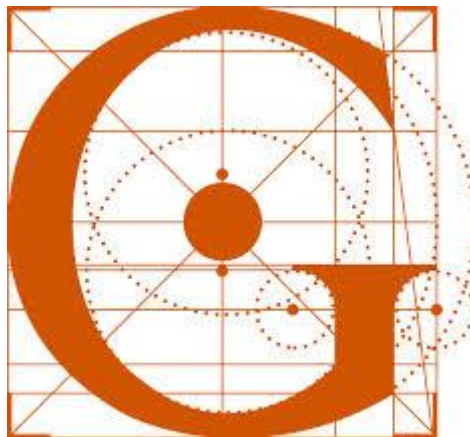




VERDSETTELSE AV GYLDENDAL ASA



Björg-Marit Valland og Marit Benedikte Myren

Veileder: Bjarne Møller

Selvstendig arbeid, masterstudiet i regnskap og revisjon

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i regnskap og revisjon 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.

Forkortelser benyttet i oppgaven

AFR	Annet fullstendig resultat (other comprehensive income)
AVD	Avdrag
BFD	Bransjefordel drift
DE	Driftsrelaterte eiendeler
DF	Driftsfordel
DG	Driftsrelatert gjeld
DOM	Driftsrelaterte omløpsmidler
DSP	Dirty Surplus
EK	Egenkapital
EKR	Egenkapitalrentabilitet
FAM	Finansielle anleggsmidler
FE	Finansielle eiendeler
FEG	Finansiell eiendelsgrad (finansiell gjeld delt på egenkapital)
FEK	Finansielt eiendelskrav
FER	Finansiell eiendelsrentabilitet
FF	Finansieringsfordel
FFFE	Finansieringsfordel finansielle eiendeler
FFFG	Finansieringsfordel finansiell gjeld
FFMI	Finansieringsfordel minoritetsinteresser
FFNFG	Finansieringsfordel netto finansiell gjeld
FG	Finansiell gjeld
FGG	Finansiell gjeldsgrad (finansiell gjeld delt på egenkapital)
FGK	Finansielt gjeldskrav
FGR	Finansiell gjeldsrente
FISS	Finansinntektsskattesats
FKD	Fri kontantstrøm drift
FKFE	Fri kontantstrøm finansielle eiendeler
FKFG	Fri kontantstrøm finansiell gjeld
FKS	Fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital
FKSS	Finanskostnadsskattesats
FNR	Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen
FOM	Finansielle omløpsmidler
FoU	Forskning og utvikling
G	Vekstfaktor
GFD	Gearingfordel drift
ILP	Illikviditetspremie (også kalt likviditetspremie)
K	Avkastningskrav
KDG	Kortsiktig driftsrelatert gjeld
KFG	Kortsiktig finansiell gjeld
KG	Kortsiktig gjeld
KRP	Kreditrisikopremie
LFG	Langsiktig finansiell gjeld
MF	Marginfordel
MI	Minoritetsinteresser
MIG	Minoritetsgrad (minoritetsinteresser delt på egenkapital)
MIK	Minoritetskrav
MIR	Minoritetsrentabilitet
MRD	Markedsrisikodel

MRP	Markedsrisikopremie
NDE	Netto driftseiendeler
NDK	Netto driftskrav
NDM	Netto driftsmargin
NDR	Netto driftsresultat
NDR	Netto driftsrentabilitet
NDSS	Normalisert driftsskattesats
NFG	Netto finansiell gjeld
NFGG	Netto finansiell gjeldsgrad (netto finansiell gjeld delt på egenkapital)
NFGK	Netto finansielt gjeldskrav
NFGR	Netto finansiell gjeldsrente
NFK	Netto finanskostnader
NMR	Netto minoritetsresultat
NRE	Nettoresultat til egenkapital
OF	Omløpsfordel
OM	Omløpsmidler
ON DE	Omløpet til netto driftseiendeler
R	Rentabilitet
RFD	Ressursfordel drift
RFDTV	Ressursfordel drift tilknyttet virksomhet
RSK	Resultat til sysselsatt kapital
TK	Totalkapital
TV	Tilknyttet virksomhet
VEK	Verdien av egenkapital
ÅRE	Rapportert årsresultat

Sammendrag

Vårt selvstendige arbeid inneholder en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Gyldendal ASA basert på regnskapstall per 31.12.14. Gyldendal ASA er notert på Oslo Børs og har nærmere 1000 ansatte. Dette gjør dem til et av Norges største forlagshus. Selskapet driver innenfor flere forretningsområder; blant annet forlagsvirksomhet, bokhandel, distribusjon og bokklubb. De ulike forretningsområdene er organisert i egne selskap som er hel- eller deleid av morselskapet Gyldendal ASA og dermed inngår i konsernet.

Analysen og verdsettelsen er gjort med bakgrunn i årsrapporter fra perioden 2008 til 2014 samt annen tilgjengelig offentlig informasjon om selskapet. Innledningsvis i oppgaven gjennomfører vi en strategisk analyse hvor vi ved en ekstern bransjeorientert analyse, og en intern ressursorientert analyse, ser på hvilke faktorer som påvirker selskapet og bransjen. Vi skaffer oss innsikt i de underliggende økonomiske forholdene i selskapet gjennom regnskapsanalysen. Innsikten benytter vi for å produsere et fremtidsbudsjett og fremtidskrav som danner grunnlag for den fundamentale verdsettelsen. Vi diskonterer fremtidige kontantstrømmer og superprofitt ved bruk av egenkapital- og selskapskapitalmetoden og kommer frem til et verdiestimat.

Verdiestimatet vi beregner ved hjelp av den fundamentale verdsettelsen, er kroner 229 per aksje per 31.12.14. Børskursen samme dato var på 205 per aksje. Basert på våre analyser, mener vi altså at aksjen er priset for lavt på Oslo Børs. Verdiestimatet vårt er imidlertid svært usikkert. Det synliggjør vi gjennom å utføre både en sensitivitetsanalyse og simuleringer.

Forord

Oppgaven er skrevet som en del av masterstudiet i regnskap og revisjon. Hensikten med det selvstendige arbeidet, er ifølge NHH, å gi oss øvelse i bruk av kunnskaper vi har tilegnet oss i løpet av studietiden. Ved å gjennomføre strategisk analyse og verdsettelse av Gyldendal ASA, har vi fått bruk for kunnskaper fra fagene finans, strategi, statistikk og regnskap. Faget regnskapsanalyse og verdivurdering, som vi har tatt parallelt med oppgaveskrivingen, har gitt oss innsikt i rammeverket og metodikken vi benytter gjennom hele oppgaven. Gjennom skriveprosessen har vi i tillegg tilegnet oss ny kunnskap om et selskap og en bransje ingen av oss kjente spesielt godt til fra før.

Informasjonen som ligger til grunn for oppgaven er hentet fra offentlige dokumenter i form av kvartals- og årsrapporter. I tillegg har diverse nettsider gitt oss relevant informasjon om selskapet og bransjen. Analysen bygger på regnskapstall per 31.12.14 for å ha så oppdaterte tall som mulig når vi beregner verdiestimatet. Fokuset i analysen og oppgaven er satt på de områdene vi mener er mest relevant for verdsettelsen av selskapet.

Arbeidet har tatt mye tid og har i perioder vært slitsomt. På samme tid har oppgaveskrivingen også vært svært lærerik og utfordrende. Alt i alt er det en erfaring vi ikke ville vært foruten.

Takk til veileder Bjarne Møller for svar på våre spørsmål og god, konstruktiv veiledning gjennom skriveprosessen. Kjell Henry Knivsflå har gitt oss interessante og relevante forelesninger om regnskapsanalyse og verdivurdering. Takk til Kristian Tryggestad for hjelp med det tekniske.

Bergen, juni 2015

Björg-Marit Valland

Marit Benedikte Myren

Innholdsfortegnelse

Forkortelser benyttet i oppgaven	I
Sammendrag	III
Forord	IV
Innholdsfortegnelse	V
1 Innledning	1
1.1 Valg av emne og selskap	1
1.2 Målsetting	1
1.3 Avgrensning	1
1.4 Struktur	2
2 Presentasjon av bransje og virksomhet	2
2.1 Innledning – kort introduksjon til virksomheten og bransjen	2
2.2 Fakta om makroforhold og bransjen	6
2.3 Presentasjon av konkurrentene	9
2.4 Kort presentasjon av sammenlignbare børsnoterte selskap i Europa	10
3 Valg av verdsettelsesteknikk	11
3.1 Oversikt: Fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdivurdering	11
3.2 Valg av hovedteknikk – fundamental verdivurdering?	13
3.3 Rammeverk for fundamental verdivurdering	14
4 Strategisk analyse	15
4.1 Rammeverk for strategisk analyse	15
4.2 Ekstern bransjeorientert analyse – Pestel og Porter	16
4.3 Intern ressursorientert analyse	26
4.4 Oppsummering av strategisk analyse	35
5 Regnskapsanalyse	35
5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse	35

5.2	Praktiske valg	36
5.3	Presentasjon av rapporterte tall og «trailing»	38
5.4	Omgruppering for analyse	41
5.5	Analyse av målefeil og justering	50
5.6	Omgruppert finansregnskap	54
5.7	Rammeverk for forholdstallsanalyse	55
6	Analyse av risiko	56
6.1	Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsanalyse	57
6.2	Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse	65
6.3	Oppsummering – syntetisk rating	71
7	Historisk avkastningskrav	73
7.1	Teori for avkastningskrav, risikofri rente, risikopremie og beta	73
7.2	Egenkapitalkravet	75
7.3	Krav til netto finansiell gjeld	84
7.4	Krav til netto driftskapital	85
8	Analyse av lønnsomhet – strategisk fordel	86
8.1	Rentabilitet	86
8.2	Strategisk fordel	89
8.3	Dekomponering av strategisk fordel	90
8.4	Dekomponering av driftsfordel	92
8.5	Dekomponering av ressursfordel	96
8.6	Dekomponering av marginfordel	99
8.7	Dekomponering av finansieringsfordel	101
8.8	Oppsummering – historisk superrentabilitet	103
9	Fremtidsbudsjett	105
9.1	Rammeverk for fremtidsbudsjett, driftsinntektsvekst og valg av horisont	105

9.2	Budsjettering av resultat, balanse og kontantstrøm	106
10	Fremtidskrav og strategisk fordel	111
10.1	Innledende teori vedrørende fremtidskrav	111
10.2	Krav til egenkapital.....	111
10.3	Krav til netto finansiell gjeld	114
10.4	Krav til netto driftskapital – WACC	116
10.5	Oppsummering av fremtidskrav	118
10.6	Analyse av superrentabilitet i budsjett.....	118
11	Fundamental verdsettelse	121
11.1	Oversikt over metoder og modeller	121
11.2	Egenkapitalmetoden	122
11.3	Selskapskapitalmetoden	123
11.4	Første estimat og konvergens mot endelig verdiestimat.....	124
11.5	Uvisshet: Sensitivitet, simulering og konkurs	127
11.6	Oppsummering – verdiestimat og uvisshet	137
12	Supplerende verdivurdering	137
12.1	Teori rundt komparativ verdivurdering	137
12.2	Komparativ verdivurdering	140
13	Konklusjon	141
13.1	Oppsummering	141
13.2	Handelsstrategi	142
	Referanser	143

Figuroversikt

Figur 2-1 Organisasjonskart.....	3
Figur 2-2 Aksjonæroversikt.....	4
Figur 2-3 Markedsandeler i forlagsbransjen	7
Figur 2-4 Markedsandeler i bokhandlerbransjen	8
Figur 3-1 Rammeverk for fundamental verdivurdering	14
Figur 4-1 Omsetning av bøker fra 1987 til 2013.....	18
Figur 4-2 Porters femkraftsmodell	21
Figur 4-3 Svima-trappen.....	28
Figur 4-4 Svima-modellen.....	28
Figur 4-5 Svima-modellen Gyldendal	33
Figur 4-6 SWOT-analyse Gyldendal	34
Figur 5-1 Sysselsatt kapital	48
Figur 5-2 Netto driftskapital	49
Figur 6-1 Likviditetsgrad 1	57
Figur 6-2 Likviditetsgrad 2	59
Figur 6-3 Finansiell gjeldsgrad	60
Figur 6-4 Rentedekningsgrad	61
Figur 6-5 Gjeldsdekning ved fri kontantstrøm	63
Figur 6-6 Egenkapitalandel	66
Figur 6-7 Netto driftsrentabilitet.....	70
Figur 7-1 Regresjonsanalyse egenkapitalbeta.....	77
Figur 8-1 Egenkapitalrentabilitet.....	87
Figur 8-2 Strategisk fordel Gyldendal	90
Figur 8-3 Bransjefordel	94
Figur 8-4 Ressursfordel drift Gyldendal.....	95
Figur 8-5 Dekomponering av ressursfordel.....	99
Figur 8-6 Dekomponering av marginfordel	100
Figur 8-7 Dekomponering av superrentabilitet.....	103
Figur 8-8 Dekomponering av superrentabilitet Gyldendal.....	104
Figur 9-1 Rammeverk for fremtidsbudsjett.....	105
Figur 10-1 Verdikonvergeringsprosessen	118
Figur 10-2 Oppsummering av strategisk fordel i fremtiden	121
Figur 11-1 Verdikonvergens	126

Figur 11-2 Fordelingen til verdiestimatet.....	133
Figur 11-3 Oppside-potensiale i fordelingen.....	134
Figur 11-4 Nedside-risiko i fordelingen	135
Figur 11-5 Sensitivitet i fordelingen	135
Figur 11-6 Konkursrisiko.....	136
Figur 11-7 Konkurs sannsynlighet	136
Figur 12-1 Komparativ verdsettelse	138

Tabelloversikt

Tabell 2-1 Rapporterte nøkkeltall Gyldendal 2008 til 2014	6
Tabell 5-1 Rapportert resultat Gyldendal.....	38
Tabell 5-2 Rapporterte eiendeler Gyldendal	39
Tabell 5-3 Rapportert egenkapital og gjeld Gyldendal.....	39
Tabell 5-4 Eksempel på trailing Cappelen Damm.....	41
Tabell 5-5 Netto driftseiendeler Gyldendal.....	49
Tabell 5-6 Omgruppert resultat Gyldendal	54
Tabell 5-7 Omgrupperte eiendeler Gyldendal.....	55
Tabell 5-8 Omgruppert egenkapital og gjeld Gyldendal	55
Tabell 5-9 Valgt vekting.....	56
Tabell 6-1 Likviditetsgrad 1.....	58
Tabell 6-2 Likviditetsgrad 2.....	59
Tabell 6-3 Finansiell gjeldsgrad	60
Tabell 6-4 Rentedekningsgrad.....	61
Tabell 6-5 Rentedekningsgrad egen virksomhet.....	62
Tabell 6-6 Rentedekningsgrad egen virksomhet i bransjen	62
Tabell 6-7 Gjeldsdekning ved fri kontantstrøm.....	63
Tabell 6-8 Gjeldsdekning ved fri kontantstrøm egen virksomhet.....	63
Tabell 6-9 Gjeldsdekning ved fri kontantstrøm egen virksomhet i bransjen	64
Tabell 6-10 Kontantstrømoppstilling Gyldendal	64
Tabell 6-11 Kontantstrømoppstilling bransjen.....	65
Tabell 6-12 Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital egen virksomhet.....	65
Tabell 6-13 Egenkapitalandel	66
Tabell 6-14 Egenkapitalandel egen virksomhet	67
Tabell 6-15 Egenkapitalandel egen virksomhet bransjen	67

Tabell 6-16 Kapitalstruktur Gyldendal.....	68
Tabell 6-17 Kapitalstruktur bransjen	68
Tabell 6-18 Netto driftsrentabilitet	70
Tabell 6-19 Netto driftsrentabilitet egen virksomhet	70
Tabell 6-20 Netto driftsrentabilitet egen virksomhet bransjen	71
Tabell 6-21 Nøkkeltall og rating	72
Tabell 6-22 Syntetisk rating Gyldendal.....	72
Tabell 6-23 Syntetisk rating bransjen	73
Tabell 7-1 Finansiell gjeldsbeta	80
Tabell 7-2 Finansiell eiendelsbeta	81
Tabell 7-3 Netto finansiell gjeldsbeta.....	82
Tabell 7-4 Netto driftsbeta	82
Tabell 7-5 Endelig egenkapitalbeta år for år	82
Tabell 7-6 Egenkapitalkrav	83
Tabell 7-7 Finansielt gjeldskrav	84
Tabell 7-8 Finansielt eiendelskrav	85
Tabell 7-9 Netto finansielt gjeldskrav.....	85
Tabell 7-10 Netto driftskrav	86
Tabell 8-1 Egenkapitalrentabilitet Gyldendal	87
Tabell 8-2 Egenkapitalrentabilitet bransjen	87
Tabell 8-3 Dekomponering av egenkapitalrentabilitet Gyldendal	88
Tabell 8-4 Dekomponering av egenkapitalrentabilitet bransjen	88
Tabell 8-5 Netto driftsrentabilitet Gyldendal	89
Tabell 8-6 Netto driftsrentabilitet bransjen	89
Tabell 8-7 Strategisk fordel Gyldendal	89
Tabell 8-8 Dekomponert strategisk fordel Gyldendal	91
Tabell 8-9 Driftsfordel Gyldendal	92
Tabell 8-10 Finansieringsfordel Gyldendal	92
Tabell 8-11 Bransjefordel	93
Tabell 8-12 Ressursfordel drift Gyldendal.....	95
Tabell 8-13 Ressursfordel egen virksomhet	95
Tabell 8-14 Gearingfordel Gyldendal	96
Tabell 8-15 Dekomponering av ressursfordel med og uten tilknyttet virksomhet	96
Tabell 8-16 Marginfordel Gyldendal med og uten tilknyttet virksomhet	97
Tabell 8-17 Omløpsfordel Gyldendal med og uten tilknyttet virksomhet	98

Tabell 8-18 Common Size-regnskap	99
Tabell 8-19 Driftsfordel og finansieringsfordel	101
Tabell 8-20 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	102
Tabell 8-21 Finansieringsfordel finansiell gjeld	102
Tabell 8-22 Finansieringsfordel finansielle eiendeler.....	103
Tabell 9-1 Fremtidsresultat	109
Tabell 9-2 Fremtidsbalanse og netto betalt utbytte	110
Tabell 9-3 Kontantstrøm i fremtiden.....	110
Tabell 10-1 Egenkapitalbeta i fremtiden	112
Tabell 10-2 Egenkapitalkrav i fremtiden	113
Tabell 10-3 Finansielt eiendelskrav i fremtiden	115
Tabell 10-4 Syntetisk rating i fremtiden	115
Tabell 10-5 Finansielt gjeldskrav i fremtiden	116
Tabell 10-6 Krav til netto finansiell gjeld i fremtiden	116
Tabell 10-7 Netto driftskrav i fremtiden	117
Tabell 10-8 Strategisk fordel i fremtiden.....	119
Tabell 10-9 Strategisk fordel fra drift i fremtiden	119
Tabell 10-10 Gearingfordel i fremtiden.....	120
Tabell 10-11 Finansieringsfordel i fremtiden	120
Tabell 11-1 Første verdiestimat.....	124
Tabell 11-2 Siste steg i verdikonvergensprosessen.....	125
Tabell 11-3 Endelig verdiestimat.....	126
Tabell 11-4 Konvergeringsprosessen steg for steg.....	127
Tabell 11-5 Driftsinntektsvekst 2018.....	129
Tabell 11-6 Driftsinntektsvekst på horisonten	129
Tabell 11-7 Omløpshastighet på horisonten	130
Tabell 11-8 Netto driftsmargin på horisonten	130
Tabell 11-9 Risikofri rente på horisonten	130
Tabell 11-10 Markedsrisikopremie.....	131
Tabell 11-11 Likviditetspremie	131
Tabell 11-12 Egenkapitalbeta	131
Tabell 12-1 Multiplikatorer.....	140

1 Innledning

1.1 Valg av emne og selskap

Ingen av oss hadde særlig erfaring med verdsettelse og verdivurdering fra tidligere, men vi synes begge at dette virket interessant og ønsket å skaffe oss mer kunnskap. Gjennom å skrive en slik oppgave får man, i tillegg til å tilegne seg ny kunnskap om hvordan et selskap kan verdsettes, brukt mye av teorien man har lært i praksis. Man får også inngående kjennskap til en bransje og et selskap man ikke kjenner så godt til fra før.

At valget falt på Gyldendal ASA og bokbransjen, var litt tilfeldig. Vi var mest interessert i å velge et selskap i forbruksbransjen. Gyldendal ASA, en av de ledende aktørene i bok- og forlagsbransjen, fanget da interessen vår. Bokbransjen er spennende da den de siste årene har vært preget av oppkjøp, vertikal integrasjon og ny teknologi. Vi ønsket mer kunnskap om denne bransjen og Gyldendal ASA var da et naturlig valg. Gyldendal ASA er det eneste børsnoterte selskapet som er et rent forlagskonsern.

1.2 Målsetting

Målet med oppgaven er å finne den underliggende verdien av egenkapitalen til Gyldendal ASA. Sammenligner man denne verdien med børskursen på tidspunktet for verdsettelse, kan man legge en handelsstrategi. Overstiger underliggende verdi børskursen på verdsettelsestidspunktet, er det fornuftig å kjøpe aksjer. Er situasjonen omvendt lønner det seg å selge aksjene man eventuelt har i selskapet.

1.3 Avgrensning

For å verdsette egenkapitalen, tar vi rollen til en investor eller aksjeanalytiker.

Informasjonen investorer, analytikere og andre interesser baserer sine avgjørelser på, er offentlig tilgjengelig informasjon. Årsrapporter, kvartalsrapporter og ytterligere informasjon selskapet legger ut på sine egne nettsider, samt artikler i økonomitidsskrifter og aviser, er relevante. Vi har ikke vært i kontakt med selskapet for å innhente informasjon til oppgaven.

Manglende informasjon ut over det som fremkommer av regnskapet og notene, samt begrenset tid, har gjort at vi ikke kan vurdere og verdsette selskapet så inngående som ønskelig. Vår vurdering er at estimatet vi kommer frem til, likevel er tilfredsstillende med

premissene som foreligger. Vi presiserer at verdiestimatet er vår subjektive vurdering av verdien på egenkapitalen i Gyldendal ASA. Andre vil kanskje komme frem til et annet estimat. Våre resultater bør følgelig brukes med forsiktighet.

1.4 Struktur

Oppgaven er tredelt.

I del 1 presenterer vi Gyldendal ASA og resten av bokbransjen, gjennomgår ulike verdsettelsesmetoder og foretar en strategisk analyse av Gyldendal ASA og bransjen.

Del 2 starter med en presentasjon av regnskapstallene til Gyldendal ASA i analyseperioden. Videre omhandler del 2 omgruppering, normalisering og eventuell justering av tallene for å gjøre dem klare til analyse. Analyse av risiko, fastsettelse av syntetisk rating og avkastningskrav inngår også her. Fastsettelse av risiko og avkastningskrav benyttes til å analysere hvor lønnsomt Gyldendal ASA er i forhold til de andre i bransjen, og til å vurdere om Gyldendal ASA har en superprofitt eller ikke. Konklusjonen henger sammen med funnene fra den strategiske analysen i del 1.

I del 3 bruker vi innsikten fra del 1 og 2 til å se hva som skjer fremover i tid. Vi setter opp et fremtidsbudsjett og estimerer fremtidskrav. På grunnlag av dette verdsetter vi selskapet og kommer med vårt verdiestimat på Gyldendal ASA-aksjen.

2 Presentasjon av bransje og virksomhet

2.1 Innledning – kort introduksjon til virksomheten og bransjen

2.1.1 Gyldendal ASAs historie

Gyldendal Norsk Forlag AS ble etablert 1.januar 1925. Grunnlaget for etableringen var at Norges kontor av Gyldendalske Boghandel, et dansk forlagshus, ble kjøpt hjem til Norge. Inkludert i kjøpet fikk man forlagsrettigheter til en rekke norske forfattere som på slutten av 1800-tallet ble utgitt av danske Gyldendal. Forfattere man fikk rettigheter til, var blant annet «de fire store» - Ibsen, Bjørnson, Kielland og Lie sammen med Amalie Skram og Ivar Aasen. Norske Gyldendals første hovedaksjonær ble Knut Hamsun (Gyldendal ASA, 2015d).

