8-9- Graf over netto finansiell gjeldsrentabilitet mot kravet	144
Figur 8-10 - Oppsummering av dekomponering av strategisk fordel	146
Figur 9-1 - Rammeverk for utarbeidelse av fremtidsregnskap	147
Figur 9-2 - Graf over utvikling i omsetning for Gyldendal og bransjen.....	149
Figur 9-3- Utvikling i egenkapitalvekst for Gyldendal og bransjen	151
Figur 9-4 - Rammeverk for utarbeidelse av fremtidsregnskap	155
Figur 9-5 - Graf over driftsinntektsvekst	156
Figur 9-6 - Framskrivning av omløpet til netto driftseiendeler.....	158
Figur 9-7 - Utvikling i netto driftsmargin	160
Figur 9-8 - Utvikling i finansiell gjeldsdel.....	161
Figur 9-9 - Utvikling i finansiell eiendelsdel	162
Figur 9-10 - Graf over utvikling i finansiell eiendelsrentabilitet	163
Figur 9-11 - Graf over utvikling i finansiell gjeldsrente	163

Figur 10-1 - Graf over utvikling i driftsfordel	173
Figur 10-2 - Graf over utvikling i superrentabilitet	174
Figur 11-1 - Rammeverk for fundamental verdsettelse	175
Figur 11-2 - Konvergering av verdiestimat.....	184
Figur 11-3 - Resultat fra simulering.....	190
Figur 11-4 - Nedsiderisiko simulering	191
Figur 11-5 - Oppside ved simulering	191
Figur 11-6 - Tornado analyse.....	193

14.3 Tabelliste

Tabell 2-1 - Oversikt over salg per hovedgruppe.....	14
Tabell 2-2 - Oversikt salgskanaler totalmarked	14
Tabell 2-3 - Oversikt over forlag med markedsandel	16
Tabell 2-4 - Oversikt over bokgruppene	18
Tabell 4-1 - Oppsummering SVIMA	68
Tabell 5-1 - Rapportert resultatregnskap i analyseperioden	77
Tabell 5-2 - Oversikt over utvikling etter bruttometoden	78
Tabell 5-3 - Rapportert balanse i analyseperioden.....	79
Tabell 5-4 - Endring i EK i analyseperioden	79
Tabell 5-5 - Beregning av fullstendig nettoresultat.....	82
Tabell 5-6 - Beregning av fullstendig driftsresultat	83
Tabell 5-7 - Beregning av fullstendig finansresultat.....	83
Tabell 5-8 - Beregning av unormalt driftsresultat.....	84
Tabell 5-9 - Beregning av unormalt finansresultat	84
Tabell 5-10 - Oversikt over selskapsskattesats i analyseperioden	84
Tabell 5-11 - Beregning av driftsskattesats i analyseperioden.....	85
Tabell 5-12 - Fordeling av skattekostnad på resultatene.....	85
Tabell 5-13 - Omgruppert resultatregnskap	85
Tabell 5-14 - Totalbalanse for Gyldendal i analyseperioden	87
Tabell 5-15 - Forenklet oppstilling av balansen.....	87
Tabell 5-16 - Oversikt over sysselsatt kapital i balansen.....	88
Tabell 5-17 - Endring i EK inkludert trailing.....	88
Tabell 5-18 - Oversikt over omgruppert fri kontantstrøm	89

Tabell 5-19 - Oversikt over kostnadsført leie i analyseperioden	92
Tabell 5-20 - Oversikt over rentebetalinger i analyseperioden	92
Tabell 5-21 - Beregning av leierett og leiekraft	93
Tabell 5-22 - Leiejusteringens påvirkning på balansen	94
Tabell 5-23 - Leiejusteringens påvirkning på resultatet.....	94
Tabell 5-24 - Beregning av leiekostnad i komparative selskap	94
Tabell 5-25 - Omgruppert og justert resultatregnskap for Gyldendal.....	96
Tabell 5-26 - Omgruppert og justert balanse for Gyldendal	96
Tabell 5-27 - Omgruppert og justert balanse for Gyldendal, netto driftskapital.....	97
Tabell 5-28 - Omgruppert og justert resultatregnskap for bransjen	97
Tabell 5-29 - Omgruppert og justert balanse for bransjen	97
Tabell 5-30 - Vekting i analyseperioden	98
Tabell 6-1 - Kontantstrømanalyse	104
Tabell 6-2 - Oversikt over kapitalstruktur, absolutte tall	108
Tabell 6-3 - Oversikt over kapitalstruktur, prosent	108
Tabell 6-4 - Oversikt over kapitalstruktur Bransje, prosent.....	109
Tabell 6-5 - Oversikt over forholdstall for kredittrating	109
Tabell 6-6 - Kredittrating for Gyldendal og bransjen	110
Tabell 7-1 - Beregning av risikofri rente.....	112
Tabell 7-2 - Estimert risikopremie etter skatt	113
Tabell 7-3 - Resultat fra regresjon	115
Tabell 7-4 - Beregning netto driftsbeta	116
Tabell 7-5 - Beregning egenkapitalkrav.....	117
Tabell 7-6 - Oversikt over kredittrisikopremier	118
Tabell 7-7 - Beregning av finansielt gjeldskrav	119
Tabell 7-8 - Beregning av finansiell gjeldsbeta	119
Tabell 7-9 - Beregning av finansielt eiendelskrav	120
Tabell 7-10 - Beregning av finansiell eiendelsbeta.....	121
Tabell 7-11 - Beregning av krav til netto finansiell gjeld	121
Tabell 7-12 - Beregning av netto finansiell gjeldsbeta	122
Tabell 7-13 - Beregning av netto driftskrav	122
Tabell 7-14 - Beregning av krav til sysselsatt kapital	123
Tabell 8-1 - Beregning av egenkapitalrentabilitet.....	125
Tabell 8-2 - Beregning av superrentabilitet	125

Tabell 8-3- Superrentabilitet bransje.....	127
Tabell 8-4 - Beregning av intern ressursfordel	127
Tabell 8-5 - Beregning av egenkapitalkravfordel	128
Tabell 8-6 - Beregning av strategisk fordel.....	128
Tabell 8-7 - Beregning av ren driftsfordel	130
Tabell 8-8 - Beregning av bransjefordel drift	131
Tabell 8-9 - Beregning av rentabilitet drift	131
Tabell 8-10 - Beregning av netto driftskravfordel	132
Tabell 8-11 - Beregning av marginfordel.....	133
Tabell 8-12 - Common Size for Gyldendal.....	133
Tabell 8-13 - Oppsummering av marginfordel	137
Tabell 8-14 - Beregning av omløpsfordel	138
Tabell 8-15 - Beregning av gearingfordel.....	139
Tabell 8-16 - Oppsummering av ren driftsfordel	139
Tabell 8-17 - Oppsummering av samlet driftsfordel.....	139
Tabell 8-18- Beregning finansieringsfordel finansiell gjeld	141
Tabell 8-19- Beregning finansieringsfordel finansielle eiendeler.....	142
Tabell 8-20- Beregning av finansieringsfordel netto finansiell gjeld	143
Tabell 8-21 - Oppsummering av samlet finansieringsfordel.....	144
Tabell 8-22 - Oppsummering av strategisk fordel	146
Tabell 9-1 - Omsetningsutvikling Gyldendal og bransjen i analyseperioden	149
Tabell 9-2- Egenkapitalvekst for Gyldendal og bransjen i analyseperioden	151
Tabell 9-3- Beregning for normalisert egenkapitalvekst for Gyldendal	152
Tabell 9-4 - Oversikt over driftsinntektsvekst i budsjettperioden.....	156
Tabell 9-5 - Dekomponering av driftsinntekt.....	157
Tabell 9-6 - Beregning av netto driftseiendeler	158
Tabell 9-7- Beregning av netto driftsresultat	159
Tabell 9-8 - Beregning av netto finansiell gjeld.....	162
Tabell 9-9 - Beregning av netto finanskostnad	164
Tabell 9-10 - Fremtidsresultat.....	164
Tabell 9-11 - Fremtidsbalanse, sysselsatt kapital.....	164
Tabell 9-12 - Fremtidsbalanse netto driftskapital	165
Tabell 9-13 - Oversikt over fremtidig resultat	165
Tabell 10-1 - Beregning av normalrente	167