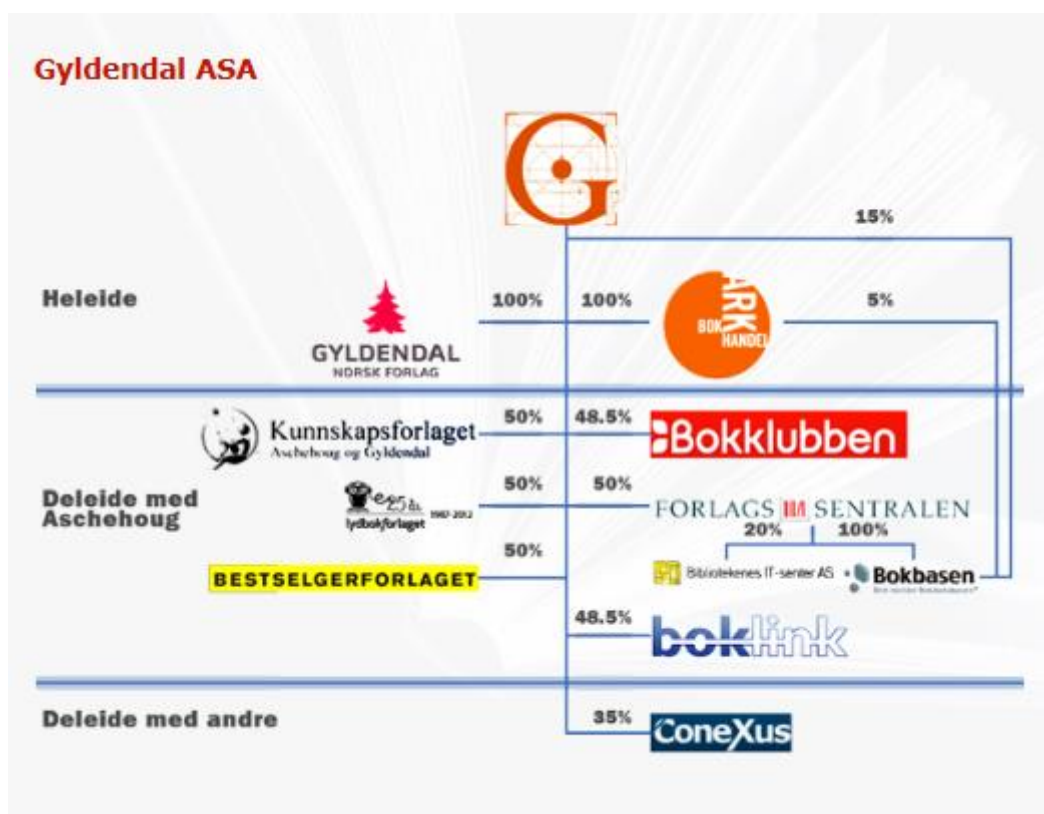
Selskapet drev en liten periode utgivelse av blader og bokbinderi, men senere ble virksomheten konsentrert om bokbransjen. Virksomheten ble stadig utvidet med etablering av bokklubb (1961), logistikk og distribusjon (fra 1964) og bokhandel i 1999. Først 1.januar 2000 ble selskapet omdannet til bokkonsernet Gyldendal ASA. Gyldendal Norsk Forlag ble imidlertid drevet videre som et heleid datterselskap i konsernet (Gyldendal ASA, 2015d).

2.1.2 Gyldendal ASAs målsetting og strategi

Å formidle og skape kulturelle verdier er Gyldendal ASAs hovedmål. Videre ønsker selskapet å ta en aktiv del i Norges kultur- og kunnskapshistorie. Gyldendal ASAs ønske er at de skal kunne tilføre forfattere, lesere og det offentlige verdier. De ønsker å videreformidle litterære tradisjoner, utvikle kunnskap og bidra til ytringsfrihet (Gyldendal ASA, 2015b).

2.1.3 Organisasjonsstruktur

Konsernet Gyldendal ASAs datterselskap, tilknyttede selskap og felleskontrollerte virksomheter er organisert på følgende måte:



Figur 2-1 Organisasjonskart

(Gyldendal ASA, 2015e)

2.1.4 Eierstruktur

Hovedaksjonæren i Gyldendal ASA, Erik Must AS, eier 84,5 % av aksjene pr 31.12.14. Erik Must er styrets leder, og Erik Must AS eies hovedsakelig av barna hans Trine og Christian Must (Erik Must AS, 2015). Øvrige aksjonærer har mindre aksjeandeler.

Oversikten viser Gyldendal ASAs 20 største aksjonærer pr 31.12.14.

GYLDENDALS AKSJONÆRER		
(20 største)		
	Ant. aksjer	Ant.aksjonærer:
Total aksjer	2 352 240	564
Ant.aksjer	%-andel	
1 988 545	84,5%	Erik Must A/S
100 000	4,3%	Falck Frås A/S
46 014	2,0%	Gyldendal ASA
30 799	1,3%	Svanhild & Arne Musts Fond
27 315	1,2%	Gunvor Jorunn Hammer Røed
24 205	1,0%	Geir Mork
13 345	0,6%	Annelise Must
9 502	0,4%	Erik Christian Must
9 168	0,4%	Jon Østbø
8 625	0,4%	Fondsavanse AS
4 095	0,2%	Inge Steensland
3 320	0,1%	Eli Bruusgaard
3 177	0,1%	Trine Must
2 615	0,1%	Else Rigmor Ottho
2 420	0,1%	Sverre Solvar Skraff
2 300	0,1%	Forlagsfinans AS
1 955	0,1%	Bjørn Hasselberg Ohme
1 950	0,1%	Petlitz og Hustru Anna M minne
1 710	0,1%	Forlagshuset Vigmostad
1 710	0,1%	Gordon Holmebakk
2 282 770	97,0%	

Figur 2-2 Aksjonæroversikt

(Gyldendal ASA, 2015a)

2.1.5 Forretningsområder

Gyldendal ASA har forretningsområder innenfor alle delbransjene i bokbransjen (Gyldendal ASA, 2014). Virksomheten drives innenfor følgende forretningsområder:

Forlagsvirksomhet

Konsernet eier alle aksjene i Gyldendal Norsk Forlag AS. Bestselgerforlaget AS og Kunnskapsforlaget ANS eies 50 % av Gyldendal, mens H. Aschehoug & Co. W. Nygaard AS eier resterende aksjer og andeler (Gyldendal ASA, 2014).

Gyldendal Norsk Forlag AS

Gyldendal Norsk Forlag AS består av forlagene Gyldendal Akademisk, Gyldendal Litteratur, Gyldendal Rettsdata, Gyldendal undervisning, Tiden og Kolon (Gyldendal ASA, 2014).

Bestselgerforlaget AS

Bestselgerforlaget er som navnet tilsier et forlag for bestselgere. Forlaget eksisterer for at man skal kunne ha en distribusjonskanal for massemarkedet (Gyldendal ASA, 2014).

Kunnskapsforlaget ANS

Kunnskapsforlaget ANSs utgivelser består av ordbøker, leksikon og diverse profesjonsbøker. Disse distribueres også digitalt, i tillegg til i bokform (Gyldendal ASA, 2014).

Bokhandel

ARK Bokhandel AS er et datterselskap av Gyldendal ASA, og drives gjennom 107 butikker rundt omkring i Norges land. I tillegg tilbyr selskapet e-handel gjennom nettbutikk (Gyldendal ASA, 2014).

Distribusjon

Forlagssentralen ANS eies 50 %. H. Aschehoug & Co. W. Nygaard AS eier de øvrige andelene. Selskapet leverer sine tjenester til bokbransjen i form av logistikk og rapportering. De er involvert i prosessen mellom forlag, forhandler og sluttkunde (Gyldendal ASA, 2015c).

Bokklubb

Gyldendal ASA eier De Norske Bokklubbene AS med 48,5 %. Selskapet består av de tre bokklubbene Bokklubben Nye Bøker, Bokklubben Barn og Bokklubben Krim og Spennning, samt nettbokhandelen Bokkilden. Dette er den største bokklubben på markedet (Gyldendal ASA, 2014).

Annet

Gyldendal ASA eier Boklink AS med 48,5 %, Lydbokforlaget AS med 50 %, Den norske Bokdatabasen AS med 25 % og Conexus AS med 35 %. Boklink AS skal bistå sine eiere med teknologi og infrastruktur. Lydbokforlaget AS virksomhet består i å gi ut lydbøker i ulike former og kanaler. Bokbransjen får informasjonsløsninger som er utviklet av Den norske Bokdatabasen AS. Conexus AS på sin side er et selskap som tilbyr teknologi-løsninger primært til offentlig sektor (Gyldendal ASA, 2014).

2.1.6 Nøkkeltall

Nedenfor følger noen av nøkkeltallene i konsernet i perioden 2008-2014. Driftsinntektene varierer noe over analyseperioden. Vi merker oss at konsernet hadde betydelige investeringer i 2012 sammenlignet med de andre årene.

Nøkkeltall (beløp i 1 000 kr)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Salgsinntekter	1 747 907	1 709 418	1 621 842	1 709 108	1 871 911	1 638 189	1 677 277
Varekostnader	794 934	806 827	756 028	829 888	909 711	741 072	769 111
Andre driftskostnader	406 658	344 329	353 995	326 684	340 790	367 959	378 048
Skattekostnad	7 362	15 380	18 349	8 318	15 193	8 267	6 428
Kontantstrøm	-1 027	93 408	-29 300	24 135	2 512	-43 356	112 111
Samlede investeringer	50 062	29 226	44 738	40 051	123 200	47 030	49 667

Kapitalforhold pr 31.12	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Totalkapital	1 644 607	1 582 580	1 497 440	1 510 425	1 561 271	1 292 087	1 330 087
Egenkapital	579 339	617 059	594 218	570 608	586 298	625 644	593 332
Disponible likvider	26 683	120 091	90 800	114 935	117 447	74 091	186 202

Tabell 2-1 Rapporterte nøkkeltall Gyldendal 2008 til 2014

2.2 Fakta om makroforhold og bransjen

Av de fem forretningsområdene nevnt over, er det forlags- og bokhandelssegmentet som er de to største. Disse utgjør kjernevirksomheten i Gyldendal ASA, og i fremstillingen av bransjen fokuserer vi på dem.

2.2.1 Forlagsbransjen

Et forlag gir ut bøker. Forlaget organiserer bokproduksjonen samt dekker alle utgifter i forbindelse med fremstillingen og utgivelsen. Eksempler er utgifter til konsulentarbeid, oversettelse, illustrering, design, trykking, innbinding, distribusjon og reklame. De fleste av oppgavene utføres av forlaget selv, men vanligvis kjøper forlaget grafiske tjenester, trykking og bokbinding eksternt. Forfatteren, som er tilknyttet forlaget, får gjerne honorar i form av royalty. Royalties beregnes ofte som en prosentandel av bokens pris overfor sluttbruker (private, biblioteker eller skolelever) eller salgskanal (bokhandler, netthandler og bokklubber). Store forlag gir ut bøker både på norsk og oversettelser fra andre språk. De største forlagene gir også ut bøker i flere sjangre som skjønnlitteratur, fagbøker, verker, skolebøker og lærebøker, samt elektroniske utgivelser (Opsahl & Johannessen, 2012).

Norsk forlagsbransje, som er en undermengde av den norske bokbransjen (Holmboe, 2012), består av flere hundre forlag og bokutgivere, men er dominert av tre store forlag. Dette er i tillegg til Gyldendal ASA (heretter kalt Gyldendal), H. Aschehoug & Co. W. Nygaard AS og

Cappelen Damm Holding AS. De tre selskapene hadde i 2013 en markedsandel i det norske bokmarkedet på 64 %.

Markedsandeler total ¹	2011		2012		2013	
	Nettoomsetning	Andel i %	Nettoomsetning	Andel i %	Nettoomsetning	Andel i %
Cappelen Damm AS	693 442	27,0 %	718 438	27,9 %	768 077	29,2 %
Gyldendal Norsk Forlag AS	580 909	22,6 %	631 026	24,5 %	627 360	23,9 %
H. Aschehoug & Co (W. Nygaard) AS	326 487	12,7 %	298 912	11,6 %	294 054	11,2 %
Schibsted Forlag AS	171 779	6,7 %	162 138	6,3 %	163 133	6,2 %
Bestselgerforlaget AS	38 997	1,5 %	76 289	3,0 %	92 991	3,5 %
Universitetsforlaget AS	101 400	3,9 %	81 789	3,2 %	90 827	3,5 %
Kagge Forlag AS	63 790	2,5 %	51 780	2,0 %	67 371	2,6 %

Figur 2-3 Markedsandeler i forlagsbransjen

(Bokhandlerforeningen, 2015b)

2.2.2 Bokhandlerbransjen

Bokhandlene driver detaljsalg av bøker til private der salg av bøker utgjør omkring 65 % av omsetningen. Resterende omsetning gjelder salg av papirvarer, kontormateriell, fotoutstyr og lignende. De fleste bokhandler er organisert i Den norske bokhandlerforening (Gjems-Onstad, 2015).

Per 01.01.14 hadde Bokhandlerforeningen 584 medlemmer, og alle bokhandlerkjedene i Norge er medlemmer av foreningen. Det samme er de fleste enkeltstående bokhandlene (Bokhandlerforeningen, 2015a).

Siden midten av 1990-tallet har det skjedd en del endringer i bokbransjen. Den første store endringen kom med etablering av nettbokhandler. Folk kunne nå handle bøker fra sofaen. Senere gikk forlagene inn på eiersiden i de største bokhandelkjedene. ARK-kjeden eies av Gyldendal, Norlikjeden eies av H. Aschehoug. & Co. W. Nygaard AS mens Cappelen Damm Holding AS eier Tanumkjeden (Gjems-Onstad, 2015; H. Aschehoug & Co W. Nygaard, 2015a; Tanum AS, 2015). De tre kjedene hadde i 2013 markedsandeler på til sammen 31,4 %.

	Norli	Libris	Unipa og Akademika	ARK	Bok- lageret	Nota- bene	Fri Bokhandel	Tanum
1.1 Grunnskolen	7 834	40 730	10 518	3 356	0	334	14 028	47
1.2 Videregående	24 519	26 690	11 075	8 788	1	941	8 216	1 382
2.1 Lærebøker	20 434	3 247	103 108	4 369	0	329	7 052	715
2.2 Fagbøker	9 762	2 493	10 821	3 034	0	714	1 994	966
3.1 Norsk sakprosa voksne	50 807	19 415	3 732	47 651	1 656	19 306	14 281	15 140
3.2 Oversatt sakprosa voksne	23 585	9 161	1 566	27 137	894	8 193	7 008	8 146
3.3 Norsk sakprosa barn	2 001	785	151	1 941	48	301	639	504
3.4 Oversatt sakprosa barn	4 077	1 849	104	4 059	1 230	2 124	1 580	892
4.1 Norsk skjønnlitteratur voksne	31 851	12 277	1 060	34 860	2 238	12 764	6 946	9 676
4.2 Oversatt skjønnlitteratur voksne	28 317	12 110	720	27 938	2 476	8 722	8 323	5 861
4.3 Norsk skjønnlitteratur barn	14 313	6 235	807	17 225	433	4 546	4 044	4 097
4.4 Oversatt skjønnlitteratur barn	20 565	7 694	481	22 812	650	8 257	4 508	4 807
5 Billigbøker	39 739	12 395	1 837	68 462	2 338	12 839	5 561	20 919
6 Verk	2 279	537	110	485	71	192	199	210
7 Kommisjonsbøker, lover o.a.	10 842	1 423	5 106	4 179	125	1 223	1 092	650
8.0 Elektroniske publikasjoner forøvrig	129	39	8	22	0	16	7	4
8.1 Fonogram (Plater, CD, Lydbøker m.v.) ²	4 642	2 701	261	3 993	0	1 427	1 040	1 170
8.5 E-bøker til allmennmarkedet	128	4 949	25	3 401	0	1	0	7
8.6 Lydbøker mp3	34	18	0	20	0	6	24	7
8.7 Lydbøker digi	1 758	690	42	2 187	0	459	296	220
8.8 Lydfil nedlast	0	0	0	0	0	0	0	0
8.9 E-bøker undervisning mv	3	45	21	25	0	0	0	0
9.1 Norske serieromaner ³	246	425	40	84	0	44	108	7
9.2 Oversatte underholdningsromaner ³	43	23	1	102	0	26	22	26
TOTALT	297 909	165 929	151 592	286 130	12 161	82 764	86 967	75 455
I prosent (2013)	11,3 %	6,3 %	5,8 %	10,9 %	0,5 %	3,1 %	3,3 %	2,9 %

Figur 2-4 Markedsandeler i bokhandlerbransjen

(Bokhandlerforeningen, 2015b)

2.2.3 Regulering av bokbransjen

I bokbransjen er det ingen særregulering av eierforhold, slik det er i mediebransjen. Til tross for at noen få store forlag dominerer, er flere små forlag med på å opprettholde et tilstrekkelig mangfold. Myndighetene følger med i utviklingen og vil ved monopoldannelser innenfor enkelte bokkategorier vurdere å sette inn tiltak som regulering av eierforhold (Kulturdepartementet, 1995a, 1995b).

Prisen på bøker er fastsatt gjennom samarbeidsavtalen mellom Forleggerforeningen og Bokhandlerforeningen, Bransjeavtalen. Avtalen har vært gjeldende siden 1962. Målsettingen med avtalen var, og er fortsatt, å bevare og utvikle norsk språk og litteratur. I tillegg skal den sikre bredden i norske bokutgivelser når det kommer til emner og kvalitet. Forbrukernes tilgjengelighet og valgfrihet skal også ivaretas. Fra og med 2005 kalles avtalen Bokavtalen. I 2013 vedtok Stortinget Bokloven som skulle erstatte Bokavtalen. Denne loven trådte aldri i

kraft da Høyre og Fremskrittspartiet reverserte den etter regjeringsskiftet i 2013. I 2014 ble en ny Bokavtale fremforhandlet og godkjent av regjeringen. Loven trådte i kraft 31.12.14. Avtalen er basert på forskrift om unntak fra konkurranseloven § 10. Partene i avtalen gis rett til å avvike fra konkurranseloven § 10 om konkurransebegrensende avtaler mellom foretak (Røhne & Storsveen, 2014).

Det viktigste prinsippet i Bokavtalen er at det er forlaget som setter utsalgsprisen på sine bøker. Alle bøker, unntatt skolebøker, skal selges til denne prisen hele utgivelsesåret og frem til 30.april året etter. Norske bokhandler og andre salgskanaler kan gi opptil 12,5 % rabatt på bøker som er bundet til fast pris. Senere enn 30. april, året etter utgivelsesåret, står bokhandlene fritt til selv å sette pris på bøkene (Bokhandlerforeningen, 2009).

2.2.4 Utvikling i bransjen

De siste årene har bransjen vært inne i en periode med stadig nye utfordringer som følge av teknologisk utvikling. Bøker blir digitalisert og kan leses på andre medium enn den tradisjonelle trykte boken. Bransjen påvirkes sterkt i årene fremover, og dette må også myndighetene må ta hensyn til (Holmboe, 2012).

Mange frykter at den trykte boken i fremtiden vil forsvinne helt og at man kun vil benytte seg av e-bøker. Undersøkelser gjort på området viser at dette ikke nødvendigvis er tilfellet. Man mener at trykte bøker og e-bøker sannsynligvis vil leve side om side i flere år fremover (Schiøtz, 2014). For forlagene er det likevel viktig å henge med i utviklingen. De må utvikle digitalt innhold og tjenester som kan tilbys kundene i tillegg til de trykte bøkene. Årsregnskapene til Gyldendal viser at det blant annet er gjort store investeringer i egen e-bok-leser og andre digitale tjenester og innhold de siste årene (Gyldendal ASA, 2013).

2.3 Presentasjon av konkurrentene

2.3.1 H. Aschehoug & Co. W. Nygaard AS

H. Aschehoug & Co. W. Nygaard AS (heretter kalt Aschehoug) ble stiftet i 1934, men har røtter helt tilbake til 1872. Forlaget gir ut bøker, e-bøker og publikasjoner på internett gjennom bokhandlerkjeden Norli, De norske bokklubbene og Universitetsforlaget. I utgivelsene inngår skolebøker, norsk og utenlandsk skjønnlitteratur, faktabøker, litteratur for høyere utdanning og tidsskifter. De tilbyr også undervisningstjenester og

publiseringsløsninger på nettet (H. Aschehoug & Co W.Nygaard, 2015a, 2015b; Opsahl, 2015).

2.3.2 Cappelen Damm Holding AS

Cappelen Damm Holding AS (heretter kalt Cappelen) er et norsk forlagskonsern som ble stiftet i 2007 ved en fusjon mellom J. W. Cappelens Forlag A/S og N.W. Damm & Søn A/S. Etter Gyldendal Norsk Forlag er Cappelen det nest største forlaget i Norge. I tillegg til forlagsdriften driver Cappelen blant annet bokhandelkjeden Tanum, Tanum Bokklubber og Sentraldistribusjonen. Forlaget har 1500 utgivelser årlig som omfatter undervisningslitteratur, skjønnlitteratur for barn og voksne, biografier, kokebøker med mer. Cappelen eies 50 % av Bonnier og 50 % av Egmont (Cappelen Damm Forlag, 2015; Store norske leksikon, 2015).

2.4 Kort presentasjon av sammenlignbare børsnoterte selskap i Europa

For deler av oppgaven kreves det sammenlignbare børsnoterte selskap. Ettersom norske Aschehoug og Cappelen ikke er børsnoterte, ser vi til andre land. I Danmark finner vi Gyldendal A/S, i Storbritannia har vi Bloomsbury Publishing og i Sveits har vi Orell Füssli Holding AS. I utgangspunktet er også Schibstedt Norge, Axel Springer i Tyskland og Damodaran's bransjetall for publikasjoner og aviser aktuelle for sammenligning. Ettersom aviser og annonsesalg utgjør en stor del av deres omsetning anser vi likevel de to siste selskapene og bransjetallene til Damodaran for lite sammenlignbare med Gyldendal. Vi velger å sammenligne med følgende børsnoterte forlag i Europa:

2.4.1 Gyldendal i Danmark

Gyldendalske Boghandel Nordisk Forlag A/S, vanligvis kalt Gyldendal, er et dansk forlagshus som ble grunnlagt av Søren Gyldendal i 1770. Forlagshuset er dermed det eldste og største i Danmark. Forlaget tilbyr bøker innenfor de fleste sjangere. Gyldendal i Norge har som nevnt sitt utspring fra dette forlaget. Forlaget er et allmennaksjeselskap og notert på Københavns fondsbørs (Wikipedia, 2015b). Omsetningen i 2013 var på ca. 1 mrd. NOK (Gyldendal A/S, 2015).

2.4.2 Bloomsbury Publishing

Bloomsbury Publishing er et uavhengig forlag som ble stiftet av Nigel Newton i London i 1986. Forlaget ble notert på børsen i London i 1994 og har kontorer i flere store byer over

hele verden. Bøkene om Harry Potter er forlagets mest kjente utgivelser (Wikipedia, 2015a). Selskapets omsetning var på ca. 1,2 mrd. NOK i 2013 (Bloomsbury Publishing PLC, 2014).

2.4.3 Orell Füssli Holding AG

Orell Füssli er et sveitsisk forlag som ble grunnlagt av Christoph Froschauer på 1500-tallet. Forlaget gikk på børsen i Zurich i 1987 (Orell Füssli Holding AG, 2015b) og omsatte i 2013 for ca. 2,3 mrd. NOK (Orell Füssli Holding AG, 2015a).

3 Valg av verdsettelsesteknikk

3.1 Oversikt: Fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdivurdering

Det finnes tre hovedteknikker for verdivurdering av et selskap; fundamental-, komparativ- og opsjonsbasert verdivurdering. Ofte velges en av dem, med de to andre som supplement. I det følgende presenterer vi de tre teknikkene. Der ikke annet er presisert, baseres teorien i stor grad på kunnskap vi har tilegnet oss fra Kjell Henry Knivsflås fremstilling (Knivsflå, 2015b).

3.1.1 Fundamental verdivurdering

Fundamental verdivurdering baserer seg på en analyse av underliggende økonomiske forhold. Først benytter man seg av strategisk regnskapsanalyse. Med bakgrunn i denne utarbeides et fremtidsbudsjett og fremtidskrav. Historikk, samt kunnskap om selskapet og bransjen, brukes til å anslå hvordan fremtiden blir. Strategisk analyse av både eksterne og interne faktorer og ressurser nyttes for å skaffe den kunnskapen man trenger. Innenfor fundamental verdivurdering har man to ulike metoder; egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Under hver av disse finnes fri-kontantstrøm-modellen, superprofitt-modellen og superprofittvekst-modellen. Begge metodene krever at man tar utgangspunkt i hvilke kontantstrømmer man forventer at selskapet vil generere fremover i tid (Kaldestad & Møller, 2011).