Tabell 10-2 - Fremtidig markedsrisikopremie	167
Tabell 10-3 - Beregning netto driftsbeta	167
Tabell 10-4 - Beregning av egenkapitalkrav	168
Tabell 10-5 - Syntetisk rating i fremtiden	169
Tabell 10-6 - Beregning av finansielt gjeldskrav	169
Tabell 10-7 - Beregning av finansiell gjeldsbeta	169
Tabell 10-8 - Beregning av finansielt eiendelskrav	170
Tabell 10-9 - Beregning av finansiell eiendelsbeta.....	170
Tabell 10-10 - Beregning av netto finansielt gjeldskrav	170
Tabell 10-11 - Beregning av netto finansiell gjeldsbeta	170
Tabell 10-12 - Beregning av netto driftskrav	171
Tabell 10-13 - Beregning av sysselsatt kapitalkrav	171
Tabell 10-14 - Oppsummerte krav for Gyldendal.....	171
Tabell 10-15 - Beregning av driftsfordel	172
Tabell 10-16 - Beregning av superrentabilitet	173
Tabell 11-1 - Beregning ved bruk av fri kontantstrøm til EK.....	176
Tabell 11-2 - Beregning av EK-verdi ved bruk av SPE modellen.....	178
Tabell 11-3 - Beregning av EK-verdi ved bruk av endring i SPE modellen	178
Tabell 11-4 - Beregning av verdi NDK med FKD.....	180
Tabell 11-5 - Beregning av verdi NDK ved SPD	180
Tabell 11-6 - Beregning av verdi NDK ved endring SPD	181
Tabell 11-7 - Beregning via FKS modellen	182
Tabell 11-8 - Beregning via SPS modellen.....	182
Tabell 11-9 - Beregning via endring SPS modellen	182
Tabell 11-10 - Oppsummering verdiestimat etter EK og SK - metoden	183
Tabell 11-11 - Konvergent verdiestimat Gyldendal ASA	183
Tabell 11-12 - Pris/fortjeneste forhold i fremtiden	185
Tabell 11-13 - Historisk standardavvik for verdidrivere.....	187
Tabell 11-14 - Forventning og standardavvik driftsinntektsvekst	187
Tabell 11-15 - Forventning og standardavvik netto driftsmargin	188
Tabell 11-16 - Forventning og standardavvik omløp til netto driftseiendeler	188
Tabell 11-17 - Forventning og standardavvik andre verdidrivere	188
Tabell 11-18 - Variasjon i simuleringen og sensitivitetsanalyse	192
Tabell 12-1 - Beregning av markedsverdi.....	200

Tabell 12-2 - Oversikt over komparative selskap og utvalgte regnskapsposter.....	200
Tabell 12-3 - Pris/bok beregning.....	201
Tabell 12-4 - Verdiestimat basert på Pris/Bok.....	201
Tabell 12-5 - Beregning P/E	202
Tabell 12-6 - Verdiestimat basert på Pris/Fortjeneste.....	202
Tabell 12-7 - Beregning av EV/EBIT	203
Tabell 12-8 - Verdiestimat basert på EV/EBIT.....	203
Tabell 12-9 - Beregning EV/SALG	204
Tabell 12-10 - Verdiestimat basert på EV/SALG.....	204
Tabell 12-11 - Oppsummering og sammenstilling av komparativ verdivurdering.....	205