3.1.2 Komparativ verdivurdering

Komparativ verdivurdering baseres på sammenlignende prising i forhold til tilsvarende selskap eller eiendeler. Innenfor komparativ verdivurderingsteknikk har vi multiplikator- og substansverdimodellen.

Bruk av multiplikatormodellen innebærer at man utarbeider et estimat på egenkapitalverdien i et selskap ved å sammenligne med børsverdien eller selskapsverdien til lignende selskap. I tillegg må man justere for ulikheter i underliggende forhold. Vanlige multiplikatorer er:

- Pris/bok
- Pris/fortjeneste
- Pris/salg
- Pris/kontantstrøm

Innenfor multiplikatormodellen har man også egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Ved bruk av egenkapitalmetoden verdsettes egenkapitalen direkte, mens verdsettelsen skjer indirekte ved bruk av selskapskapitalmetoden. Da beregnes total selskapskapital og netto finansiell gjeld for å beregne egenkapitalen. Selskapskapitalen måles enten ved bruk av netto driftskapital eller sysselsatt kapital.

Bruker man substansverdimodellen, blir eiendelene til et selskap sammenlignet med salgsverdien på tilsvarende eiendeler. Verdien til egenkapitalen blir substansverdien av eiendelene minus den komparative verdien av gjelden. Innenfor substansverdimodellen er det igjen to metoder; «sum-of-the-parts» og delvis bruk av multiplikator.

$$\textit{Substandverdi egenkapital} = \textit{Substansverdi på eiendeler} - \textit{netto finansiell gjeld}$$

Komparativ verdivurdering, og da spesielt multiplikatormodellen, er den vanligste teknikken i praksis. Denne teknikken er enklest og minst kostbar å gjennomføre. Enkle modeller er derimot mindre presise, så det er viktig å bruke tid på å gjøre multiplikatorer og prising sammenlignbare. Jo bedre multiplikatorene er, jo mer nøyaktig blir verdien.

Ulempene ved bruk av komparativ verdivurdering er at kvaliteten avhenger av grunnlaget man bruker for å sammenligne selskapene. Er sammenligningsgrunnlaget dårlig, blir verdivurderingen tilsvarende. Det er ofte svært vanskelig å finne like selskap. For å få multiplikator og substansverdi sammenlignbare må man ofte gjøre en del justeringer. Verdivurderingen kan også bli påvirket av eventuell optimisme eller pessimisme i markedet.

3.1.3 Opsjonsbasert verdivurdering

En eier av en opsjon har en rett, men ikke en plikt, til å kjøpe eller selge en underliggende eiendel på et gitt tidspunkt i fremtiden. Prisen er avtalt på forhånd. Opsjonen kan være en realopsjon, der en realaktiva er det underliggende, eller en finansiell opsjon der underliggende verdi eksempelvis er en aksje. Realopsjoner gjør det mulig å utsette investeringer til et fremtidig tidspunkt. Selv om et prosjekt kan se ulønnsomt ut i dag, kan endringer i pris og andre markedsendringer gi prosjektet en positiv verdi senere år. Selskapet vil da ønske å benytte seg av opsjonen (Kaldestad & Møller, 2011).

Tradisjonell fundamental verdivurdering kan utvides ved å inkludere verdien av fleksibilitet, altså opsjonsbasert verdivurdering. Realopsjoner selskapet har, kan utgjøre nåverdien av fleksibilitet. Også i fundamental verdivurdering hensyntas realopsjoner, men ikke separat slik som i opsjonsbasert verdivurdering.

De mest brukte modellene for å prise verdi av opsjoner, er den binomiske modellen og Scholes-modellen. Imidlertid er opsjonsbasert verdivurdering lite brukt i praksis (Kaldestad & Møller, 2011).

3.2 Valg av hovedteknikk – fundamental verdivurdering?

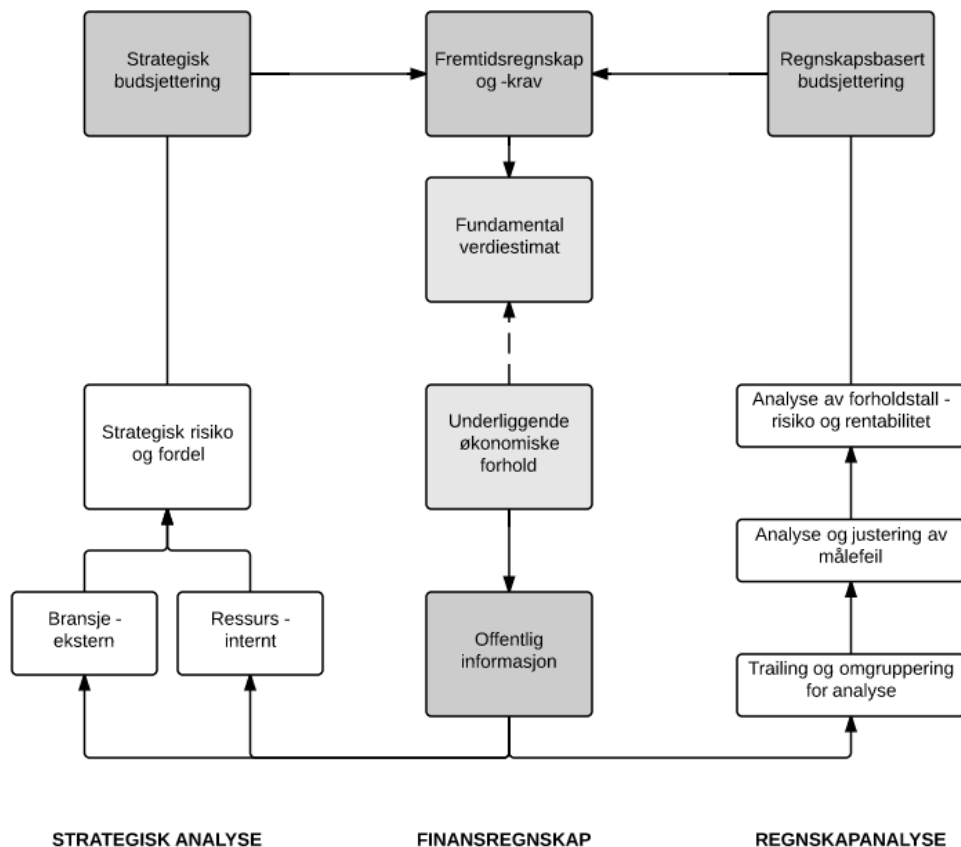
Valg av verdsettelsesteknikk avhenger av flere faktorer, og karakteristika ved selskapet kan være avgjørende for hvilken teknikk som passer best. Hvilken bransje eller fase i livssyklusen selskapet er i kan være avgjørende i valg av teknikk. Om selskapets regnskap er avlagt under forutsetning om fortsatt drift eller avvikling har også innvirkning. Hvor lett det er å finne de dataene man trenger må også hensyntas. Innenfor shipping og eiendom, der det er relativt enkelt å finne verdi på sammenlignbare eiendeler, velger man gjerne komparativ verdivurdering og bruker substansverdimetoden.

3.2.1 Begrunnelse for valg

Gyldendal er et modent selskap med lang historie. Selskapet ble etablert i 1925, har vært børsnotert siden 1980, og man har god tilgang på historiske regnskapstall. Dette er en forutsetning ved fundamental verdivurdering. Det er teknologiske utfordringer i bransjen, men dersom Gyldendal følger med i tiden, har de muligheter for fremtidig vekst. Bransjen har de siste årene endret sammensetning etter oppkjøp og integrasjoner. Vi mener likevel at det ikke hindrer oss i å predikere kontantstrømmen fremover i tid.

På bakgrunn av dette velger vi hovedsakelig å benytte oss av fundamental verdivurdering. Vi supplerer også med den komparative verdsettelsesteknikken mot slutten av oppgaven som sammenligningsgrunnlag. Se mer i kapittel 12 om supplerende verdsettelsesteknikker.

3.3 Rammeverk for fundamental verdivurdering



Figur 3-1 Rammeverk for fundamental verdivurdering

(Knivsflå, 2015m)

Oversikten viser rammeverket for fundamental verdivurdering slik det blir presentert av Knivsflå. En kort forklaring av modellen følger.

Fundamental verdivurdering tar utgangspunkt i underliggende økonomiske forhold slik de offentliggjøres for allmennheten gjennom selskapets års- og delårsrapporter. Med bakgrunn i tilgjengelig informasjon starter man med en strategisk analyse av det selskapet man ønsker å verdsette. Strategisk analyse presenteres grundig i det følgende, men kort sagt innebærer det en kvalitativ vurdering av virksomheten. Man ser på eksterne faktorer, altså bransjen

selskapet opererer i, og selskapets ressurser internt. På bakgrunn av den strategiske analysen kan man foreta strategisk budsjettering. Selskapets årsrapport benyttes videre i regnskapsanalysen. Denne prosessen er mer kvantitativ man har fokus på tallene som rapporteres. For verdsettelsesformål lager man en prognose på fremtidige regnskapstall (trailing) for å ha ferskest mulige tall. Fjorårets avlagte regnskap og årets tilgjengelige delårsregnskap benyttes for å lage en prognose på hvordan ukjente kvartalstall vil bli. For å kunne gjennomføre en analyse med det fokuset vi ønsker, både investororientering og kreditororientering, er det nødvendig å omgruppere tallmaterialet noe. Dette innebærer ingen endring av tallene, kun en omstrukturering av tall. Eventuelle målefeil i regnskapet vurderes og tas hensyn til før man analyserer forholdstall. En grundig regnskapsanalyse gjør at man har et best mulig grunnlag for å kunne foreta en regnskapsmessig budsjettering. Strategisk og regnskapsmessig budsjettering danner samlet grunnlaget for å kunne lage et fremtidsbudsjett som igjen vurderes opp mot et avkastningskrav. Ved hjelp av diskontering kommer man til slutt frem til et verdiestimat som skal avbilde de underliggende økonomiske forholdene. Verdiestimatet kan indikere om selskapet er verdt mer eller mindre enn verdien aksjekursen reflekterer. Det er imidlertid viktig å foreta en analyse av sensitiviteten til verdiestimatet, ettersom alle verdiestimatberegninger inneholder usikkerhet.

4 Strategisk analyse

4.1 Rammeverk for strategisk analyse

Vi vil nå foreta en strategisk analyse av Gyldendal og dets omgivelser. En strategisk analyse analyserer de underliggende økonomiske forholdene og har et kvalitativt fokus. Analysen baserer seg på offentlig informasjon og gjennomføres ofte i to deler; en bransjeorientert analyse med fokus på eksterne forhold utenfor selskapet og en ressursorientert analyse med fokus på interne forhold hos selskapet. Den strategiske analysen anvendes videre for å analysere Gyldendals strategiske posisjon.

Strategisk posisjon kan defineres som «ei allokering¹ av ressursar i ei verksemd som innanfor bransjen gjev ei evne til å generere ein strategisk fordel – og slik ein rentabilitet ut over kravet» (Knivsflå, 2015I). Et selskap har altså en strategisk fordel dersom rentabiliteten er

¹ Fordeling

høyere enn det eierne krever. En strategisk fordel skyldes vanligvis en driftsfordel som kan splittes i en ekstern bransjeorientert og intern ressursbasert strategisk fordel.

Bransjeorientert strategisk fordel fremkommer ved at bransjen har en rentabilitet som er større enn kravet, mens en ressursbasert strategisk fordel har man ved at selskapets rentabilitet er høyere enn andre selskap i samme bransje.

I det følgende benytter vi Pestel- og Porter-analyse som verktøy for å analysere eksterne forhold og Svima-analyse for å analysere forholdene internt. Ved å gjennomføre analysene tilegner vi oss kunnskap om sterke og svake sider ved selskapet, samt muligheter og trusler i fremtiden. Vi identifiserer kilder som kan skaffe selskapet en varig strategisk fordel.

Først presenterer vi litt teori rundt analyseverktøyene før vi går over til den praktiske anvendelsen av dem. Avslutningsvis konkluderer vi rundt funnene våre ved å oppsummere og evaluere resultatene i en SWOT-analyse.

4.2 Ekstern bransjeorientert analyse – Pestel og Porter

4.2.1 Pestel²

Pestel-analysen er et analyseverktøy hvor man analyserer de eksterne omgivelsene³ til et selskap ved å ta utgangspunkt i de politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og juridiske faktorene som omgir selskapet. Ved hjelp av nevnte faktorer vurderer man hvordan selskapet og bransjen påvirkes på kort og lengre sikt. Hvilke faktorer som er viktigst per i dag, og hvilke som vil være viktigst i fremtiden, vurderes også. Hvordan bransjen skal møte fremtidens utfordringer best mulig, kan også vurderes (Roos, Krogh & Roos, 2010).

Politiske forhold

Gyldendal har i all hovedsak Norge som sitt marked. De politiske forholdene i Norge vil kunne påvirke Gyldendals og resten av den norske bokbransjens lønnsomhet.

Den politiske situasjonen for bransjen har de senere år vært stabil, men blir fulgt tett opp av regjeringen og Kulturdepartementet. Staten ønsker å sikre at det er tilstrekkelig konkurranse i bransjen. De senere årene har man imidlertid sett en økende vertikal integrasjon hvor de store forlagene har kjøpt opp bokhandlerkjedene. For å hindre at noen få forlag skal få for

² Political, Economical, Social, Technological, Environmental, Legal

³ Bransjen selskapet inngår i

stor makt kan det bli aktuelt å innføre eierskapsbegrensninger slik man har f.eks. i mediebransjen. Per i dag ser likevel ikke Kulturdepartementet dette som nødvendig da de mange små forlagene bidrar til å opprettholde en tilstrekkelig konkurranse (Kulturdepartementet, 2013). En eventuell eierbegrensning vil i fremtiden hindre Gyldendal og de andre store forlagene⁴ i å vokse ved hjelp av oppkjøp.

Innkjøpsordningene for litteratur påvirker også bransjen. De statlige støtteordninger går ut på at Norsk Kulturråd kjøper inn bøker og gir dem videre til norske og utenlandske biblioteker samt undervisningssteder. Bøkene kommer i tillegg til de bøkene bibliotekene selv kjøper inn. Ordningen skal sikre utgivelse av nye norske bøker, en bredde i norsk litteratur og at alle i Norge har tilgang til samtidslitteraturen (Kulturrådet, 2014; Røhne & Storsveen, 2014). En endring i, eller eventuelt bortfall av, denne ordningen vil påvirke Gyldendal og de andre i bransjen ved at de får lavere omsetning som følge av mindre støtte.

Videre har staten bestemt at det ikke skal beregnes merverdiavgift på salg av trykte bøker. Den relative prisforskjellen på e-bøker og papirbøker er mindre i Norge enn i andre land. I utlandet er altså forskjellen på prisen på en papirbok og en e-bok større enn den er i Norge. Dette kombinert med at de norske forlagene eier bokhandlene, gjør at motivasjonen til å satse på e-bøker reduseres. Den lave satsingen på norske e-bøker gjør dem dyrere og mindre tilgjengelige enn utenlandske e-bøker. Mikal Hem skriver i Bergens Tidende 19.mai 2015 at e-boksalget står for mindre enn 1 % av omsetningen i Norge. Forlagene tjener fortsatt penger på papirboksalg og har færre incentiver for å satse på e-bøker. Konkurransen fra utenlandske e-bøker er sterk (Hem, 2015). For enkelte kunder og innenfor en del segmenter kan utenlandske bøker være direkte substitutter for norske bøker, både papirbøker og e-bøker. Norske bøker vil kunne tape markedsandeler som følge av at kundene heller velger utenlandske bøker.

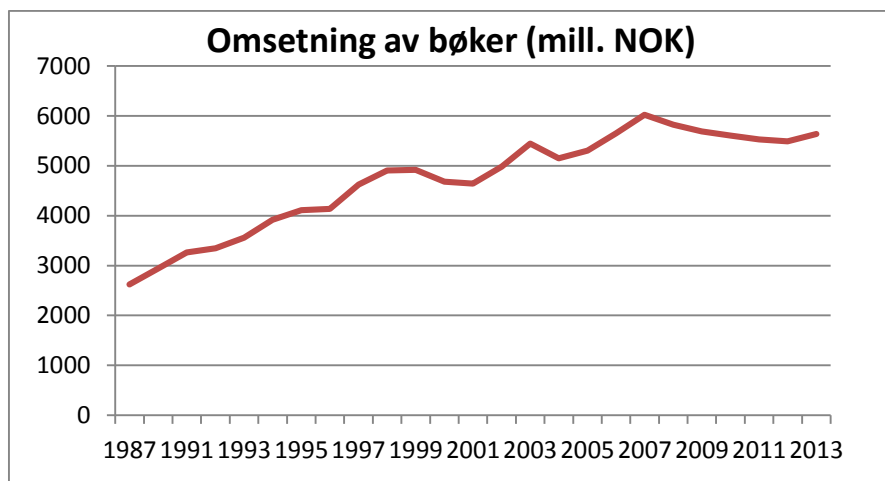
Økonomiske forhold

Forbruksvarer, som bøker er, er varer hvor etterspørselen påvirkes av endringer i forbrukernes økonomi. Bøker er ikke et nødvendighetsgode, og etterspørselen vil synke dersom forbrukernes økonomi forverres.

⁴ Aschehoug og Cappelen

Den siste lavkonjunkturen i Norge kom etter finanskrisen i 2008. Krisen førte til redusert privat etterspørsel som igjen førte til redusert produksjon og fallende sysselsetting. Arbeidsledigheten førte videre til dårligere økonomi for de private husholdningene. Som vi ser av figuren under ble også etterspørselen etter bøker påvirket av denne lavkonjunkturen. Omsetningen av bøker falt noe fra 2009 og frem til 2012.

Etterspørselen etter bøker blir kanskje ikke påvirket i like stor grad som de dyrere forbruksgodene, eksempelvis møbler, biler og lignende. En bok er et billigere forbrugsgode, men påvirkes også bokbransjen av konjunkturedringer i markedet. Det antas at omsetningen av bøker er moderat til middels konjunkturfølsom.



Figur 4-1 Omsetning av bøker fra 1987 til 2013

(Medienorge & Den norske Forleggerforeningen, 2015)

Sosiokulturelle forhold

Norge er et land med en høyt utdannet befolkning. Folk er interessert i å tilegne seg mer kunnskap, og de fleste har den holdningen at bøker er viktig. Andelen av befolkningen som tar høyere utdanning i Norge, er stadig økende. Det vil kanskje slå positivt ut for etterspørselen i bransjen.

Norske husholdningers økonomi er svært god sammenlignet med mange andre land. Husholdningers inntekt har de senere årene også økt. Dette skyldes høyt lønnsnivå, men også senere års lave arbeidsledighet påvirker dette. Den gode økonomien fører til økt kjøpekraft og økt etterspørsel etter forbrugsgoder, deriblant bøker.

Befolkningen i Norge kjennetegnes av at den er rimelig spredt over hele landet. Tilflytning til de store byene er stor, men fortsatt bor en del i mer grisgrendte strøk rundt om i landet. Selskapene i bransjen må ta hensyn til dette når de lokaliserer seg. For å nå hele befolkningen, må man ha et stort antall utsalgssteder. Det er kostnadskrevende for bransjen. Nettbokhandler uten fysiske butikker har ikke de samme kostnadene og kan utkonkurrere fysiske bokhandler på pris. Den etablerte bokavtalen er med på å regulere dette ved at den hindrer nettbutikkene i å dumpe prisene.

De siste årene har folk flest fått mer fritid. Samtidig har tilbudet av aktiviteter og ting å fylle fritiden med økt kraftig. Folk har mindre tid enn tidligere til å sette seg i godstolen med en god bok, og andelen som leser bøker har derfor gått nedover. En av årsakene er blant annet at andre medier har tatt over. Vi bruker mer og mer tid på tv, internett, dataspill og lignende (SSB, 2012). Dette er kanskje en av de viktigste truslene for bransjen fremover. For mer informasjon om substitutter til bøker viser vi til eget avsnitt i forbindelse med Porter-analysen i avsnitt 4.2.2.

På den andre siden er nordmenn flest opptatt av tradisjoner. For mange er krimbøker helt nødvendig på påskefjellet. Hytten har kanskje ikke tilgang til strøm og andre fasiliteter man har hjemme, og da er en bok kjærkommen. Antagelig vil aldri bøkene forsvinne helt selv om det kommer substitutter og nye måter å tilegne seg litteratur på.

Teknologiske forhold

Som nevnt over har det kommet andre medier som helt eller delvis kan erstatte de trykte bøkene. Vi har i dag andre plattformer for lesing av litteratur som vi ikke hadde før. Lesebrettene, som er håndholdte små datamaskiner som kan brukes til å lese bøker, aviser og magasiner på, er eksempel på dette. Nye bøker lastes enkelt ned fra ulike e-bokhandler via internett (Røhne, 2015). Et annet eksempel er lydbøker hvor man ved hjelp av cd-er og mp3-filer får tilgang til litteraturen lest inn av andre. Ved å benytte seg av lydbøker kan man få tilgang til litteraturen mens man gjør andre ting. Mange bruker lydbøker i bilen eller mens husarbeidet utføres. Den muligheten har man ikke med en vanlig trykt bok. Siden den norske befolkningen har så god økonomi har man muligheten til å holde seg oppdatert på det nyeste innenfor teknologi.

Ikke bare private forbrukere tar i bruk ny teknologi når de skal lese. Også skolene innfører elektroniske læremidler i større grad.

Trykkeribransjen har innført digitalt trykk som fungerer nesten som en vanlig laserprinter. Denne formen for trykking gjør at man kan personalisere trykkingen mer enn man har kunnet gjøre tidligere. Leserne tilbys skreddersydde bøker som dekker deres behov. Digitalt trykk gjør også at man ikke trenger å trykke et opplag bøker for så å distribuere dem ut til bokhandlene på lastebiler. Man kan nå distribuere tekstene digitalt for deretter å trykke dem lokalt (Rannem, 2012).

Teknologien er spennende og kan ha både positiv og negativ innvirkning for Gyldendal og de andre i bransjen. Forlagene må følge den teknologiske utviklingen tett og tilby forbrukerne bøker på de plattformene forbrukerne til enhver tid ønske å benytte.

Miljømessige forhold

Både i Norge og i resten av den vestlige verden har man de siste årene blitt svært opptatt av klima og miljø. Forbrukerne er opptatt av at varene de kjøper er fremstilt på en mest mulig miljøvennlig måte. For forlagsbransjen gjelder det både papirkvalitet, fremstilling av papir og energieffektiv trykking med minst mulig utslipp. Også transport av papir og ferdige bøker fra trykkeri til bokhandel bør være miljøvennlig. Spesielt innenfor det offentlige krever man nå at leverandører er miljøsertifisert. Dette må bransjen hensynta. Gyldendal og et par andre forlag er Miljøfyrtårn-sertifisert per i dag. I fremtiden vil nok dette bli enda viktigere (Gyldendal Norsk Forlag, 2015; Lomeland, 2015).

Mange mener at e-bøker er mer miljøvennlige enn det trykte bøker er, men også lesebrettene skal produseres og transporteres til brukeren (Gyldendal Norsk Forlag, 2015). Det er derfor viktig at man i fremtiden også fokuserer på å gjøre produksjonen av disse mest mulig miljøvennlig.

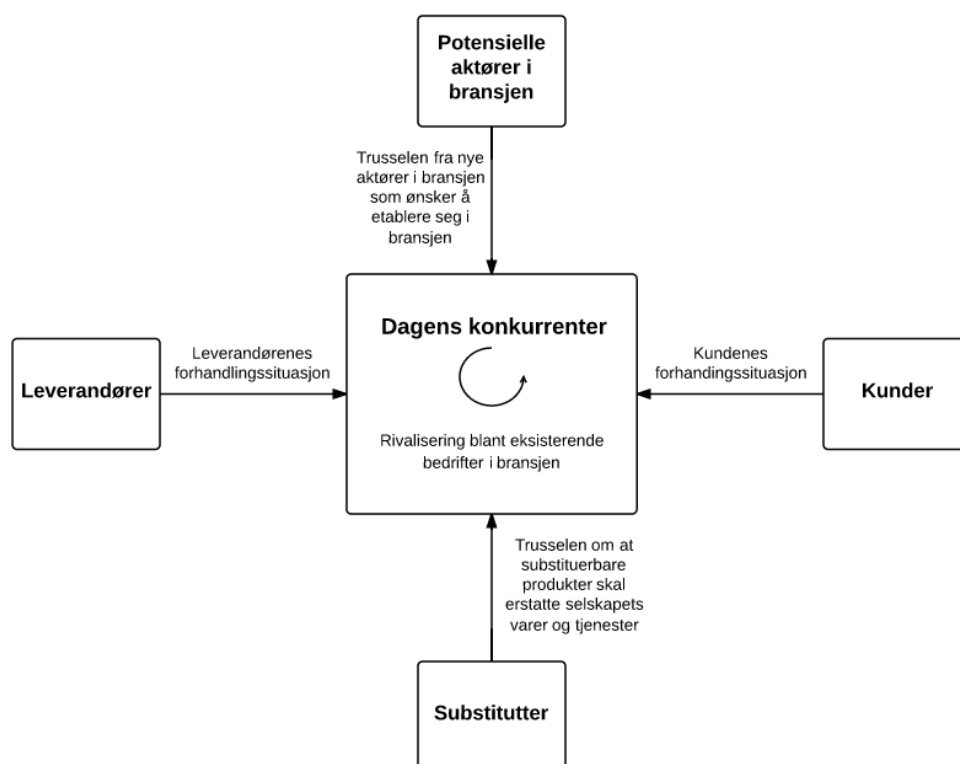
Juridiske forhold

Som medlem av Den norske Forleggerforening eller Den norske Bokhandlerforening er man omfattet av bokavtalen jfr. avsnitt 2.2.3 over. Det viktigste med avtalen er at forlaget som distribuerer en bok, setter prisen på den. Forhandler kan dermed ikke selge den billigere før etter 30.april året etter utgivelsen. Denne formen for prissamarbeid krever dispensasjon fra konkurranseloven. Fysiske bokhandler tjener mest på bokavtalen. De sikres at

nettbokhandler, med et lavere kostnadsnivå, ikke dumper prisene før de fysiske bokhandlene har fått inn bøkene. Foruten bokavtalen ville de fysiske bokhandlene blitt utkonkurrert på pris av nettbokhandlene. Avtalen sikrer de mindre aktørene i bransjen. I tillegg sikrer den tilstedeværelsen av bokhandler i distriktene og er altså en virkemiddel innenfor distriktspolitikken. Målet er å sikre mangfold i norsk litteratur. Når en kunde først er i en fysisk bokhandel, hvor små aktører og smale utgivelser også har fått sin plass, plukker man gjerne med seg bøker man ikke hadde tenkt å kjøpe da man kom. Dette kan komme de smale utgivelsene til gode. Som vi ser er bokavtalen en mulighet for bokhandlervirksomhetene, mens den snarere er en trussel for bokklubbvirksomhetene og nettbokhandlene.

4.2.2 Porter

Michael Porter har utviklet en modell for å vurdere hvor verdifullt og attraktivt et marked er. Ifølge Porter er det hovedsakelig fem konkurransekrefter som har betydning. Disse gjengis i følgende modell og forklares punkt for punkt under.



Figur 4-2 Porters femkraftsmodell

(Porter, 1980)

Modellen synliggjør at man må overvinne eksisterende konkurrenter, samt forhindre at nye klarer å etablere seg, for å kunne oppnå eller beholde en attraktiv posisjon i et marked (Jakobsen & Lien, 2001). Som følge av at Gyldendal opererer innenfor bokhandel- og bokklubbvirksomhet i tillegg til bok- og forlagsbransjen velger vi å vurdere de to hver for seg. Begge områdene er en viktig del av deres aktivitet og omsetning.

Trusselen fra nye aktører i markedet

Graden av trusler fra nye aktører avhenger av om det er lett å etablere seg i markedet eller ikke. Forhold som kan ha betydning er store kapitalbehov og om det foreligger betydelige stordriftsfordeler i bransjen. Sterke etablerte aktører gjør det vanskeligere for nye aktører å opprette egen virksomhet.

I utgangspunktet skulle man tro at nyetablering var utfordrende i bok- og forlagsbransjen i og med at de tre største aktørene (Aschehoug, Cappelen og Gyldendal) hadde 64 % av markedsandelene i bokbransjen i 2013. En undersøkelse gjennomført av Institutt for medier og kommunikasjon ved Universitetet i Oslo i 2011, viser imidlertid et annet bilde. I Norge var det hele 13 000 separate utgivere talt ut fra antall registrerte ISBN-nummer. Antall ISBN-nummer reflekterer ikke antall forlag, men samlet sett så man at hele 300 forlag hadde gitt ut en tittel de siste fem årene (Slaatta & Rønning, 2012). Terskelen for å gi ut bøker på eget forlag er ikke spesielt høy, og det er få eller ingen inngangsbarrierer. Disse funnene har også John B. Thompson identifisert i den angloamerikanske forlagsbransjen og presentert i boken *Merchants of Culture* (Slaatta & Rønning, 2012). Han registrer også minimale inngangskostnader, spesielt etter den digitale revolusjonen. For å gi ut et mindre antall titler kreves få investeringer, og utgivelser krever heller ingen formell kompetanse. Forfattere som gir ut bøker på eget forlag kan også outsource selve forlagsprosessen (Slaatta & Rønning, 2012).

Antall mellomstore forlag med 10-50 titler de siste fem årene var 130 og utgjorde da ca. 13 % av markedet i 2011. Utover de tre største forlagene tar med andre ord de små forlagene størstedelen av markedet. De klarer å ta markedsandeler til tross for at de store forlagene forsøker å dekke alle markedene. Små forlag klarer å markere seg i nisjemarkedet eller gjennom bestselgere (NFF, 2015).

Størrelsen på forlagene påvirker naturligvis fremtidige strategier, inntjeningsmuligheter og posisjoner. Mellomstore forlag har en tendens til å komme i en klemme mellom de små og de store forlagene, da deres eneste utviklingsmulighet er å bli større. Det er ikke like lett med mange aktører og sterk konkurranse. I tillegg er ytterligere vekst kapitalkrevende. Det gjør at det er det utfordrende å få flere ben å stå på. Resultatet blir ofte at små og mellomstore forlag blir kjøpt opp av større aktører. Små forlag er avhengig av en eller flere bestselgere, men Bransjeavtalen hjelper på deres inntjening. Deres utfordring er ofte at det er vanskelig å holde på forfatterne. De får gjerne bedre betingelser hos de store aktørene (Slaatta & Rønning, 2012).

Totalt sett merker vi oss at inngangsbarrierene i bok- og forlagsbransjen er få, eller ikke-eksisterende. Spesielt små aktører tar en betydelig del av totalmarkedet gjennom utgivelse av bestselgere og eventuelle nisjemarkeder. Dette til tross for de store aktørenes satsing på alle områder. Vi ser imidlertid at vekst til de største forlagenes nivå tar tid og er kapitalkrevende. Likevel bidrar lave etableringshindringer til at det er større konkurranse på pris ut til kunde. Royalty til forfattere vil også presses opp av konkurransen med små og mellomstore forlag. Når markedet ikke er voksende, kniver man om de samme andelene.

I bokhandel- og bokklubbvirksomheten er inngangsbarrierene i markedet sterkere. Vi merker oss at flere av de største bokhandlene og bokklubbene inngår i en kjede. Dette gir dem stordriftsfordeler på innkjøp og lavere logistikk-kostnader. I en kjede har man også fordeler knyttet til merkenavnet. Man står bedre rustet mot angrep fra nye merker. Det tar tid og er kapitalkrevende å bygge opp bokhandlerkjeder på nivå med de største. Mindre bokhandler er ofte tilknyttet Fri Bokhandel, en sammenslutning av selveide bokhandler. Selv om det er mange av dem, representerer de ikke mer enn 6 % av total omsetning (Fri Bokhandel SA, 2015). Det indikerer at trusselen fra nye aktører er begrenset.

Konkurranseintensitet blant etablerte aktører

Den etablerte Bokavtalen bidrar til at prispresset for nyutgivelser begrenses blant etablerte aktører. Dersom man er bundet av avtalen kan man ikke utkonkurrere andre aktører ved hjelp av aggressiv prising. Dette påvirker både forlagsbransjen og bokhandlene. Det er også vanskelig å opprettholde en fast kundemasse ettersom etterspørselen, i alle fall i det skjønnlitterære markedet, i stor grad avhenger av bestselgere. I skolemarkedet er

konkurransenintensiteten blant ulike læreverker sterkere, og man benytter seg i større grad av anbudsrunder, forhandlinger og avtaler enn i privatmarkedet.

Til dels vil produktive og populære forfattere kunne bidra til at man skiller seg fra konkurrentene innenfor ulike sjangere, men det hersker liten tvil om at alle de tre største aktørene har verdifulle forfattere tilknyttet sitt forlag. Markedet preges nok likevel av konkurransen om forfatterne, selv om mindre aktører klarer seg med færre forfattere og utgivelser. Ofte er bøkene de gir ut suksesser. Forlagsbransjen og bokhandlerne har få muligheter til å skille seg betraktelig fra sine konkurrenter hva gjelder kvalitet. Det er også grunn til å tro at eventuelt økt kostnadsnivå, og reduserte marginer, vil påvirke aktørene samlet. Lokalisering av bokhandler er viktig, og konkurransen her er antagelig sterkere. Å skaffe seg rettigheter til å oversette eller utgi bøker fra utlandet påvirker også konkurransenintensiteten blant etablerte aktører.

Totalt sett er det altså lite som gjør at etablerte aktører klarer å skille seg vesentlig ut fra de andre hva gjelder produkt ut til kunde. Konkurransen er sterkest i forkant av en bokutgivelse og for å nå kunden. At de tre største forlagene er tilknyttet egne bokhandler og bokklubber bidrar til at rivaliseringen blant etablerte aktører begrenses. Ved at forlagene har eierskap til bokhandler og bokklubber der kunden kjøper sitt produkt trenger man ikke posisjonere seg på samme måte som i andre bransjer.

[Press fra substitutter](#)

Bøkene er sluttproduktet både i forlags- og bokhandlerbransjen. Man kan vanskelig se bøker som substitutter for andre bøker til tross for at bøker gis ut i ulike sjangre, og at en spesiell bok ikke nødvendigvis kan erstattes av en annen. Sammenlignet med trykte bøker kan lydbøker og e-bøker utgjøre substitutter, men i forlags- og bokhandlerbransjen vedrører dette kun valg av distribusjonsform. Innholdet er det samme uavhengig av hvilken form det har.

Ser man bort fra skole- og pensumbøker er bøker noe man gjerne leser når man har ledig tid i hverdagen og ønsker i slappe av eller når man er på ferie. Skjønnlitteratur leses også for å utvikle lesekunnskaper, spesielt hos barn, og for å oppnå kunnskap innenfor spesielle fagfelt. Bøker konkurrerer, sammen med andre medium som i større eller mindre grad formidler kunnskap, om tiden vår. Når man snakker om andre medium enn bøker er det naturlig å

nevne aviser, radio, fjernsyn og internett. Spørsmålet er da hva man velger å benytte tiden sin på, og hvor mye tid man bruker på å lese bøker. En medieundersøkelse utført av SSB i 2010 viste at norske gutter i alderen 10-15 år gjennomsnittlig benytter 71 minutter fremfor PC-en, mens bare 7 minutter brukes til å lese bøker (Karlsen, 2011). Imidlertid er det interessant å merke seg leserundersøkelsen 2014 utført av MMI. Funnene fra undersøkelsene viser at andelen av befolkningen som leser bøker, og da snakker vi ikke om skolebøker eller annen pensumlitteratur, ligger stabilt svært høyt med en prosentandel på 93 i 2014. De som har barn under 10 år oppgir at 73 % av barna blir lest for ukentlig. Undersøkelsen viser også at press fra substitutter i form av e-bøker foreløpig er relativt lite utbredt i Norge (MMI, 2014).

Vi ser at den største trusselen i bokbransjen er hvordan vi bruker tiden vår, og ikke nødvendigvis konkurranse fra andre utgitte bøker.

Kundenes forhandlingsposisjon

I utgangspunktet er kundenes forhandlingsposisjon sterk, i og med at alle virksomheter er avhengig av kunders etterspørsel etter varer og tjenester. Kvalitet, pris og service er blant de viktigste faktorene for kunden i valget mellom ulike tilbydere. Bok- og forlagsbransjen er litt spesiell da en enkelt bok kun gis ut av et forlag. Kvalitetsmessige forskjeller blir minimale. I bransjer med få kunder kan kundene oppnå en viss makt. Skjønnlitterære bøker har mange kunder, mens lærebøker som distribueres til skoler mv har mindre kundemasse. Det er først og fremst i lærebokmarkedet at kundemakten er fremtredende. Her er kundenes valg i større grad basert på kvalitetsmessige forskjeller, og forhandlede avtaler. Den mest nærliggende måten kunden kan tilpasse seg bransjen på vil være å kjøpe den aktuelle boken der denne er billigst. Forlaget bestemmer som nevnt prisen bokhandler må forholde seg til i utgivelsesåret og de etterfølgende fire månedene. Det er først etter denne perioden at differensierte priser kan oppstå. Antagelig vil det ha en betydning om bokhandelen er eid av et forlag eller ikke. Forlag som selv eier bokhandler vil oppnå den prisen forlaget bestemmer internt uansett. Det er ikke tilfellet for bokhandler som ikke eies av forlag. Bokhandelen sitter da med fortjeneste ut fra prisen forlaget bestemmer. Service kan ha betydning for valg av bokhandel, men er antagelig ikke avgjørende. Kunden har altså relativt begrenset påvirkningskraft i form av sin forhandlingsposisjon i bok- og forlagsbransjen, og den er mest fremtredende i lærebokmarkedet.

Leverandørenes forhandlingsposisjon

Der leverandørenes forhandlingsposisjon i bransjen står sterkt, vil det være vanskelig å drive lønnsomt. I bok- og forlagsbransjen må forfatterne ses på som leverandører på samme måte som mer tradisjonelle leverandører av papir og trykkeritjenester. Forfatterne har avgjørende betydning for forlagene, uten forfattere blir det ingen bøker. Tilsvarende er forfatterne avhengige av forlagene, det er et gjensidig avhengighetsforhold mellom dem. Forfatternes avhengighet av forlagene var kanskje sterkere tidligere da det er blitt vanligere at forfattere gir ut bøker på eget forlag. Å ha et større forlag i ryggen kan likevel være fordelaktig da bokhandlene selv kan velge hvilke bøker de ønsker å ta inn. Da bokhandlene i stor grad eies av forlagene, vil markedsføring av «egne forfattere» trolig være bedre, og oppnår bedre plasseringer i butikken. De store forlagene benytter seg hovedsakelig av utenlandske trykkerier. Gyldendals produksjonssjef Oddvar Fless medga i 2011 at kun en av ti bøker trykkes i Norge dersom man ser bort fra skolebøker (Lundjan, 2011). Tilsvarende trender ser vi hos Cappelen og Aschehoug. At bøkene trykkes i mange forskjellige land i Europa, gjenspeiler at leverandørenes forhandlingsposisjon ikke er nevneverdig stor.

4.3 Intern ressursorientert analyse

4.3.1 SVIMA⁵

En virksomhets konkurranseevne innenfor en gitt bransje kan relateres til de ressursene virksomheten har. Selv om virksomhetenes eksterne omgivelser har betydning for om man kan beholde eller videreutvikle et konkurransefortrinn, er det anvendelse av egne ressurser som er avgjørende (Jakobsen & Lien, 2001). Skal man opprettholde et konkurransefortrinn over tid, må ressursene man har være vanskelig å kopiere for andre. Vi benytter en SVIMA-analyse for å vurdere om Gyldendal har ressurser som gir dem et varig konkurransefortrinn i forhold til sine konkurrenter. Hvert element i analysen er forklart av Jakobsen & Lien, og presenteres kort i det følgende.

⁵ Sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobilisert, approprierbar

Analysens elementer

Sjelden

En ressurs er sjelden dersom andre konkurrenter ikke har den i samme mengde og kvalitet, eller den er vanskelig å implementere for andre. Følgelig vil man kunne opprettholde det konkurransefortrinnet man har, også fremtiden. Selskap med flere slike ressurser har grunnlaget for å kunne oppnå monopol.

Viktig

Effektive ressurser påvirker inntekter og kostnader i virksomheten. Viktige ressurser gjør enkelte selskap mer effektive enn andre ved at man klarer å benytte ressursen i sin strategiske posisjon relatert til omgivelsene. Ressursene påvirker også kunders betalingsvilje.

Ikke-imiterbar

Varige konkurransefortrinn kan vanskelig kopieres av andre. En ikke-imiterbar ressurs er heller ikke lett å erstatte.

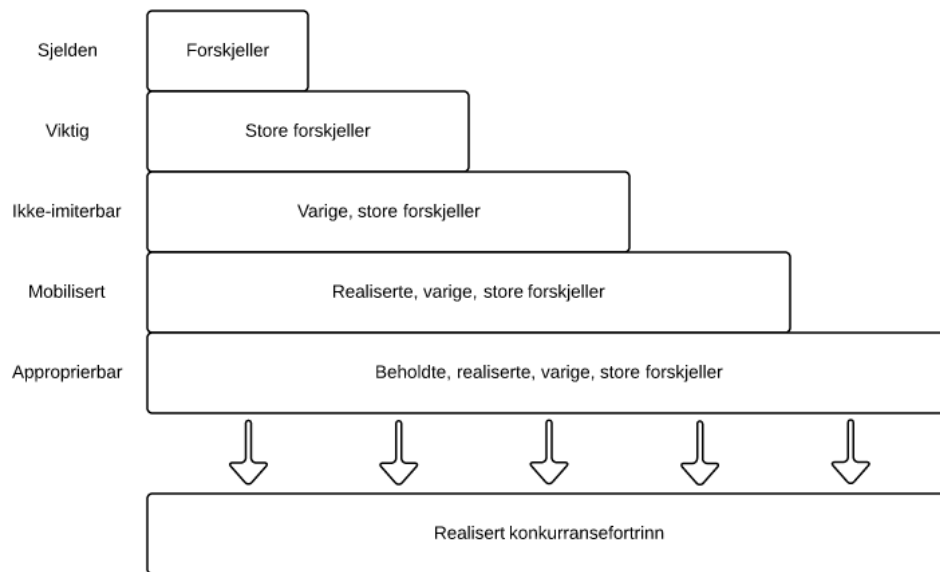
Mobilisert

Mobiliserte ressurser er ressurser som virksomheten har tatt i bruk, eller som det i alle fall er mulig å ta i bruk. Ressursene må være viktige for mange kunder med betalingsevne og betalingsvilje.

Approprierbar

Ressurser som gir virksomheten selv og ikke andre økonomisk verdi, er approprierbar. Andre interessenter må ikke kunne kapre ressursen.

Om man samlet sett står overfor et varig og realisert konkurransefortrinn kan sammenholdes i følgende figur:



Figur 4-3 Svima-trappen

(Jakobsen & Lien, 2001)

For hver ressurs som potensielt sett kan gi eller gir varige konkurransefortrinn, må hvert enkelt element vurderes. Hvilket utfall man får, avhenger av hvilke, og hvor mange av elementene som er oppfylt. Tabellen under viser de ulike utfallene man står overfor.

Ressurs	Sjelden	Viktig	Imiterbar	Mobilisert	Appropriierbar	Utfall
1	Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
2	Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn
3	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
4	Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt varig fortrinn
5	Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Varig, ikke beholdt fortrinn
6	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig, beholdt fortrinn

Figur 4-4 Svima-modellen

(Jakobsen & Lien, 2001)

Det er verdt å merke seg at det er utfordrende å avgjøre om man kan si ja eller nei på de seks elementene. Ofte blir dette en skjønnsmessig vurdering.

Gyldendals ressurser

Gyldendals største konkurrenter i bok- og forlagsbransjen er Aschehoug og Cappelen jfr. vår utredning i kapittel 2.3. De øvrige forlagene i bransjen har kun 35 % av markedsandelene.

Etter markedsandeler er Schibstedt Forlag AS, Bestselgerforlaget AS, Universitetsforlaget AS og Kagge Forlag AS de største i 2013. Videre kommer Forlaget Oktober som eies av Aschehoug, Lydbokforlaget som eies av Gyldendal og Aschehoug i fellesskap, Vigmostad & Bjørke AS, Spektrum forlag der Aschehoug eier 60 % og Kunnskapsforlaget som sammen eies av Gyldendal og Aschehoug (Bokhandlerforeningen, 2015b). Mange av de øvrige mindre forlagene eies altså av de tre største forlagene og omtales ikke ytterligere. Ressursene i Gyldendal blir hovedsakelig vurdert opp mot de største konkurrentene, men vurderes også opp mot de største av øvrige forlag. Vi poengterer at vår analyse baseres på et eksternt perspektiv da vi ikke har tilgang til selskapets egne betraktninger. Kanskje ville selskapet selv listet opp andre ressurser i vurderingen av om man har et realisert og varig konkurransefortrinn. Uansett ville en analyse basert på intern kunnskap og erfaringer, tilført analysen ytterligere kvalitet og verdi.

Ulike ressurser med potensiale for varige fortrinn diskuteres under.

Finansielle ressurser – egenkapitalandel

Konsernet Gyldendal er i stor grad EK-finansiert, nesten 45 % av totalkapitalen i 2013 består av egenkapital. Dette gjør konsernet solid og godt rustet for eventuelle fremtidige tap. Den sterke finansielle posisjonen Gyldendal har, er et resultat av god lønnsomhet tilbake i tid. En sterk egenkapitalandel garanterer derimot ikke at lønnsomheten fremover vil bli like god som den har vært historisk. God finansiell stilling skaper altså ikke en strategisk fordel fremover i tid og er dermed ikke en ressurs for Gyldendal i den forstand. Vi merker oss likevel at også konkurrentene Cappelen og Aschehoug også er solide selskap. Aschehoug har en egenkapitalandel på 43,7 % i 2013 (H. Aschehoug & Co W. Nygaard AS, 2015), mens Cappelen har en egenkapitalandel på 35,2 % samme år (Cappelen Damm Holding AS, 2015b). Egenkapitalandelen i 2013 blant de øvrige forlagene er på henholdsvis 34,4 % i Schibstedt Forlag AS (Schibsted Forlag AS, 2015), 0,9 % i Bestselgerforlaget AS (Bestselgerforlaget AS, 2015), 24 % i Universitetsforlaget (Universitetsforlaget, 2015) og 34,5 % i Kagge Forlag AS (Kagge Forlag AS, 2015).

Fysiske ressurser - lokasjon av bokhandler

Bokhandlers plassering rundt omkring i landet er viktig. En virksomhet må løpende vurdere om nåværende butikkplasseringer er hensiktsmessige, eller om enkelte bør erstattes med mer lønnsomme plasseringer. I 2013 etablerte Gyldendal fire nye ARK-butikker samtidig som

fire med svak trafikk ble lagt ned. Gyldendals bokhandel ARK er en av landets ledende med 107 butikker (Gyldendal ASA, 2014). ARK har butikker over hele landet, og er godt lokalisert i byene. Konkurrenten Aschehoug eier imidlertid 51 % av Norli Libris AS som driver butikkene Norli og Libris. Disse har henholdsvis 87 og 73 butikker i sin kjede, og til sammen har de flere butikker enn Gyldendals ARK (Libris, 2015; Norli, 2015). Cappelen eier Tanum bokhandel som hovedsakelig lokaliserer sine 15 butikker i hovedstaden og på enkelte flyplasser (Tanum AS, 2015). Schibsted Forlag AS, Universitetsforlaget AS og Kagge Forlag AS har ikke eierskap i bokhandler, mens Bestselgerforlaget eies av Gyldendal og Aschehoug. Også øvrige store konkurrenter eies av de tre største forlagene. ARKs antall og plassering av bokhandlene er viktig for konsernet og påvirker økonomisk verdi. Det er kapitalkrevende for nyetablerte forlag å bygge opp tilsvarende mange butikker. Selv om hovedkonkurrentene også har bokhandler med gode lokasjoner, er ressursen sjelden. Den er også vanskelig å imitere fordi eierne av gode lokaliteter ønsker å leie ut til etablerte aktører som kan garantere for en inngått leiekontrakt. Det er verdt å merke seg at ettersom handelen på internett er økende, vil lokasjon av bokhandler få noe mindre betydning fremover.

Menneskelige ressurser - ansatte

Menneskelige ressurser i form av dyktige ansatte er viktig for en virksomhet og gir økonomisk verdi. Spesielt ansatte som tilfører virksomheten innovative løsninger, slik at forretningen hele tiden videreutvikles, er verdifulle. Man har likevel ingen garanti for at ansatte ønsker å fortsette i virksomheten, og konkurrenter kan også skaffe seg betydningsfulle medarbeidere. Informasjon fra Gyldendals historie viser at konsernet totalt har hatt fem daglige ledere (Gyldendal ASA, 2015d). Kontinuitet i ledelsen kan være en fordel for et konsern. I bokbransjen er også tilknytning til forfatterne viktig. Gyldendal er tilknyttet mange forfattere, og de er viktige for selskapet. Imidlertid stiller også konkurrentene sterkt her. Vi vurderer det dithen at selskapets menneskelige ressurser gir midlertidig fortrinn.

Teknologiske ressurser – innovativ teknologisk utvikling

Det er liten tvil om at den teknologiske utviklingen i samfunnet påvirker selskapene i bok- og forlagsbransjen. For at selskapene skal kunne vokse eller opprettholde sin markedsandel, er det avgjørende at man følger tilstrekkelig med i den teknologiske utviklingen. Teknologisk innovative selskap, som er tidlig ute med det siste innen ny teknologi, vil kunne oppnå

konkurransemessige fordeler i forhold til sine konkurrenter. Der er viktig å være først ute da teknologiske løsninger raskt kan kopieres. Teknologien har blant annet bidratt til at e-bok-apper er tilgjengelig. De fleste aktører tilbyr imidlertid dette, og Gyldendal står ikke i en særstilling her.

Merkenavn

Merkenavnet Gyldendals historie går helt tilbake til oppstarten i Norge i 1925, men navnet ble også benyttet i Danmark før den tid. Et merkenavn er sjelden, viktig og ikke-imiterbart. Gode merkenavn tiltrekker seg nye kunder, samtidig som man har gode forutsetninger for å beholde de kundene man har. Bok- og forlagsbransjen er imidlertid spesiell i og med at forbrukerne gjerne ikke holder seg til et spesielt forlag. Bøker kjøpes ut fra interesse og behov, uavhengig av hvilket forlag som gir ut boken. Selv om konsernets totale markedsandeler i bokbransjen er 24 %, trenger det ikke påvirke kundenes fremtidige kjøp. Det er hvilke bøker som blir gitt ut i fremtiden som betyr noe. Hvilke forfattere de ulike forlagene er tilknyttet kan avgjøre fremtidig etterspørsel.

I markedet for lærebøker kan merkenavnet ha noe større betydning enn i det skjønnlitterære markedet. Skoler kan velge pensumlitteratur ut fra forlag dersom man har gode erfaringer eller avtaler. Merkevarer har også betydning. Det er nærliggende å tro at større utdanningsinstitusjoner vil foreta sine bokinnkjøp hos forlag de er kjent med på bekostning av mindre og mer ukjente forlag. Likevel velges gjerne pensumlitteratur ut fra hva som vurderes å være best egnet. Man velger gjerne den forfatteren man mener presenterer litteraturen på en best mulig faglig og pedagogisk måte, uavhengig av hvilket forlag som gir ut boken.

Siden kundens valg i større grad avhenger av forfatter enn av forlag, er spørsmålet om merkenavnet Gyldendal klarer å trekke til seg dyktige og populære forfattere innenfor fag- og skjønnlitteraturen. Større forlag kan ha en fordel ved den erfaringen og tyngden man har i markedet. Nye forfattere som knyttes til større forlag er sikret bred markedsføring og har gode forutsetninger for salg. På den andre siden har kanskje mindre forlag en tettere relasjon til forfatterne, man blir ikke en i mengden i like stor grad. I et mindre forlag vil enkeltforfattere gjerne få mer oppfølging og oppmerksomhet da forlaget må få mest mulig ut av de forfatterne de har. Etablerte forfattere forholder seg gjerne til det samme forlaget over lengre tid da det fort oppstår et tillits- og lojalitetsforhold mellom forfatter, redaktør og

forlag. Videre tar det tid å bygge relasjoner og bli kjent med hverandre ("Forfatteren 0105," 2015). Å skifte forlag kan være en konfliktfylt og krevende prosess, og det gjør det kanskje lettere å bli værende der man er (Egeland, 2014). Ukjente forfattere i startfasen av sin karriere har nok mer fokus på å få gitt ut verket sitt enn å gi ut på et bestemt forlag.

I forhold til mindre konkurrenter vil det at Gyldendal har et godt omdømme og en lang historie, kunne ha innvirkning. Merkenavnet Gyldendal er mobilisert og appropriert og gir et varig, samt beholdt fortrinn. Cappelen, Aschehoug og de øvrige forlagene har også sterke merkenavn. Merkenavnet Gyldendal står antagelig ikke i en særstilling i bok- og forlagsbransjen.

Forretningsområder

Gyldendal har egne forretningsområder gjennom hele prosessen fra idé til sluttkunde. Konsernet er involvert i de ulike bransjene gjennom sine datterselskap, tilknyttede selskap og felleskontrollerte virksomheter. Gjennom eierskap i ulike bransjer når konsernet flere segmenter og målgrupper. Som tidligere nevnt har Gyldendal eierskap innen forlag, bokhandel, distribusjon, bokklubb, infrastruktur og IT. For å nå kundene med sine produkter kan de i stor grad benytte seg av egne selskap. Dette medfører effektiv markedsføring. Konsernet har også flere ben å stå på gjennom at de tilbyr bøker innenfor både fag- og skjønnlitteratur. Ressursen bidrar positivt til konsernets inntekter og kostnader. Da ressursen også er tatt i bruk gir den konsernet verdi. Vi ser imidlertid at ressursen nødvendigvis ikke er sjelden da også Cappelen og Aschehoug har tilsvarende konsernstruktur. De benytter egne forlag og selger bøkene gjennom egne bokhandler. For mindre og eventuelle nye aktører vil det derimot være vanskeligere å kunne oppnå tilsvarende sterk struktur i flere forretningsområder. Vår vurdering er at ressursen gir et midlertidig fortrinn.

Portefølje av tidligere utgivelser

Normalkontrakter mellom forlag og forfattere innebærer oftest at forlaget har retten til forfatterens tidligere utgivelser på samme forlag, også kalt «backlist». Dersom en forfatter velger å bryte med sitt tidligere forlag, for så å gå over til et nytt, har altså det første forlaget i utgangspunktet retten til tidligere utgivelser. Alternativt må forfatteren eller det nye forlaget kjøpe seg ut av denne retten. Dette forklarer at forfattere i liten grad velger å bytte forlag. «Backlisten» er selvsagt enn viktig ressurs for et forlag, og med Gyldendals store

portefølje av forfattere og lange historie sier det seg selv at denne «backlisten» etter hvert blir omfattende. Verdien av ressursen avhenger av populariteten av tidligere utgivelser fra forfatterne. Enkelte bøker har et jevnt salg også i årene etter første utgivelse, mens andre ikke selger spesielt mye i etterfølgende år. Det er klart at konkurrerende forlag har tilsvarende ressurser i større og mindre grad, avhengig av antall tilknyttede forfattere og tidligere utgivelser. Ressursen gir da et midlertidig fortrinn. Vi merker oss også diskusjonen rundt forfatternes forhandlingsrett til å gi ut sin egen «backlist» som e-bøker. «Backlisten» gir likevel forlaget en verdi i form av prosentvis inntekt av salget (Nygårdshaug, 2015).

Oppsummering intern ressursanalyse

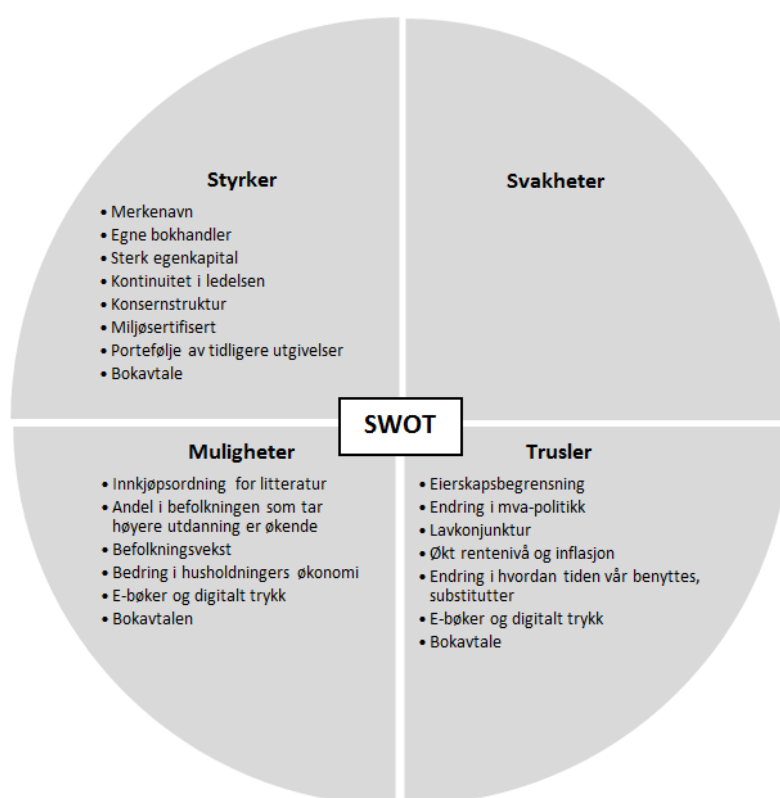
Ser vi på den interne ressursbaserte analysen samlet, innehar Gyldendal-konsernet flere ressurser som er viktige for deres nåværende og fremtidige posisjon blant konkurrentene. Det er likevel sammenfallende for de ressursene vi har listet opp at de vanskelig kan sies å være sjeldne og ikke-imiterbare over tid. Det resulterer i at det kun er lokasjon av bokhandler, selskapets merkenavn og portefølje av tidligere utgivelser som kan sies å være et varig fortrinn. Spørsmålet blir om disse skiller seg ut i forhold til selskapets konkurrenters ressurser. Det er vanskelig å komme frem til et klart svar på dette. For resterende ressurser vil de antagelig være mer betydningsfulle overfor eventuelle nye eller mindre nåværende konkurrenter enn det de er overfor hovedkonkurrentene Aschehoug og Cappelen. Totalt sett ser vi likevel at Gyldendal gjennom sin lange historie har klart å bygge opp en konsernstruktur som står sterkt rustet, også i fremtiden.

Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Utfall
Egenkapitalandel	Nei	Nei	Nei	Nei	Nei	Ingen fordel
Lokasjon av bokhandler	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig, beholdt fortrinn
Ansatte	Nei	Ja	Delvis	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Innovativ teknologisk utvikling	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Merkenavn	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig, beholdt fortrinn
Forretningsområder	Nei	Ja	Delvis	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Portefølje av tidligere utgivelser	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig beholdt fortrinn

Figur 4-5 Svima-modellen Gyldendal

4.3.2 SWOT⁶ - oppsummering av strategiske fordeler og risikoer

En virksomhets eventuelle strategiske fordel som følge av eksterne bransjefordeler eller interne ressursfordeler kan oppsummeres i en SWOT-analyse. Her ser man samlet på hvilke styrker og svakheter man har internt samt hvilke muligheter og trusler som foreligger eksternt. For virksomheten er det viktig å videreutvikle sterke sider, forbedre sine svake sider, utnytte mulighetene i markedet og være best mulig forberedt til å kunne møte kommende trusler. SWOT-analysen, som er et sammendrag av Pestel-, Porter- og SVIMA-analysen, illustreres med følgende figur:



Figur 4-6 SWOT-analyse Gyldendal

Av figuren ser vi at Gyldendal har flere styrker enn svakheter. Som SVIMA-analysen indikerer, er en del av styrkene midlertidige fordi de kan kopieres av konkurrentene. De vil ikke være med på å skape en eventuell strategisk fordel i fremtiden, men kan ha gitt fordeler historisk. Ressurser som egne godt lokaliserte bokhandler, merkenavn og portefølje er derimot av mer varig karakter.

⁶ Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats

Spørsmålet er hvor store strategiske fordeler ressursene har gitt og vil gi Gyldendal fremover. Dette er avhengig av hvor gode Gyldendal har vært til å utnytte ressursene sine over analyseperioden og hvor stort fokus de har på å utnytte dem i fremtiden.

De eksterne mulighetene er allerede realisert eller de fleste begynner i alle fall å flate ut. Det kan tale for at man ikke forventer noen særlig bransjefordel fremover.

Videre i oppgaven tar vi med oss resultatene fra den strategiske og økonomiske analysen for ytterligere å underbygge våre antakelser om Gyldendals fremtid.

4.4 Oppsummering av strategisk analyse

Bransjen har muligheter for en fordel gjennom gunstige støtteordninger rundt innkjøp, og ved bokavtalen. Spørsmålet er imidlertid om bokavtalen bidrar til en bransjefordel der netto driftsrentabilitet er større enn kravet. Avtalene og støtteordningene kan være tiltak satt inn for å kompensere for ulemper like mye som det er politiske virkemidler for å oppnå fordeler. Selv om man i utgangspunktet kan forvente bransjefordeler der slike tiltak iverksettes, kan presise virkemidler jevne ut eventuelle ulemper, og de etterlater seg ikke nødvendigvis noen form for superprofitt. I kapittel 8 ser vi nærmere på om bransjen faktisk har en fordel eller ikke.

Gjennom SVIMA-analysen kommer vi frem til at Gyldendal har mange ressurser, men at flere ikke er eksklusive for dem. Sterkt merkenavn, en stor portefølje av tidligere utgivelser og godt lokaliserte bokhandler mener vi likevel gjør at Gyldendal har et fortrinn sammenlignet med resten av bransjen. Vi forventer at vi i lønnsomhetsanalysen vil finne en ressursfordel, men at denne ikke vil være signifikant.

5 Regnskapsanalyse

5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

I forlengelsen av den strategiske analysen vil vi nå foreta en regnskapsanalyse basert på offentlig regnskapsinformasjon for Gyldendal. I motsetning til den foregående strategiske analysen er regnskapsanalysen kvantitativ. Ser vi de to analysene i sammenheng, har vi en strategisk regnskapsanalyse.

En regnskapsanalyse gjennomføres for å avdekke finansielle forhold i et selskap. Vi forutsetter at selskapets historiske regnskapstall gir oss innsikt i hvordan selskapet vil utvikle seg fremover i tid. Samtidig klargjør regnskapsanalysen for ytterligere analyse (Kinserdal, 2005). Analyse av tallene gir innsikt, og danner ytterligere grunnlag for å vurdere risiko og eventuell superrentabilitet⁷. Rammeverket til Knivsflå, som vi benytter oss av, er illustrert og kort forklart i avsnitt 3.3. Hver enkelt del i regnskapsanalysen gjennomgås i dybden løpende.

Et finansregnskap har potensielt mange brukere. Selskapet selv bruker regnskapet for kontrollformål. Oppnådde resultater vurderes, og man planlegger fremtidige satsningsområder. Ansatte, kunder og leverandører knyttet til selskapet kan hente viktig informasjon fra finansregnskapet. Samfunnet generelt, eksempelvis i form av konkurrenter, er også interessert i tallene. Sist, men ikke minst er skattemyndighetene opptatt av informasjonen som gis. Regnskapsanalysen kan være enten kreditor- eller investororientert, da disse to brukere har noe forskjellig fokus og verdsetter informasjonen ulikt. Kreditorene er opptatt av at de får tilbake pengene de har lånt ut, eller har til gode hos selskapet. Investorene har derimot investert kapital i selskapet og er mest opptatt av om den investerte kapitalen gir en avkastning ut over avkastningskravet. Potensielle investorer er opptatt av verdien i selskapet for å vurdere om investeringskostnaden er fornuftig med hensyn til reelle verdier.

5.2 Praktiske valg

Før vi presenterer den regnskapsmessige analysen ønsker vi å presisere noen valg vi gjør.

5.2.1 Perspektiv på analysen

Siden vi verdsetter Gyldendals egenkapital, er fokuset i den videre regnskapsanalysen på de som har skutt inn kapital i selskapet, altså investorene. Investororientert regnskapsanalyse finner nettoverdien av selskapet og vurderer avkastningen investorene får vurdert opp mot avkastningskravet.

5.2.2 Analysenivå

For å kunne vurdere konsernets samlede virksomhet, velger vi å foreta analysen på konsernnivå, og ikke på selskapsnivå. At konsernet Gyldendals datterselskap, tilknyttede

⁷ Rentabilitet utover avkastningskravet

selskap og felleskontrollerte virksomheter i stor grad driver innenfor samme forretningsområde taler også for en samlet analyse. Med unntak av selskapet Conexus er aktiviteten knyttet til bok- og forlagsbransjen i en eller annen form.

5.2.3 Analyseperiode

Vi har valgt en analyseperiode på seks år (2009-2014), da virksomheten er konsistent og forretningsområdet ikke er betydelig endret i perioden. Dette gir oss også et bredere grunnlag for forholdstallanalyse. I perioden før 2009 var Gyldendal, samt konkurrentene Cappelen og Aschehoug, preget av endringer i form av diverse oppkjøp. Vi mener da at perioden før 2009 ikke egner seg for analyseformål. Som følge av endringene sier rapporterte tall lite om fremtiden. Fra 2009 mener vi tallene er mer stabile og bedre egnet for analysering og verdivurdering.

5.2.4 Komparativ bransje

Siden vi analyserer Gyldendal-konsernet opp mot et bransjegjennomsnitt, er vi avhengige av sammenlignbare selskap. I Norge er det mest nærliggende å sammenligne med Cappelen og Aschehoug, da disse selskapene har en tilsvarende størrelse og konsernstruktur som Gyldendal. I motsetning til Gyldendal er ikke Cappelen og Aschehoug børsnoterte. Sammen dominerer disse tre selskapene bransjen, med en markedsandel på 65 %. Vi mener det er fornuftig å holde de små forlagene utenfor og at vi slik får vi en best mulig fremstilling av bransjenivået. Vi ser likevel til de små forlagenes nøkkeltall for sammenligning der det er relevant. På grunn av de nevnte politiske og juridiske særordningene som den norske bokbransjen har, anser vi det ikke hensiktsmessig å ta inn utenlandske selskap i bransjegjennomsnittet. Siden vi ønsker å sammenligne med bransjegjennomsnittet velger vi å inkludere Gyldendal i sammenligningsgrunnlaget. Bransjen vår består av kun tre selskap, der hvert selskap utgjør 33 % av bransjen. Utviklingen i et enkelt selskaps tall påvirker da tallene til bransjen i relativt stor grad.

Ved beregning av egenkapitalbeta i kapittel 7 og i den komparative verdsettelsen i kapittel 12 kreves det at selskapene man sammenligner med er børsnoterte. I mangel på børsnoterte forlag i Norge ser vi til andre europeiske land. De sammenlignbare selskapene er kort presentert i kapittel 2.4 over. I Danmark finner vi danske Gyldendal A/S, i Storbritannia finner vi Bloomsbury Publishing og i Sveits finner vi Orell Füssli Holding AG.

5.3 Presentasjon av rapporterte tall og «trailing»

Gyldendal rapporterer etter IFRS⁸, jfr. regnskapsloven § 3-9. Under presenteres resultat og balanse slik de rapporteres av selskapet for 2008-2014. Vi benytter de siste tallene for det enkelte år. Det vil si at tallene for 2008 er hentet fra årsregnskapet for 2009 osv. Vi merker oss at fra 01.01.2013 blir investeringer i felleskontrollert virksomhet bokført etter egenkapitalmetoden (tidl. ble de bokført etter bruttometoden). Endringer som følge av den nye IFRS 11⁹ har ikke effekt på verken årsresultatet eller egenkapitalen, men på bruttoverdiene i resultatregnskapet og i balansen (Gyldendal ASA, 2015f).

Rapportert resultat

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Salgsinntekter	1 747 907	1 709 418	1 621 842	1 709 108	1 871 911	1 638 189	1 677 277
Andre driftsinntekter	25 520	31 677	56 490	447	283	319	292
Driftsinntekter	1 773 427	1 741 095	1 678 332	1 709 555	1 872 194	1 638 508	1 677 569
Varekostnader	794 934	806 827	756 028	829 888	909 711	741 072	769 111
Lønnskostnader	442 217	433 313	411 682	434 608	476 475	427 847	431 800
Ordinære avskrivninger	64 665	75 641	76 867	76 063	78 204	65 641	68 879
Andre driftskostnader	406 658	344 329	353 995	326 684	340 790	367 959	378 048
Driftskostnader	1 708 474	1 660 110	1 598 572	1 667 243	1 805 180	1 602 519	1 647 838
Driftsresultat	64 953	80 985	79 760	42 312	67 014	35 989	29 731
Inntekt fra investering i datterselskaper							
Inntekt fra investering i tilknyttede selskaper	1 091	1 550	334	-675	-4 339	-788	-710
Renteinntekter	24 292	10 139	2 614	1 847	2 054	70	1 531
Andre finansinntekter	8 353	2 507	5 190	4 985	5 578	20 321	2 222
Verdiendring markedsbaserte verdipapirer	-9 343	-2 587	-				
Rentekostnader	71 961	35 404	16 689	11 995	11 387	8 007	8 192
Andre finanskostnader	4 133	4 090	7 841	9 362	9 498	8 814	8 285
Netto finansposter	-51 701	-27 885	-16 392	-15 200	-17 592	2 782	-13 434
Resultat før skattekostnad	13 252	53 100	63 368	27 112	49 422	38 771	16 297
Skattekostnad	7 362	15 380	18 349	8 318	15 193	8 267	6 428
Årets resultat	5 890	37 720	45 019	18 794	34 229	30 504	9 869
OCI	-3 352	-	-24 403	-26 260	-10 466	24 984	-26 059
Totalresultat	2 538	37 720	20 616	-7 466	23 763	55 488	-16 190
Driftsrelatert dirty surplus	-2 257	-	-27 313	-	-	-	322
Finansielt dirty surplus		-	-	-	-	-	
Fullstendig nettoresultat	281	37 720	-6 697	-7 466	23 763	55 488	-15 868

Tabell 5-1 Rapportert resultat Gyldendal

(Gyldendal ASA, 2015g)

⁸ International Financial Reporting Standards

⁹ IFRS 11 Felleskontrollert innretning

Rapportert balanse

Eiendeler	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Immaterielle eiendeler	79 842	68 473	76 664	66 625	58 379	79 316	72 457
Goodwill	122 938	123 938	123 938	123 938	123 903	123 902	125 502
Utsatt skattefordel	-	-	-	-	-	-	-
Immaterielle eiendeler	202 780	192 411	200 602	190 563	182 282	203 218	197 959
Bygninger og tomter	239 845	231 846	223 057	214 310	205 769	196 970	188 679
Inventar og driftsmidler	181 606	173 930	166 468	173 017	199 563	149 689	135 256
Varige driftsmidler	421 451	405 776	389 525	387 327	405 332	346 659	323 935
Aksjer i datterselskap	-	-	-	-	-	-	-
Andeler i tilknyttede selskaper	6 950	10 116	9 451	8 775	49 751	35 411	32 006
Aksjer i ander selskaper	105	107	107	107	76	212	76
Pensjonsmidler	10 493	14 922	-	81	-	-	-
Andel anl.middel i felleskontr. virksomheter	265 372	254 757	243 752	231 462	219 209	175 150	144 310
Langsiktige fordringer	3 291	2 372	2 945	4 199	2 025	2 030	2 034
Finansielle anleggsmidler	286 211	282 274	256 255	244 624	271 061	212 803	178 426
Anleggsmidler	910 442	880 461	846 382	822 514	858 675	762 680	700 320
Varer	337 979	303 500	280 124	261 022	265 048	264 231	283 567
Kundefordringer	70 152	68 199	67 730	60 953	68 452	141 778	96 697
Andre fordringer	42 019	19 747	16 972	20 007	23 986	23 102	39 643
Fordringer	112 171	87 946	84 702	80 960	92 438	164 880	136 340
Markedsbaserte aksjer	26 767	24 180	24 608	24 491	25 195	26 205	23 658
Andel oml.middel i felleskontr. virksomheter	230 566	166 402	170 832	206 503	202 468	-	-
Investeringer	257 333	190 582	195 440	230 994	227 663	26 205	23 658
Bankinnskudd, kontanter o.l.	26 683	120 091	90 791	114 935	117 447	74 091	186 202
Omløpsmidler	734 166	702 119	651 057	687 911	702 596	529 407	629 767
Eiendeler	1 644 608	1 582 580	1 497 439	1 510 425	1 561 271	1 292 087	1 330 087

Tabell 5-2 Rapportere eiendeler Gyldendal

Egenkapital og gjeld	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2013	2 014
Aksjekapital	23 522	23 522	23 522	23 522	23 522	23 522	23 522
Egne aksjer	-460	-460	-460	-460	-460	-460	-460
Overkursfond	137 720						
Innskutt egenkapital	160 782	23 062	23 062	23 062	23 062	23 062	23 062
Fond for vurderingsforskjell	77 715						
Annen egenkapital	340 842	593 997	571 156	547 547	563 236	602 582	570 270
Opptjent egenkapital	418 557	593 997	571 156	547 547	563 236	602 582	570 270
Egenkapital	579 339	617 059	594 218	570 609	586 298	625 644	593 332
Pensjonsforpliktelser	49 516	54 364	87 003	105 113	114 437	86 794	109 193
Derivater				5 038	5 289	2 947	10 916
Utsatt skatt	3 738	17 997	15 574	13 299	6 125	13 750	7 197
Avsetning for forpliktelser	53 254	72 361	102 577	123 450	125 851	103 491	127 306
Gjeld til kredittinstitusjoner	193 125	286 667	173 333	155 000	145 000	135 000	185 000
Annen langsiktig gjeld					7 216	-	-
Andel langsiktig gjeld i felleskontrollerte virksomheter	144 690	137 472	124 343	129 163	118 544	-	-
Annen langsiktig gjeld	337 815	424 139	297 676	284 163	270 760	135 000	185 000
Kortsiktig gjeld til kredittinstitusjoner	182 487	43 333	43 333	18 333	10 000	10 000	10 000
Leverandørgjeld	96 513	108 236	116 381	139 139	146 132	161 648	152 537
Betalbar skatt					16 463	6 983	1 152
Skyldige offentlige avgifter	40 106	32 949	39 397	35 403	51 842	46 491	44 824
Annen kortsiktig gjeld i felleskontrollerte virksomheter	199 699	128 200	130 857	156 045	135 043	-	-
Annen kortsiktig gjeld	155 393	156 303	172 999	183 282	218 882	202 830	215 936
Kortsiktig gjeld	674 198	469 021	502 967	532 202	578 362	427 952	424 449
Gjeld	1 065 267	965 521	903 220	939 815	974 973	666 443	736 755
Egenkapital og gjeld	1 644 606	1 582 580	1 497 438	1 510 424	1 561 271	1 292 087	1 330 087

Tabell 5-3 Rapportert egenkapital og gjeld Gyldendal

(Gyldendal ASA, 2015g)

For å benytte ferskest mulige tall i regnskapsanalysen er det vanlig å ta inn tall fra eventuelle kvartalsrapporter i analysen. Gamle tall er ikke nødvendigvis representative for selskapets nåværende situasjon. Har man tall til og med 3. kvartal 2014 tilgjengelig, blir trailet resultat for 2014 slik:

$$Trailing\ 2014 = Q_{1\ 2014} + Q_{2\ 2014} + Q_{3\ 2014} + Q_{4\ 2013}$$

Konsernregnskapet til Gyldendal for 2014 fastsettes ikke før generalforsamlingen avholdes 19.mai 2015. Årsrapporten for konsernet slik den er godkjent av styret 24. mars 2015 er derimot tilgjengelig noe tidligere. Det er sjelden at styrets forslag til konsernregnskap ikke blir godkjent av generalforsamlingen. Dette gjelder særlig hos Gyldendal hvor styreleder og største aksjonær er en og samme person. Som følge av dette har vi benyttet oss av årsrapporten for 2014 slik at vi ikke har hatt behov for å «traile» resultat og balanse. Selv om «trailing» av 4.kvartal er beste estimat før tall er tilgjengelige, og «trailing-tall» ofte er overraskende lik faktiske tall, blir analysen vår mer presis ved å benytte faktiske tall.

Cappelen og Aschehoug er ikke børsnoterte, og har ikke plikt til å utarbeide og offentliggjøre kvartalsregnskap. Vårt beste estimat på 2014-tall er derfor rapporterte tall for 2013 justert for vekst. Trailing for 2014 blir da slik:

$$Trailing\ 2014 = (1 + g) * 2013$$

Vekstfaktoren g beregnes ut fra veksten fra 2012 til 2013. I tilfellene der veksten er ekstrem, i ene eller andre retningen, overstyres den. Cappelens tall presenteres under. Veksten for avskrivninger, finansinntekter og finanskostnader er overstyrt.

Cappelen Damm	2012	2013	Vekstfaktor	2 014
Salgsinntekter	1 392 647	1 433 492	2,93 %	1 475 535
Andre normale driftsinntekter	-	-		-
Driftsinntekter	1 392 647	1 433 492		1 475 535
Varekostnader	-496 778	-508 644	2,39 %	-520 793
Lønnskostnader	-379 291	-399 517	5,33 %	-420 822
Ordinære avskrivninger	-54 274	-43 084	-20,62 %	-43 084
Andre driftskostnader	-382 944	-380 627	-0,61 %	-378 324
Driftskostnader	-1 313 287	-1 331 872		-1 363 023
Driftsresultat i egen virksomhet før unormale poster	79 360	101 620		112 512
Driftsrelatert skattekostnad	-17 588	-34 156		-30 575
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	61 772	67 464		81 937
Netto resultat fra driftstilknyttede virksomheter	-	-		-
Netto driftsresultat	61 772	67 464		81 937
Netto finansinntekt	7 202	5 110	-29,05 %	5 110
Skatt på finansinntekt	-1 801	-1 278		-1 278
Netto resultat til sysselsatt kapital	67 174	71 297		85 770
Netto finanskostnad	-34 366	-31 764	-7,57 %	-32 000
Skatt på finanskostnader	9 279	8 576		8 640
Netto minoritetsresultat	360	178	21,45 %	216
Netto resultat til egenkapital	42 447	48 287		62 626
Unormalt netto driftsresultat	14 745	-10 844		-62 626
Skatt på unormalt driftsresultat	-3 268	3 645		-
Unormalt netto finansresultat	-	-		-
Skatt på unormalt finansresultat	-	-		-
Fullstendig netto resultat til egenkapital	53 924	41 088		-
Netto betalt utbytte	-	-		-
Endring i egenkapital	53 924	41 088		-

Tabell 5-4 Eksempel på trailing Cappelen Damm

Rapporterte tall 2012 og 2013 og «trailing-tall» for 2014 (Cappelen Damm Holding AS, 2015a).

Når vi kommer til analysen er det viktig å ha i bakhodet at Gyldendal sine tall for 2014 er faktiske, mens Cappelen og Aschehougs tall er «trailing-tall» basert på tidligere års utvikling.

5.4 Omgruppering for analyse

Den tradisjonelle resultat-, balanse- og kontantstrømoppstillingen etter god regnskapsskikk og IFRS er først og fremst kreditororientert, og for å nærme oss den investororienteringen vi ønsker, må regnskapstallene omgrupperes noe. Hensikten med omgrupperingen er å få frem hva som er normal verdiskapning og lønnsomhet, og om det er drift eller finansielle forhold som driver lønnsomheten. For å finne ut av dette må vi først og fremst omgruppere eventuelt avsatt utbytte, identifisere om det foreligger «dirty surplus» poster, skille mellom drift og finansiering, samt kartlegge normale og unormale poster. Omgrupperingen skjer tilsvarende for de andre deltakerne i bransjen for å få best mulig sammenligningsgrunnlag. De korrigeringene vi vil gjennomføre, gjennomgås kort i det følgende.

5.4.1 Omgruppering av resultatet

Omgruppering av resultatet bør ifølge Knivsflå skje i følgende steg (Knivsflå, 2015j):

1. Identifisering av fullstendig nettoresultat
2. Fordeling av resultat på drifts-, finans-, skatte- og nettoresultat
3. Trekke ut det unormale for å finne det normale
4. Fordele skattekostnaden på alle resultat

Identifisering av fullstendig nettoresultat

$$FNR = \text{\AA}RE + AFR + DSP$$

Etter hovedregelen i IAS 1 skal et selskap rapportere alle inntekter og kostnader i en periode som gevinst eller tap, med mindre IFRS krever eller tillater noe annet. Unntak fra hovedregelen rapporteres som annet fullstendig resultat (OCI) i en egen oppstilling, eller sammen med oppstillingen over årsresultatet. For Gyldendal rapporteres dette samlet i en oppstilling. OCI gjelder for det meste sikringseffekter og estimatavvik på pensjon.

I regnskapsloven § 4-3 bestemmer kongruensprinsippet at «alle inntekter og kostnader skal resultatføres». Det betyr at poster ikke skal føres utenfor resultatoppstillingen og direkte mot egenkapitalen. Unntak er endring av regnskapsprinsipp og korrigering av tidligere feil. Poster som føres direkte mot egenkapitalen kalles også «dirty surplus», og etter IFRS skal man i utgangspunktet ikke ha slike poster ettersom disse føres over OCI. Unntaket er emisjonskostnader og prinsippendringer. OCI og «dirty surplus» bør også fordeles mellom driftsrelaterte og finansielle poster, jfr. neste overskrift.

For Gyldendals del finnes det både OCI-poster og «dirty surplus» i regnskapene. I regnskapene til Cappelen og Aschehoug er det kun «dirty surplus» siden de rapporterer etter NGRS, hvor OCI ikke er tillatt.

Fordeling av resultat på drift, finans og egenkapital

Alle kapitaler i balansen har sitt eget resultat. Driftsresultatet er resultatet fra netto driftseiendeler, finansinntekt er resultatet fra finansielle eiendeler osv. Vi må derfor fordele det identifiserte fullstendige nettoresultatet på de ulike kapitalene. Det betyr at vi må avgjøre hvilke poster i resultatet som er driftsrelaterte og hvilke som er finansielle. Denne vurderingen må være konsistent med klassifiseringen i balansen.

Driftsrelaterte poster kjennetegnes ved at de stammer fra selskapets verdiskaping. For å kunne drive verdiskapende aktivitet er det behov for kapital. Kapital kan fås i form av egenkapital, lånt kapital, eller en kombinasjon av disse to. Poster som knyttes til denne kapitalen inngår i de finansielle postene. Finansielle poster kjennetegnes også ved at de ikke har noe med driften å gjøre. Ofte finner man resultat- og balanseposter som er en blanding av driftsrelaterte og finansielle poster. Det kan da være utfordrende å skille dem.

De fleste postene i resultatet til Gyldendal er det ikke tvil om at er drift. Inntekt fra investering i tilknyttede selskap, felleskontrollert virksomhet og renteinntekter er det knyttet mer usikkerhet til. Om inntekt fra investering i tilknyttet selskap og felleskontrollert virksomhet er drift eller finans er avhengig av hva de selskapene man har investert i driver med. Dersom virksomheten til Gyldendal og det selskapet det er investert i er lik, vil investeringen klassifisere som en driftspost. Avkastning på slike poster vil bli en del av driftsresultatet. Dersom selskapet som det investeres i driver med noe helt annet, slik at investeringen kun er en ren pengeplassering, vil den klassifiseres som en finanspost og avkastningen vil inngå i finansresultatet. Renteinntekter gjelder vanligvis et bankinnskudd og blir derfor stort sett klassifisert som finansinntekter. Dersom det er renter på en post som er driftsrelatert vil det bli regnet som driftsinntekt.

Ved hjelp av noteopplysningene har vi avdekket at de driftstilknyttede og felleskontrollerte selskapene i all hovedsak driver med det samme som Gyldendal-konsernet, og de vurderes derfor til å være driftsrelaterte. Inntekt fra selskapene klassifiseres altså som driftsrelatert inntekt og som en del av resultatet til netto driftseiendeler.

Vurderingen av om kontanter og andre likvider er driftsrelaterte eller finansielle eiendeler, er tatt i 5.4.2. I samsvar med dette er renteinntekter klassifisert som finansinntekt.

Kartlegging av normale og unormale poster

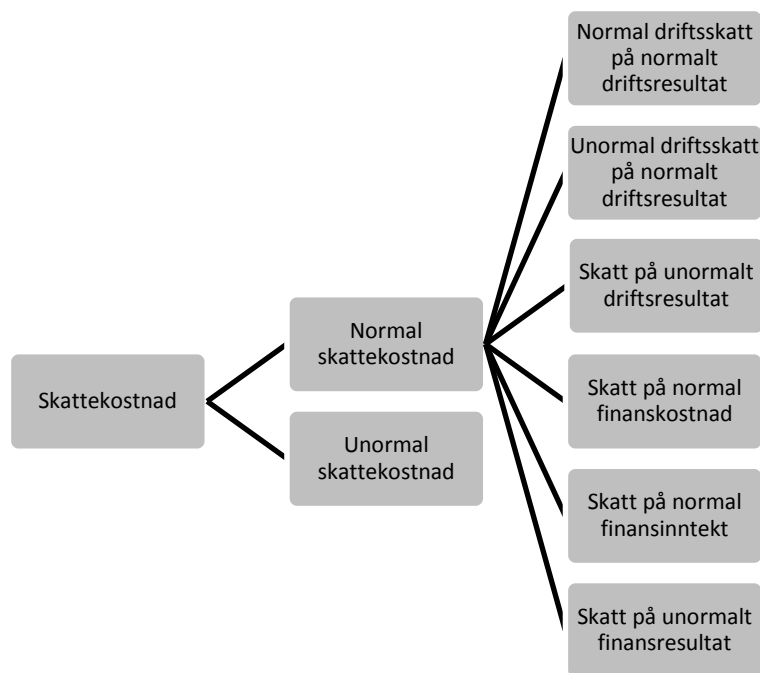
Normale regnskapsposter kjennetegnes ved at de er forventede og stabile fra år til år, samt at de antas å påløpe også i fremtiden. Salgsinntekter og rentekostnader er eksempel på dette. Motsatt oppstår unormale poster på grunn av spesielle situasjoner i enkeltperioder. Eksempler er salg, eller nedskrivninger av anleggsmidler. Å predikere fremtiden på grunnlag av unormale poster er lite relevant. Slike poster skilles derfor ut fra det normale resultatet.

De fleste postene i resultatet til Gyldendal er poster som antas å påløpe også i årene som kommer. Dette er salgsinntekter, varekostnader, lønnskostnader og andre driftskostnader. Unormale poster finnes i andre driftsinntekter, andre finansinntekter og andre finanskostnader. Noteopplysninger forteller oss at deler av andre driftsinntekter gjelder salg av driftsmidler. Dette er en unormal post som ikke forventes å være stabil i fremtiden. Det samme gjelder verdiendringer på aksjer som inngår i andre finansinntekter og andre finanskostnader.

Der noteopplysningene ikke gir oss grunnlag for å vurdere om en post er normal eller unormal, har vi sett på hvordan posten utvikler seg over analyseperioden. Poster som svinger mye fra år til år, i motsetning i poster som følger en klar trend over en periode, kan indikere at de bør klassifiseres som unormale. Et eksempel hos Gyldendal er finansposter. Notene gir oss ikke tilstrekkelig informasjon til å vurdere hva disse består av. Utviklingen over analyseperioden viser også at de varierer noe fra år til år. Manglende informasjon gjør at vi velger å klassifisere andre finansinntekter og – kostnader, samt verdiendring i markedsbaserte verdipapirer, som unormale. Konsekvensen blir at vi risikerer balanseposter uten kontantstrøm. Dette kan føre til at kontantstrømmen til egenkapitalen blir for høy, noe som igjen gir for høyt verdiestimat. Ytterligere informasjon ville gjort fordelingen mellom normale og unormale poster mer korrekt og nøyaktig.

Fordeling av skattekostnad

Når alle kapitalene har fått sitt eget resultat, må også skattekostnaden fordeles på resultatene. Først undersøker man om noe av skattekostnaden er unormal. Denne skal klassifiseres sammen med det unormale resultatet. Deretter fordeles den normale skattekostnaden.



(Knivsflå, 2015j)

Normal skattesats i Norge er per i dag 27 % og benyttes for å regne ut skatt på finanskostnader. På finansinntekter brukes derimot en finansinntektsskattesats. Denne er ofte lavere enn den vanlige skattesatsen fordi skatteloven § 2-38 bestemmer at utbytte og aksjegevinst ikke blir skattlagt på selskapsnivå. Den effektive skattesatsen på normale finansinntekter og unormalt finansresultat reduseres.

For Gyldendal beregner vi en effektiv skattesats på finansinntekter ved å bruke denne formelen:

$$fiss = \frac{0,27 * renteinntekter + 0 * utbytte}{finansinntekter}$$

På grunn av lite utbytte i forhold til renteinntekter blir resultatet en effektiv skattesats så nær 27 % at vi velger å bruke 27 % for Gyldendal.

Driftsresultatet får en driftsskattesats (dss) ut fra formelen:

$$\frac{\text{Rapportert skattekostnad} - fiss * (\text{finansinntekter} - \text{unormalt finansresultat}) + fkss * \text{finanskostnader}}{\text{Driftsresultat} + \text{unormalt driftsresultat}}$$

Driftsskattesatsen kan avvike kraftig fra 27 %. Årsaker er særskatter som petroleumsskatter, fremførbare underskudd, permanente forskjeller, skatter i utlandet og lignende.

Vi beregner dss for alle årene i analyseperioden, gjennomsnittlig ndss blir 31,28 %. Det er ingen forhold ved selskapet eller bransjen som tilsier en skattesats høyere enn 27 %.

Driftsskattesatsen på 31,28 % reflekterer historiske forhold, og er etter vår mening ikke relevant for fremtiden. Som følge av dette velger vi å benytte 27 % for å beregne normal driftsskatt på normalt og unormalt driftsresultat. Den samme beregningen for Aschehoug gav en ndss på 64 %. Dette estimatet er ikke meningsfylt, og vi benytter derfor 27 % også her.

Forskjellen mellom dss i det enkelte år og ndss kalles unormal driftsskattesats og brukes til å beregne unormal driftsskatt på normalt driftsresultat. Denne skattekostnaden klassifiseres sammen med andre unormale inntekter og kostnader, og vil ikke påvirke fremtidsbudsjettet.

5.4.2 Omgruppering av balansen

Omgruppering av balansen bør ifølge Knivsflå også skje i fire steg (Knivsflå, 2015i):

1. Omgruppering av avsatt utbytte
2. Skille mellom drifts- og finansposter
3. Omgruppering fra totalkapital til sysselsatt kapital
4. Omgruppering fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Omgruppering av avsatt utbytte

I et regnskap som avlegges etter norsk god regnskapsskikk, vil et avsatt utbytte fremgå som gjeld i balansen per 31.12, da styrets foreslåtte utbytte avsettes i regnskapet året før det vedtas av generalforsamlingen. Imidlertid er det først når generalforsamlingen vedtar utbyttet at betalingsforpliktelsen oppstår. Dersom utbytte ikke avsettes, vil årsresultatet tilføres egenkapitalen. Egenkapitalen er investorenes kapital, og fra et investorperspektiv blir det misvisende å presentere et avsatt utbytte som gjeld. Identifiseres avsatt utbytte, må dette tilbakeføres til egenkapital for å imøtekomme investorenes perspektiv. Etter IFRS tilfredsstilles ikke gjeldsdefinisjonen for et avsatt utbytte, og vi stilles ikke overfor tilsvarende problematikk i Gyldendal. Cappelen og Aschehoug rapporterer etter NGRS¹⁰. Cappelen har ikke betalt ut utbytte i analyseperioden, men hos Aschehoug er det avsatt utbytte i

¹⁰ Norsk god regnskapsskikk

balansen. Vi har omgruppert avsatt utbytte tilbake til egenkapital for å gjøre balansen mer investororientert.

Skille mellom drifts- og finansposter

Istedenfor å dele eiendelene i balansen i anleggsmidler og omløpsmidler, slik man gjør i en kreditororientert balanse, ønsker vi i en investororientert balanse å dele eiendelene i driftsrelaterte- og finansielle eiendeler. Gjelden deles tilsvarende. Balansen kan eventuelt tilfredsstille både kreditorer og investorer. Da deles driftsrelaterte eiendeler inn i driftsrelaterte anleggs- og omløpsmidler. Tilsvarende for finansielle eiendeler, driftsrelatert gjeld og finansiell gjeld.

Når man skiller mellom drifts- og finansposter i balansen, er det viktig at skillet gjøres konsistent med skillet gjort for resultatpostene, se 5.4.1. Hvis en post vurderes å være finansiell eiendel eller gjeld i balansen, må tilhørende inntekt eller kostnad klassifiseres som finansinntekt eller finanskostnad i resultatet. Tilsvarende gjelder for driftsposter.

Å avgjøre hvilke eiendeler som er driftsrelaterte og hvilke som er finansielle kan i noen tilfeller være vanskelig. Hovedregelen er at de eiendelene som benyttes i selve driften er driftsrelaterte, mens andre pengeplasseringer er finansielle. Finansielle eiendeler er altså eiendeler et selskap kan kvitte seg med uten at driften påvirkes. Eksempler på finansielle eiendeler kan være utleieeiendommer som ikke brukes av selskapet selv, samt markedsbaserte aksjer.

Gjelden deles ofte inn etter om den er rentebærende eller ikke. Rentebærende gjeld klassifiseres finansiell gjeld, mens ikke-rentebærende gjeld klassifiseres driftsrelatert.

Ved vår gjennomgang av balansen til Gyldendal har vi vurdert at de fleste postene helt klart er driftsrelaterte. Driftsmidlene er i sin helhet maskiner og anlegg som benyttes i driften. Ingenting tyder på at de er kjøpt inn for utleie. Investering i tilknyttede og felleskontrollerte selskap kan det være tvil om, og for vurderingen som er gjort her vises det til 5.4.1.

Det er ikke helt innlysende hvordan kontanter og andre likvider skal klassifiseres. Alle selskap må ha likvide midler for å kunne drive, og kontanter er derfor i prinsippet driftsrelaterte eiendeler. Har et selskap mer likvider enn de behøver til drift, vil overskuddslikviditeten være en finansiell eiendel. For å unngå fordeling mellom nødvendig likviditet, overskuddslikviditet

og tilhørende renter, har vi valgt å klassifisere alle kontanter og likvider som finansielle eiendeler.

I Gyldendal utgjør markedsbaserte aksjer og kontanter de finansielle eiendelene.

Langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner og annen langsiktig gjeld antas å være rentebærende og klassifiseres finansiell gjeld. Tilsvarende for kortsiktig gjeld til kredittinstitusjoner.

Resterende gjeld antas ikke å være rentebærende og er driftsrelatert.

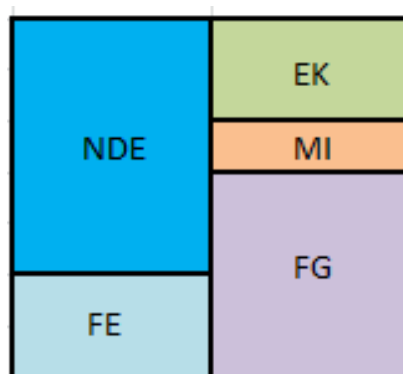
Fordelingen mellom drift og finans kan som nevnt være utfordrende. Dette skyldes ikke bare blandingsposter, men også at noteinformasjonen ikke er tilstrekkelig for formålet. Vi har brukt skjønn der det ikke er innlysende om posten er relatert til drift eller finans. Det viktigste er at poster i balansen, og tilhørende resultatposter, er vurdert konsistent med hverandre.

Omgruppering fra totalkapital til sysselsatt kapital

Sysselsatt kapital er den kapitalen som er skutt inn, eller sysselsatt, av eiere og finansielle långivere. For å finne denne må vi flytte driftsrelatert gjeld i balansen slik at vi kommer frem til netto driftseiendeler.

$$NDE = DE - DG$$

Sysselsatte eiendeler er, som vi ser av figuren under, summen av netto driftseiendeler og finansielle eiendeler, mens sysselsatt kapital blir summen av egenkapital, minoritetsinteresser og finansiell gjeld.



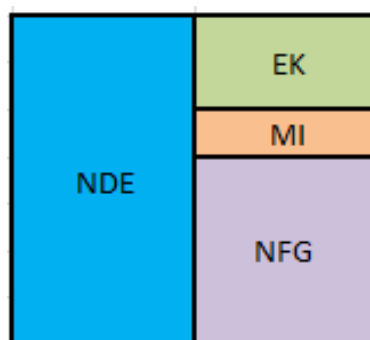
Figur 5-1 Sysselsatt kapital

Omgruppering fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Netto driftskapital er kapitalen som er investert i drift og ikke i finansielle eiendeler. Denne kapitalen brukes for å finansiere eiendelene som trengs til driften. De finansielle eiendelene i balansen flyttes slik at vi kun står igjen med netto driftseiendeler til debet. Finansielle eiendeler er svært likvide og kan raskt brukes til å betale ned finansiell gjeld. Av den grunn er det vanlig å analysere netto finansiell gjeld.

$$NFG = FG - FE$$

Netto driftseiendeler er forskjellen mellom driftsrelaterte eiendeler og driftsrelatert gjeld. Summen av egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld blir netto driftskapital.



Figur 5-2 Netto driftskapital

Dersom minoritetsinteressene er svært små, er det vanlig å slå sammen egenkapital og minoritetsinteresser.

$$EK^* = EK + MI$$

Hos Gyldendal er det ingen minoritet, slik det er i Cappelen og Aschehoug. I Cappelen er minoriteten svært liten slik at vi velger å operere med EK^* . For Aschehoug sin del har minoriteten noe større andel slik at vi velger å holde den utenfor egenkapitalen.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Driftseiendeler	1 591 053	1 438 202	1 381 933	1 370 892	1 418 553	1 191 579	1 120 151
- Driftsrelatert gjeld	689 655	635 521	686 554	766 482	812 757	521 443	541 755
= Netto driftseiendeler	901 398	802 681	695 379	604 410	605 796	670 136	578 396

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Egenkapital	579 339	617 059	594 218	570 609	586 298	625 644	593 332
+ Netto finansiell gjeld	322 057	185 622	101 160	33 800	19 498	44 492	-14 936
= Netto driftseiendeler	901 398	802 681	695 379	604 410	605 796	670 136	578 396

Tabell 5-5 Netto driftseiendeler Gyldendal

5.5 Analyse av målefeil og justering

Finansregnskapet kan inneholde målefeil i større og mindre grad. Målefeil oppstår når rapportert og virkelig rentabilitet ikke samsvarer med hverandre. Knivsflå presenterer de tre mest relevante målefeilene i det rammeverket vi benytter (Knivsflå, 2015k).

Den første målefeilen identifiseres i de tilfellene man benytter seg av et regnskap satt opp ved hjelp av historisk-kost. Man er pliktig til å benytte historisk-kost regnskap etter god norsk regnskapsskikk. Målefeil kan da oppstå for balanseførte anleggsmidler. På bakgrunn av at innregningen skjer til opprinnelig kostnad, og ikke kan oppskrives, vil man kunne identifisere en superprofitt. Avkastningen på den investerte kapitalen tilknyttet faktiske investeringer kan måles. Dersom rentabiliteten er større enn avkastningskravet har man en strategisk fordel. Etter IFRS kan man for enkelte typer eiendeler, som investeringseiendom¹¹ og finansielle instrumenter¹², velge om man heller ønsker å verdsette balanseførte eiendeler til virkelig verdi. Forutsetningen er at man har tilstrekkelig pålitelig informasjon om verdien. Benyttes en slik metode, kan man ikke identifisere superprofitt over driftsperioden. Dette fordi superprofitten inntektsføres med det samme, på investeringstidspunktet. Følgelig vil man ikke ha målefeil, og eventuell strategisk fordel kan ikke registreres.

Målefeil oppstår også som følge av at rammeverk som benyttes for regnskapsføring, god norsk regnskapsskikk eller IFRS, tillater en måling som ikke nødvendigvis er den mest hensiktsmessige for verdivurdering. Manglende balanseføring er eksempel på dette. Eiendels- og gjeldsdefinisjonene etter IFRS fører blant annet til at balanseføring av egenutviklet forskning ikke er tillatt. Årsaken er at forskningen ikke kan kontrolleres av foretaket, og at fremtidig økonomisk fordel ikke kan sannsynliggjøres i tilstrekkelig grad. Forskningen må da kostnadsføres. Konsekvensen blir undervurdering av kapitalen og overvurdering av rentabiliteten i driftsperioden. Vi får da en rentabilitetsmåling som ikke er hensiktsmessig. Dersom man velger å justere for FoU eller markedsføring, må man huske at dette vil påvirke en eventuell soliditetsanalyse. Årsaken er at man legger inn «luftige» verdier i balansen som ikke nødvendigvis er salgbare. En justering fører til interessekonflikter

¹¹ IAS 40

¹² IFRS 7

mellom investor og kreditor. Investor ønsker at regnskapet i størst mulig grad skal gi et bilde på underliggende økonomiske realiteter og dermed har fokus på virkelige verdier.

Kreditorenes perspektiv er mer forsiktig og de ønsker fokus på historisk kost.

Rapporterer selskap en rentabilitet som avviker fra den som skulle blitt rapportert etter gjeldende regler, oppstår også målefeil. Denne type rapportering oppstår som følge av manipulering av regnskapstall.

Før man eventuelt velger å justere de rapporterte tallene må man spørre seg om regnskapet etter justeringen vil gi et bedre bilde av de underliggende økonomiske forholdene. Eventuelt om justeringene bidrar med mer støy til tallene enn målefeilen allerede gjør. Verdivurdering er uavhengig av regnskapsføring i fremtidsbudsjettet og dermed er verdiestimatet også uavhengig av måling og målefeil i budsjettet.

5.5.1 Aktuelle justeringer

De fleste justeringene som er vanlig å foreta gjøres først og fremst for å inkludere manglende investert kapital i balansen i tilfeller hvor IFRS ikke tillater balanseføring, men der balanseføring gir en bedre fremstilling av de underliggende økonomiske forholdene. Dette kan eksempelvis være FoU-kapital, merkevarekapital og leiekapital.

I regnskapet til Gyldendal, og de andre selskapene i bransjen, er ikke utgifter til FOU og markedsføring spesifisert. De inngår i samleposten andre driftskostnader, og vi har ikke informasjon til eventuelt å justere for dette.

Både Gyldendal og Cappelen har derimot operasjonelle leieavtaler. Leiekostnadene er kostnadsført direkte i regnskapet slik regelen for operasjonelle leieavtaler tilsier (NRS 14¹³). Da reflekteres ikke nødvendigvis de underliggende økonomiske realitetene på best mulig måte. Det mangler en leierett og et leiekrav i balansen. Ved å balanseføre leieretten og leiekravet blir effekten at driftsrentabiliteten blir mer korrekt. Det oppnås som følge av en økning i netto driftskapital, og at renteelementet i leien blir flyttet fra driftskostnad til finanskostnad.

¹³ Norsk Regnskapsstandard nr. 14 - Leieavtaler

Gyldendal har en gjennomsnittlig årlig leiekostnad på ca. 103 000 000 NOK målt over analyseperioden. Ifølge noteinformasjon er leien knyttet til maskiner, kontorer og andre fasiliteter der gjennomsnittlig lengde på leieavtalene er fem år. Beregnet gjennomsnittlig rente på finansiell gjeld er i samme periode 6 %.

Kapitaliseringsfaktoren er beregnet ved hjelp av denne formelen (Knivsflå, 2015f):

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

Benyttes beregnet rente på 6 % får vi en kapitaliseringsfaktor på 4,2, og gjennomsnittlig leiekapital blir omtrent 436 000 000. Gjennomsnittlig leiekapital/leiekrav i Gyldendal er altså 436 millioner. Hensyntar man virkningen på utsatt skatt, beregnet ved hjelp av netto driftsskattesats, øker vi netto driftseiendeler og netto finansiell gjeld med 299 millioner som følge av denne justeringen. Selve nettoresultatet til egenkapitalen påvirkes ikke. Derimot blir netto driftsresultat og netto finanskostnad større som følge av at rentene på leiekravet blir flyttet fra andre driftskostnader til netto finanskostnad. Justeringen fører heller ikke til forskjell i den frie kontantstrømmen til egenkapitalen. Man får derimot en høyere fri kontantstrøm fra drift og en høyere finanskostnad.

For å beregne gjennomsnittsrenten er brutto finanskostnad dividert på finansiell gjeld i inngående balanse. 6 % rente er betydelig høyere enn det man skulle forvente ut fra analyseperiodens historiske rentesats. På grunn av manglende noteinformasjon om hva rentekostnadene består av, og fordelingen mellom dem, får vi problemer med å identifisere årsakene til den høye gjennomsnittsrenten vi har beregnet. Kostnader som sannsynligvis ikke inngår i rente på finansiell gjeld, klarer vi altså ikke å luke ut. Noteinformasjonen viser imidlertid en gjennomsnittlig effektiv rentesats på 4 % over samme periode, en sats som rimer mer med våre forventninger.

Hadde vi benyttet 4 % rente, ville vi fått en kapitaliseringsfaktor på 4,4, og tilsvarende gjennomsnittlig leiekapital på 463 millioner. Rentekostnaden hadde selvsagt gått noe ned, og avdragene økt tilsvarende, men netto driftseiendeler øker uansett som følge av at leiekapitalen går opp. Enten leien balanseføres med en rentekostnad på 4 eller 6 % får vi altså et betydelig hopp i netto driftseiendeler, som jo også er poenget med justeringen. Leiekapitalen vokser mest ved bruk av 4 % rente. Da får man høyere netto driftseiendeler

med den konsekvens at netto driftsrentabilitet reduseres sammenlignet med bruk av 6 % rentesats.

Etter å ha justert for leien i resultat og balanse med en rentesats på 6 %, samt estimert et historisk krav til den finansielle gjelden (se kapittel 7) foretok vi en rask analyse av sammenhengene i regnskapet. Vi sammenlignet gjennomsnittlig finansiell gjeldsrente med det gjennomsnittlige estimerte kravet til finansiell gjeld. Denne sammenligningen viste at Gyldendal, etter justering, betalte en rente som oversteg kravet ganske betydelig. Gyldendal fikk en klar finansieringsulempa i forhold til resten av bransjen. Den sterke konkurransen i finansmarkedet gjør at man forventer at finansiell gjeldsrente i all hovedsak er lik kravet til finansiell gjeld. Det er ikke naturlig at et selskap som Gyldendal betaler en rente som overstiger kravet i så stor grad. Hadde det vært tilfellet, ville nok eierne av selskapet betalt ned på gjelden.

Vi kunne valgt å forkaste den beregnede 6 % renten og sette rentesatsen til 4 %. Rentesatsen oppgitt i noteinformasjonen er åpenbart mer fornuftig. Selskapet ville fremdeles fått en finansieringsulempa sammenlignet med bransjen, selv om denne ville være tilnærmet halvert. Derimot ville netto driftseiendeler økt mer ved en lavere rentesats, og det påvirker selvsagt netto driftsrentabilitet i negativ grad. Høyere andel avdrag, altså avskrivninger, får samme effekt på rentabiliteten. Spørsmålet blir da om den endrede rentabiliteten er mer fornuftig?

Vi må ha et kritisk forhold til eventuelle balanseføringer vi velger å gjøre. Grunnlaget for å velge å balanseføre leien er ønsket om å unngå eventuell overvurdering av rentabiliteten. Spørsmålet er likevel om justeringen reflekterer de underliggende økonomiske forholdene på en bedre måte. Bør vi justere for en leie der vi ikke har tilstrekkelig informasjon om de faktiske forhold, og der vi ser at justeringen ikke nødvendigvis gir oss riktigere tall for analyseformål?

Et annet moment er påvirkningen det får på bransjetallene vi benytter som sammenligningsgrunnlag. For Aschehoug har vi ikke informasjon om leiekostnader som er resultatført. Dersom vi hadde valgt å justere to av tre selskap i bransjen ville det gitt en skjevhet i tallene. Vi antar at alle de tre selskapene i utgangspunktet behandler eventuell leie

på samme måte. Ved ikke å justere for leien mener vi at selskapene bedre kan sammenlignes.

Basert på en totalvurdering, og den effekten vi ser at justeringen får, velger vi å gå bort fra justeringene og benytte de rapporterte tallene i vår videre analyse. Vår mening er at rapporterte tall tilstrekkelig reflekterer underliggende økonomiske forhold og danner best grunnlag for videre analyse.

5.6 Omgruppert finansregnskap

GYLDENDAL	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Salgsinntekter	1 747 907	1 709 418	1 621 842	1 709 108	1 871 911	1 638 189	1 677 277
Andre normale driftsinntekter	19 228	21 263	18 657				
Driftsinntekter	1 767 135	1 730 681	1 640 499	1 709 108	1 871 911	1 638 189	1 677 277
Varekostnader	-794 934	-806 827	-756 028	-829 888	-909 711	-741 072	-769 111
Lønnskostnader	-442 217	-433 313	-411 682	-434 608	-476 475	-427 847	-431 800
Ordinære avskrivninger	-64 665	-75 641	-76 867	-76 063	-78 204	-65 641	-68 879
Andre driftskostnader	-406 658	-344 329	-353 995	-326 684	-340 790	-367 959	-378 048
Driftskostnader	-1 708 474	-1 660 110	-1 598 572	-1 667 243	-1 805 180	-1 602 519	-1 647 838
Driftsresultat i egen virksomhet før unormale poster	58 661	70 571	41 927	41 865	66 731	35 670	29 439
Driftsrelatert skattekostnad	-15 838	-19 054	-11 320	-11 304	-18 017	-9 631	-7 949
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	42 823	51 517	30 607	30 561	48 714	26 039	21 490
Netto resultat fra driftstilknyttede virksomheter	1 091	1 550	334	-675	-4 339	-788	-710
Netto driftsresultat	43 914	53 067	30 941	29 886	44 375	25 251	20 780
Brutto finansinntekt	24 292	10 139	2 614	1 847	2 054	70	1 531
Skatt på finansinntekt	-6 559	-2 738	-706	-499	-555	-19	-413
Netto finansinntekt	17 733	7 401	1 908	1 348	1 499	51	1 118
Nettoresultat til sysselsatt kapital	61 647	60 468	32 849	31 235	45 874	25 302	21 898
Brutto finanskostnad	-71 961	-35 404	-16 689	-11 995	-11 387	-8 007	-8 192
Skatt på finanskostnad	19 429	9 559	4 506	3 239	3 074	2 162	2 212
Netto finanskostnad	-52 532	-25 845	-12 183	-8 756	-8 313	-5 845	-5 980
Netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-	-
Nettoresultat til egenkapital	9 115	34 623	20 666	22 478	37 562	19 457	15 918
Unormalt brutto driftsresultat	6 292	10 414	37 833	447	283	319	292
Skatt på unormalt driftsresultat	-1 699	-2 812	-10 215	-121	-76	-86	-79
Driftsrelatert "dirty surplus"	-5 608	-	-51 717	-26 260	-10 465	24 986	-26 059
Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	-4 079	-1 462	-1 330	-816	-678	2 414	-1 836
Unormalt netto driftsresultat	-5 094	6 140	-25 429	-26 750	-10 936	27 633	-27 682
Unormalt brutto finansresultat	-5 123	-4 170	-2 651	-4 377	-3 920	11 507	-6 063
Skatt på unormal finansresultat	1 383	1 126	716	1 182	1 058	-3 107	1 637
Finansielt "dirty surplus"	-3 352	-	-	-	-	-	-
Unormalt netto finansresultat	-7 092	-3 044	-1 935	-3 195	-2 862	8 400	-4 426
Totalresultat	-3 070	37 720	-6 698	-7 466	23 764	55 490	-16 190
Andre driftsrelaterte resultatelementer	-	-	-	-	-	-	-
Andre finansielle resultatelementer	-	-	-	-	-	-	-
Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	-3 070	37 720	-6 698	-7 466	23 764	55 490	-16 190
Netto betalt utbytte (netto kapitaluttak)	-6 919	-	-16 144	-16 144	-8 074	-16 144	-16 144
Endring i egenkapital	-9 989	37 720	-22 842	-23 610	15 690	39 346	-32 334

Tabell 5-6 Omgruppert resultat Gyldendal

Eiendeler	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Immaterielle eiendeler	202 780	192 411	200 602	190 563	182 282	203 218	197 959
Varige driftsmidler	421 451	405 776	389 525	387 327	405 332	346 659	323 935
Tilknyttede selskaper	6 950	10 116	9 451	8 775	49 751	35 411	32 006
Annet driftsrelatert anlegg	279 156	272 051	246 697	235 742	221 234	177 180	146 344
Driftsrelaterte anleggsmidler	910 337	880 354	846 275	822 407	858 599	762 468	700 244
Varer	337 979	303 500	280 124	261 022	265 048	264 231	283 567
Kundefordringer og andre driftsrelaterte fordringer	342 737	254 348	255 534	287 463	294 906	164 880	136 340
Driftsrelaterte omløpsmidler	680 716	557 848	535 658	548 485	559 954	429 111	419 907
DRIFTSEIENDELER	1 591 053	1 438 202	1 381 933	1 370 892	1 418 553	1 191 579	1 120 151
Langsiktige finansielle investeringer	105	107	107	107	76	212	76
Finansielle anleggsmidler	105	107	107	107	76	212	76
Investeringer	26 767	24 180	24 608	24 491	25 195	26 205	23 658
Kontanter, bank	26 683	120 091	90 791	114 935	117 447	74 091	186 202
Finansielle omløpsmidler	53 450	144 271	115 399	139 426	142 642	100 296	209 860
FINANSIELLE EIENDELER	53 555	144 378	115 506	139 533	142 718	100 508	209 936
EIENDELER	1 644 608	1 582 580	1 497 439	1 510 425	1 561 271	1 292 087	1 330 087

Tabell 5-7 Omgrupperte eiendeler Gyldendal

Egenkapital og gjeld	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Egenkapital majoritet	579 339	617 059	594 218	570 609	586 298	625 644	593 332
EGENKAPITAL	579 339	617 059	594 218	570 609	586 298	625 644	593 332
Avsetning for krav	53 254	72 361	102 577	123 450	120 562	100 544	127 306
Annen langsiktig driftsrelatert gjeld	144 690	137 472	124 343	129 163	123 833	2 947	-
Langsiktig driftsrelatert gjeld	197 944	209 833	226 920	252 613	244 395	103 491	127 306
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	491 711	425 688	459 634	513 869	568 362	417 952	414 449
DRIFTSRELATERT GJELD	689 655	635 521	686 554	766 482	812 757	521 443	541 755
Langsiktig rentebærende gjeld	193 125	286 667	173 333	155 000	152 216	135 000	185 000
Kortsiktig rentebærende gjeld	182 487	43 333	43 333	18 333	10 000	10 000	10 000
FINANSIELL GJELD	375 612	330 000	216 666	173 333	162 216	145 000	195 000
EGENKAPITAL OG GJELD	1 644 606	1 582 580	1 497 438	1 510 424	1 561 271	1 292 087	1 330 087

Tabell 5-8 Omgruppert egenkapital og gjeld Gyldendal

5.7 Rammeverk for forholdstallsanalyse

Etter å ha omgruppert og normalisert de rapporterte regnskapstallene for Gyldendal og bransjen, samt vurdert eventuelle justeringer i de rapporterte regnskapstallene, ligger alt til rette for analyse av forholdstall.

En forholdstallsanalyse foregår ved at man først analyserer risiko og deretter analyserer rentabiliteten. Risiko analyseres ved analyse av likviditet og soliditet. Analysene hjelper oss til å sette en syntetisk rating på selskapet og bransjen. Se kapittel 6.

For å analysere rentabiliteten slik det gjøres i kapittel 8 må vi ha et avkastningskrav. Et historisk avkastningskrav beregnes i kapittel 7. Kravet beregnes på bakgrunn av innsikten vi skaffer oss gjennom risikoanalysen. Vi bruker det estimerte kravet og innsikten vi får gjennom risikoanalysen til å analysere lønnsomheten. Her avdekker vi om selskapet har en superrentabilitet, altså $r > k$, der r er rentabiliteten og k er avkastningskravet.

I en forholdstallsanalyse er det vanlig å benytte seg av et tidsvektet gjennomsnitt dersom selskapet har endret seg over tid og man mener at de senere årenes tall sier mer om fremtiden enn tall fra tidligere år. Bruk av tidsvektet gjennomsnitt innebærer at man legger mest vekt på de siste årenes regnskap og minst vekt på de eldste tallene. Gyldendal gjorde i begynnelsen av analyseperioden en del oppkjøp. Vi mener at de siste årene, hvor selskapet har vært mer stabilt, best representerer hvordan fremtiden blir og anser det derfor hensiktsmessig å legge mest vekt på de tre siste årene av analyseperioden.

År	Prosentvis vekting
2009	10 %
2010	10 %
2011	15 %
2012	20 %
2013	20 %
2014	25 %
Sum	100 %

Tabell 5-9 Valgt vekting

6 Analyse av risiko

I denne delen av oppgaven fokuserer vi på risiko. Vi analyserer kortsiktig risiko ved bruk av likviditetsanalyse og langsiktig risiko med hjelp av soliditetsanalyse. Oppsummert gir de to analysene oss en karakter som synliggjør den samlede underliggende risikoen i selskapet. Dette kalles syntetisk rating. Ratingen brukes videre i kapittel 7 for å fastsette avkastningskravet.

Totalrisikoen til en investering eller en portefølje av investeringer måles med variansen til den realiserte avkastningen. Totalrisikoen kan deles i to; systematisk risiko og usystematisk risiko, der begge to kan være relevant for en investor. Systematisk risiko er risiko man ikke kan diversifisere seg bort fra. Denne markedsrisikoen blir ikke redusert uansett hvor mye man sprer investeringene sine. I en perfekt diversifisert portefølje er det altså kun den systematiske risikoen som er relevant. Usystematisk risiko er risiko som er spesifikk for det enkelte selskap, og som man i de fleste tilfeller kan diversifisere seg bort fra. På grunn av svikt i markedet kan det i noen tilfeller være umulig for en investor å være perfekt diversifisert. Slik markedssvikt kan skyldes transaksjonskostnader og asymmetrisk informasjon. I slike tilfeller blir også den usystematiske risikoen relevant.

For långiver er kredittrisikoen den relevante risikoen. Kredittrisikoen er risikoen for at lånet pluss avtalt rente, helt eller delvis, blir misligholdt slik at långiver blir påført et tap. En slik risiko kan ikke en kreditor kvitte seg med, og risikoen blir dermed systematisk. I motsetning til investors risiko, med en oppside og en nedside, har kreditorens risiko kun en nedside.

Kredittrisiko er avhengig av sannsynligheten for konkurs og tapsprosenten ved en eventuell konkurs. Gjennom forholdstallsanalyse foretar vi en kredittvurdering som gjør oss i stand til å si noe om selskapets kredittrisiko.

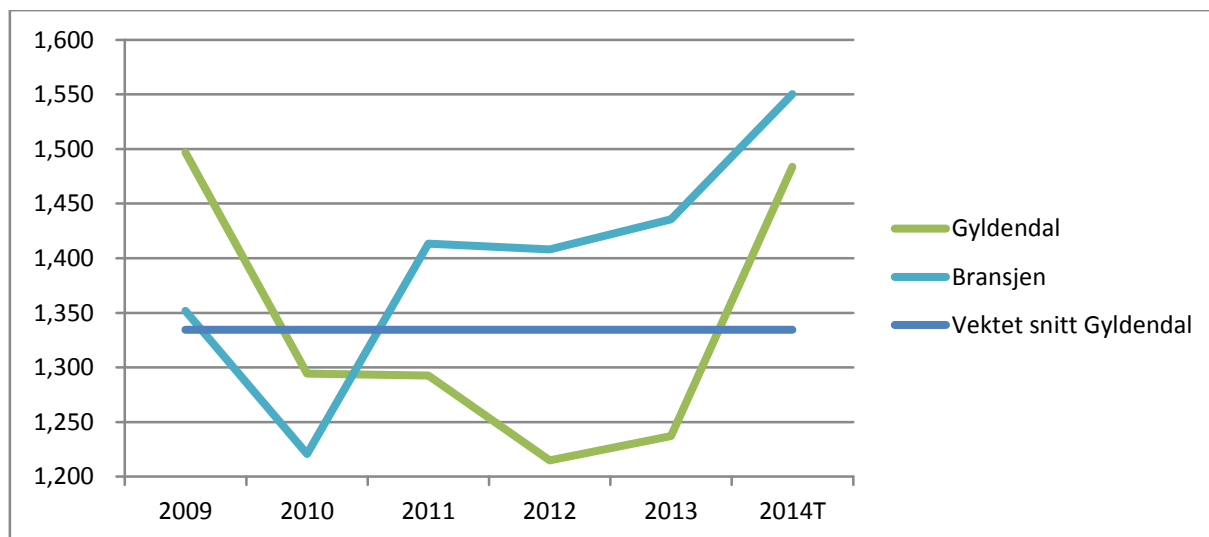
6.1 Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsanalyse

Fokuset ved analyse av likviditet er den kortsiktige kredittrisikoen, altså om selskapet har nok likvide midler til å dekke gjelden etter hvert som den forfaller. Jo mer likviditet selskapet har relativt til kortsiktig gjeld, jo lavere er likviditetsrisikoen.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 sier noe om forholdet mellom selskapets mest likvide eiendeler og gjeld som forfaller innen kort tid.

$$LG\ 1 = \frac{OM}{KG} = \frac{DOM + FOM}{KDG + KFG}$$



Figur 6-1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Vektet gj.snitt
Gyldendal	1,497	1,294	1,293	1,215	1,237	1,484	1,334
Bransjen	1,352	1,221	1,413	1,408	1,436	1,550	1,426
Gyldendal - bransjen	0,145	0,074	-0,121	-0,193	-0,199	-0,067	-0,091

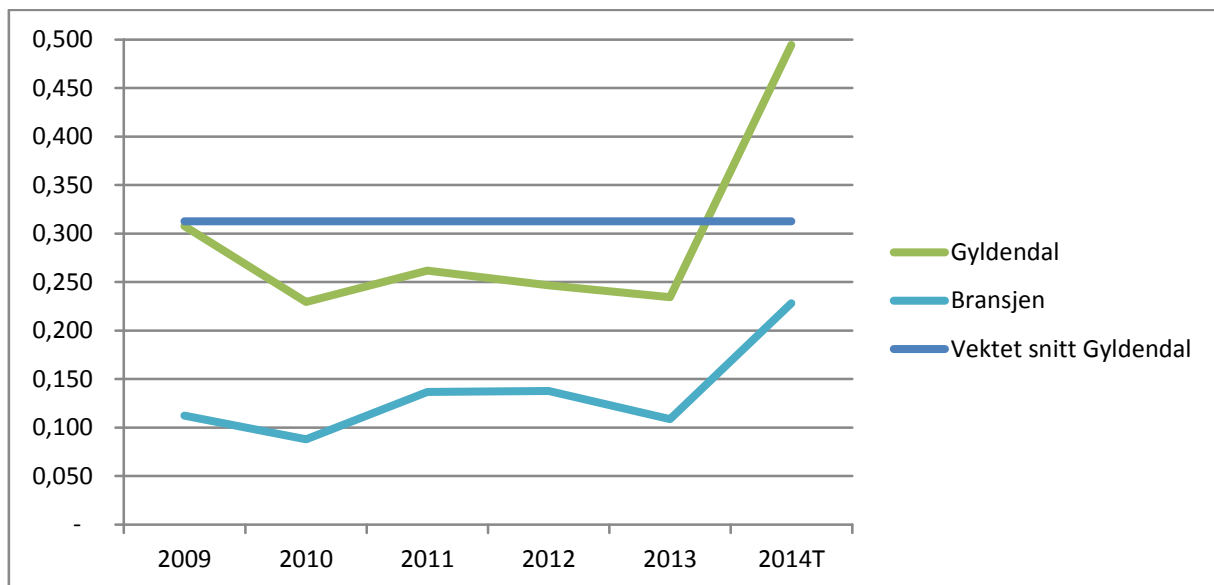
Tabell 6-1 Likviditetsgrad 1

Som vi ser har Gyldendal kun likvide eiendeler til å dekke den kortsiktige gjelden 1,3 ganger. En gammel tommelfingerregel sier at likviditetsgrad 1 bør være 2 eller høyere. Gyldendal og bransjen ligger en del under dette. Det kan tyde på mindre evne til å dekke den kortsiktige gjelden enn det som er anbefalt. Hva som er tilstrekkelig likviditetsreserve er svært bransjeavhengig, og tommelfingerregelen passer derfor ikke like godt for alle bransjer. Det er mer fornuftig å sammenligne likviditetsgraden med nivået ellers i bransjen. Gyldendal ligger i begynnelsen av analyseperioden over bransjen, men fra 2011 ligger de under. Lav likviditetsgrad i 2012 skyldes hovedsakelig økning i driftsrelatert gjeld. Utviklingen fra 2013 til 2014T kommer av et betydelig hopp i kontantbeholdningen. Kontantene genereres i stor grad av kundefordringer som er gjort opp og opptak av lån. Vi ser da at Gyldendal igjen begynner å nærme seg bransjen. I den sammenhengen må vi huske på at tallene for Gyldendal er faktiske, mens 2/3 av bransjetallene er «trailet». Utviklingen hvor Gyldendal nærmer seg bransjen er dermed ikke sikker. I snitt over analyseperioden har Gyldendal likviditetsgrad 1 på 1,334, mens bransjen har 0,091 mer, altså 1,426. Dette viser at Gyldendal har marginalt dårligere evne til å dekke sine kortsiktige forpliktelser enn konkurrentene.

6.1.2 Likviditetsgrad 2

Når man beregner likviditetsgrad 2 fjerner man omløpsmidlene som inngår i driften. Man sitter da igjen med de mest likvide omløpsmidlene, altså finansielle omløpsmidler i forhold til kortsiktig gjeld.

$$LG\ 2 = \frac{FOM}{KG} = \frac{FOM}{KDG + KFG}$$



Figur 6-2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Vektet gj.snitt
Gyldendal	0,308	0,229	0,262	0,247	0,234	0,494	0,313
Bransjen	0,112	0,088	0,137	0,138	0,109	0,228	0,147
Gyldendal - bransjen	0,195	0,141	0,125	0,109	0,126	0,266	0,166

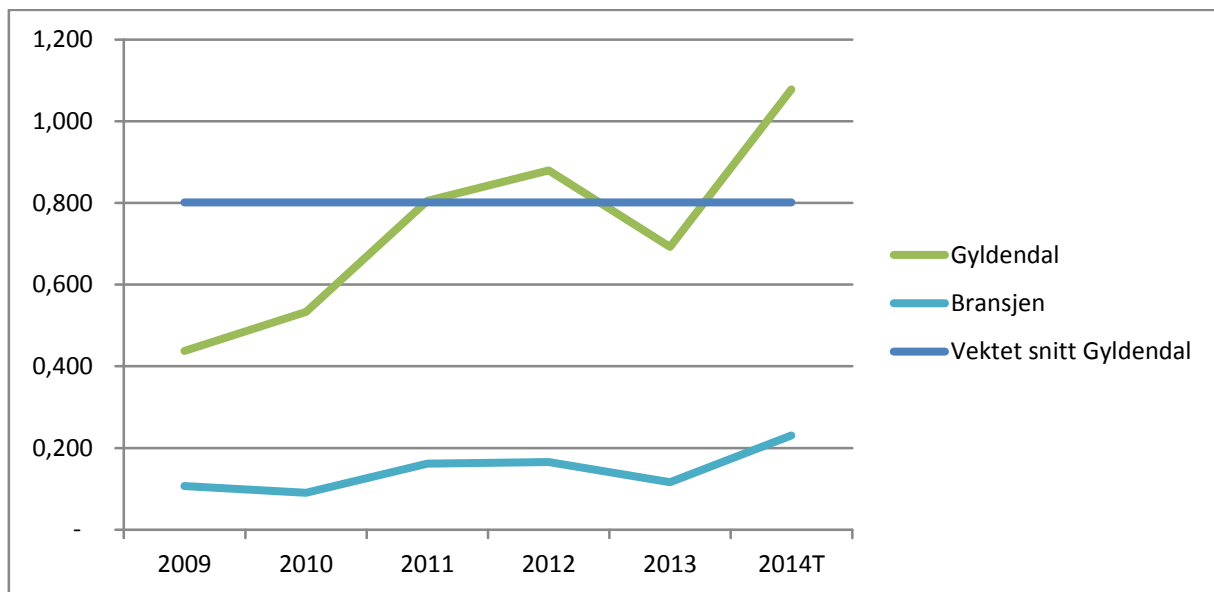
Tabell 6-2 Likviditetsgrad 2

Tidligere nevnte tommelfingerregel sier at likviditetsgrad 2 bør være over 1. Også her er Gyldendal og bransjen godt under anbefalt nivå. De kan altså få problemer med å dekke forpliktelsene når de forfaller. Det er også her bedre å sammenligne Gyldendals likviditetsgrad med bransjens for å avgjøre hvorvidt den er god eller dårlig. Gyldendal ligger over bransjen i hele analyseperioden, i snitt i 0,166 over bransjen. Betydelig bedret likviditetsgrad i 2014 skyldes økning i kontantbeholdningen. Generelt lav likviditetsgrad 2 både hos Gyldendal og bransjen kan tyde på at det ikke kreves spesielt store kontantreserver for å dekke den kortsiktige gjelden i denne bransjen.

6.1.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Likviditetsgrad 2 fokuserer på kortsiktig finansiell gjeldsdekning. Gjeldsdekningsgrad tar derimot for seg den samlede finansielle gjeldsdekningen i balansen på lengre sikt.

$$Gjeldsdekningsgrad = \frac{FE}{FG} = \left(\frac{FOM}{KFG} * \frac{KFG}{FG} \right) + \left(\frac{FAM}{LFG} * \frac{LFG}{FG} \right)$$



Figur 6-3 Finansiell gjeldsgrad

Gjeldsdekningsgrad	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Vektet gjennomsnitt
Gyldendal	0,438	0,533	0,805	0,880	0,692	1,078	0,802
Bransjen	0,106	0,090	0,162	0,166	0,117	0,231	0,158
Gyldendal - bransjen	0,331	0,443	0,643	0,714	0,576	0,847	0,644

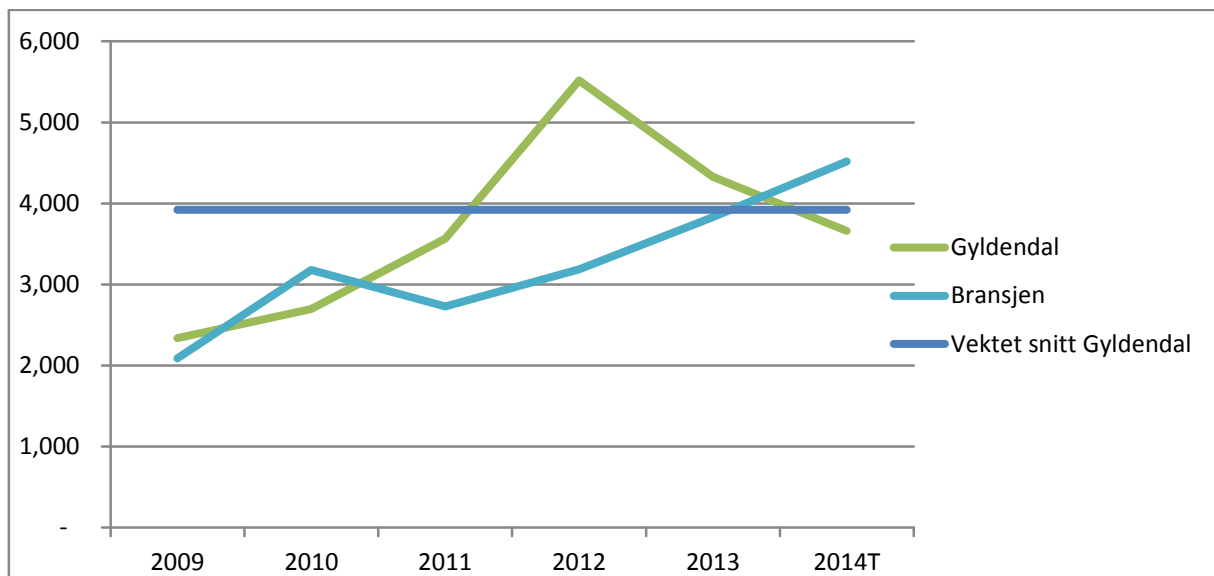
Tabell 6-3 Finansiell gjeldsgrad

Finansiell gjeldsdekningsgrad er mindre enn 1 både for Gyldendal og bransjen i årene fra 2009 til 2013. Det betyr at selskapene ikke har nok finansielle eiendeler til å dekke opp finansiell gjeld, og man har netto finansiell gjeld. Jo mindre finansielle eiendeler, jo større fare er det for likviditetsproblemer. I 2014 har Gyldendal en gjeldsdekningsgrad på 1,078, altså har de netto finansielle eiendeler. Økt beholdning av kontanter er forklaringen. De kan kvitte seg med de finansielle eiendelene, som ikke trengs i driften, og bruke midlene til å innfri den finansielle gjelden. Vi merker oss imidlertid at økningen i 2014 delvis ved opptak av nytt lån. Over analyseperioden som helhet ligger Gyldendal godt over bransjen, i snitt 0,644.

6.1.4 Rentedekningsgrad

Beregnet rentedekningsgrad sier noe om forholdet mellom nettoresultatet til sysselsatt kapital og netto finanskostnader. Hvis man har rentedekningsgrad over 1, har man evne til å skape et resultat som dekker rentekostnadene.

$$rdg = \frac{RSK}{NFK} = 1 + \frac{NRE + NMR}{NFK}$$



Figur 6-4 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Vektet gjennomsnitt
Gyldendal	2,340	2,696	3,567	5,519	4,329	3,662	3,924
Bransjen	2,088	3,178	2,727	3,187	3,831	4,520	3,469
Gyldendal - bransjen	0,252	-0,482	0,840	2,332	0,498	-0,858	0,454

Tabell 6-4 Rentedekningsgrad

Som vi ser av grafen og tabellen over, har både Gyldendal og bransjen en rentedekningsgrad over 1 og klarer å skape et resultat stort nok til å dekke rentene. Gyldendal har en rentedekningsgrad som i snitt for hele analyseperioden er 0,454 bedre enn den bransjen har. Trenden for Gyldendal går i motsatt retning av trenden i bransjen. Det er urovekkende. Men som tabellen viser kommer utviklingen de siste to årene av historisk høy rentedekningsgrad i 2012. Da var omsetningen spesielt god og inntektene økte mer enn kostnadene fra året før. Bedret netto driftsresultat fører til et hopp i rentedekningsgraden det året. Dekningsgraden faller mot bransjens nivå i 2013. Selskapet klarer ikke opprettholde den gode omsetningen fra 2012, og reduserte finanskostnader veier ikke tilstrekkelig opp til at dekningsgraden ikke reduseres. At Gyldendal ligger under bransjen i 2014 trenger likevel ikke være representativt da bransjen i 2014 er «trailet» ved hjelp av veksten mellom 2012 og 2013. Det er ikke sikkert at man fra 2013 til 2014 vil ha samme vekst som året før. Vi kan derfor ikke stole helt på dette forholdstallet.

Gyldendal har en del tilknyttet virksomhet. Ser man bort fra denne ved beregningen av rentedekningsgrad får man følgende nøkkeltall:

Rentedekningsgrad	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Vektet gj.snitt
Gyldendal inkl tilknyttet virksomhet	2,340	2,696	3,567	5,519	4,329	3,662	3,924
Gyldendal egen virksomhet	2,280	2,669	3,644	6,041	4,464	3,781	4,087
Forskjell	0,060	0,027	-0,077	-0,522	-0,135	-0,119	-0,164

Tabell 6-5 Rentedekningsgrad egen virksomhet

Som vi ser er rentedekningsgraden i 2009 og 2010 bedre med tilknyttet virksomhet enn uten denne. Fra 2011 bidrar tilknyttet virksomhet med negativt resultat til konsernresultatet. Rentedekningsgraden er i perioden etter 2011 bedre dersom den tilknyttede virksomheten utelates. Gyldendals likviditet hadde med andre ord vært bedre uten den tilknyttede virksomheten.

Rentedekningsgrad	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Vektet gj.snitt
Gyldendal egen virksomhet	2,280	2,669	3,644	6,041	4,464	3,781	4,087
Bransjen egen virksomhet	2,087	3,005	3,027	3,091	3,869	4,543	3,491
Gyldendal - bransjen	0,193	-0,336	0,617	2,950	0,594	-0,762	0,597

Tabell 6-6 Rentedekningsgrad egen virksomhet i bransjen

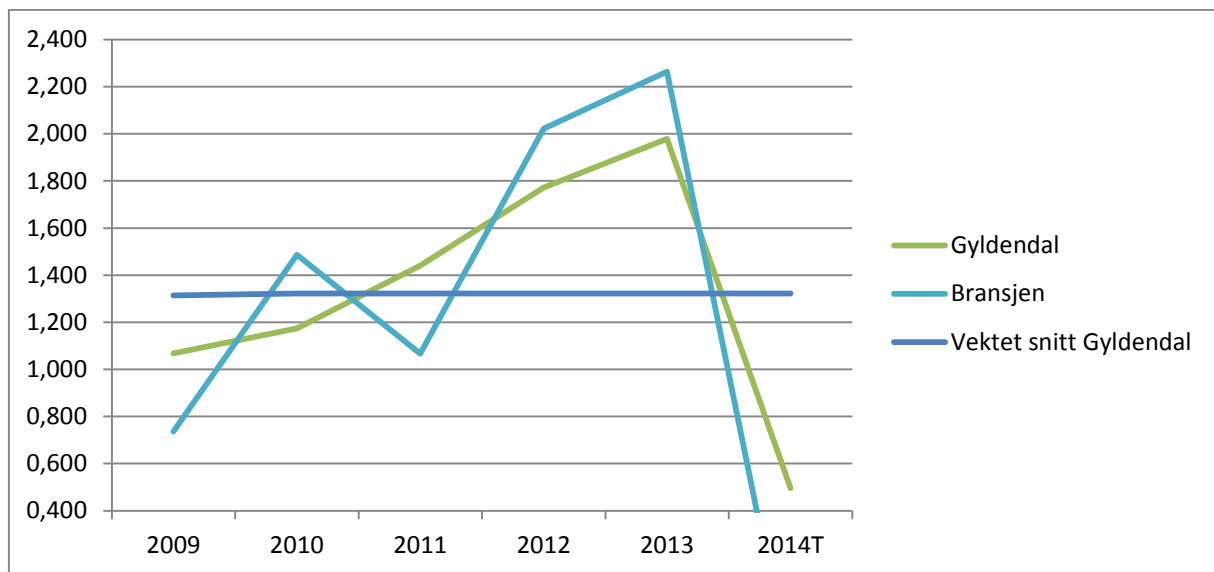
Ved å ta bort tilknyttet virksomhet også i bransjetallene, ser vi at Gyldendal kommer bedre ut enn da tilknyttet virksomhet var inkludert.

6.1.5 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm

Forholdet mellom fri kontantstrøm fra sysselsatte eiendeler (drift og finansielle eiendeler) og kontantstrøm som går til finansielle långivere er også interessant.

Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm =

$$\frac{FKS}{FKFG} = \frac{FKD + FKFE}{NFK + AVD}, \text{ der } AVD \text{ er lik } \Delta FG$$



Figur 6-5 Gjeldsdekning ved fri kontantstrøm

Gjeldsdekning ved fri kont.strøm	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Vektet gjennomsnitt
Gyldendal	1,068	1,174	1,441	1,772	1,979	0,496	1,315
Bransjen	0,736	1,487	1,067	2,023	2,264	-0,302	1,164
Gyldendal-bransjen	0,332	-0,313	0,374	-0,250	-0,285	0,798	0,150

Tabell 6-7 Gjeldsdekning ved fri kontantstrøm

Fra regnskapstallene merker vi oss at både Gyldendal og bransjen tar opp gjeld i 2014, slik at kontantstrømmen fra finansiell gjeld blir positiv. Da er det lite meningsfylt å analysere nøkkeltallet det året. Det samme gjelder for bransjen i 2009 og 2012. Ser vi bort fra 2009 og 2014, er Gyldendal inne i en positiv trend med økende evne til gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm. Bransjens trend er det vanskeligere å si noe om da den er svært ustabil, men bransjens trend ser i alle fall ut til å følge Gyldendals fra 2012 til 2013. I tre av de fire årene fra 2010 til 2013 ligger bransjen over Gyldendal.

Gjeldsdekning ved fri kont.strøm	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Vektet gj.snitt
Gyldendal inkl tilknyttet virksomhet	1,068	1,174	1,441	1,772	1,979	0,496	1,315
Gyldendal egen virksomhet	1,091	1,166	1,441	4,105	1,391	0,558	1,680
Forskjell	-0,023	0,008	0,000	-2,332	0,588	-0,062	-0,366

Tabell 6-8 Gjeldsdekning ved fri kontantstrøm egen virksomhet

Når tilknyttet virksomhet tas ut, ser vi at gjeldsdekningen er dårligere i årene 2010 og 2013. Det skyldes at fri kontantstrøm fra drift er høyere med tilknyttet virksomhet enn uten. I 2012 bidrar tilknyttet virksomhet med et ganske stort negativt resultat, og gjeldsdekningen blir bedre uten den tilknyttede virksomheten.

Gjeldsdekning ved fri kont.strøm	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Vektet gj.snitt
Gyldendal egen virksomhet	1,091	1,166	1,441	4,105	1,391	0,558	1,680
Bransjen egen virksomhet	0,737	1,446	1,637	3,783	0,799	-0,158	1,341
Gyldendal - bransjen	0,354	-0,280	-0,196	0,321	0,592	0,716	0,340

Tabell 6-9 Gjeldsdekning ved fri kontantstrøm egen virksomhet i bransjen

Tar vi ut tilknyttet virksomhet fra bransjetallene, ser vi at forskjellen mellom Gyldendal og bransjen øker. Inkludert tilknyttet virksomhet var forskjellen på 0,15. Eksklusiv tilknyttet virksomhet er den 0,34. Kontantstrømmen fra sysselsatt kapital, og dermed også gjeldsdekningen, påvirkes altså mer av den tilknyttede virksomheten i Gyldendal enn i bransjen.

6.1.6 Kontantstrømanalyse

Kontantstrømoppstilling Gyldendal	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Netto driftsresultat	53 067	30 941	29 886	44 375	25 251	20 780
+ Unormalt netto driftsresultat	6 140	-25 429	-26 750	-10 936	27 633	-27 660
- Økning i netto driftseiendeler	-98 717	-107 302	-90 969	1 386	64 340	-91 740
= Fri kontantstrøm fra drift	157 924	112 814	94 106	32 052	-11 456	84 861
+ Netto finansinntekter	7 401	1 908	1 348	1 499	51	1 118
+ Unormale netto finansinntekter	1 830	3 789	3 639	4 072	14 834	1 622
- Økning i finansielle eiendeler	90 823	-28 872	24 027	3 185	-42 210	109 428
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	76 333	147 383	75 066	34 439	45 639	-21 828
- Netto finanskostnad	25 845	12 183	8 756	8 313	5 845	5 980
- Unormale netto finanskostnader	4 874	5 724	6 834	6 934	6 434	6 048
+ Økning i finansiell gjeld	-45 612	-113 334	-43 333	-11 117	-17 216	50 000
- Netto minoritetsresultat, inkl evt unormalt resultat	-	-	-	-	-	-
+ Økning i minoritetsinteresser	-	-	-	-	-	-
= Fri kont.strøm til EK = netto betalt utbytte	-1	16 144	16 144	8 074	16 145	16 144

Tabell 6-10 Kontantstrømoppstilling Gyldendal

Kontantstrømmen viser at selskapet skaper kontanter gjennom drift over hele analyseperioden bortsett fra i 2013 da de gjennomfører en del investeringer. Disse investeringene finansieres over egenkapitalen. Kontantene dekker rentekostnader og avdrag i årene 2009 til 2013. I 2014 tas det opp mer lån enn det som betales i avdrag. I tillegg ser vi at det også er kontantstrøm til å betale ut utbytte fra 2010 og til 2014.

Kontantstrømoppstilling bransjen	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Netto driftsresultat	38 947	38 125	27 527	34 806	38 369	46 620
+ Unormalt netto driftsresultat	-493	-35 090	10 010	1 217	-717	-41 154
- Økning i netto driftseiendeler	50 527	-68 548	-71 362	32 697	-10 230	-30 580
= Fri kontantstrøm fra drift	-12 072	71 583	108 899	3 326	47 882	36 046
+ Netto finansinntekter	3 921	1 349	1 614	2 748	1 540	1 773
+ Unormale netto finansinntekter	6 269	3 883	2 401	1 685	5 106	541
- Økning i finansielle eiendeler	34 682	22 237	-47 647	-15 290	30 327	36 476
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	-36 565	54 578	160 561	23 048	24 201	1 884
- Netto finanskostnad	19 763	11 880	10 407	11 689	10 279	10 431
- Unormale netto finanskostnader	10 030	8 521	4 609	3 329	2 963	2 016
+ Økning i finansiell gjeld	69 417	-24 828	-140 038	295	-408	16 667
- Netto minoritetsresultat, inkl evt unormalt resultat	805	858	379	149	264	622
+ Økning i minoritetsinteresser	-2 255	-38	253	-484	215	-
= Fri kontantstrøm til egenkapital = netto betalt utbytte	1	8 454	5 381	7 692	10 502	5 481

Tabell 6-11 Kontantstrømoppstilling bransjen

Bransjen skaper kontanter gjennom drift fra og med 2010. Kontantene dekker rentekostnader og avdrag i årene 2010, 2011 og 2013. I 2009, 2012 og 2014 tas opp mer lån enn det som betales i avdrag. Kontantstrømmen til egenkapitalen er positiv over hele analyseperioden, og det deles ut utbytte fra 2009 til 2014.

Fri kont.strøm SSK egen virksomhet	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Netto driftsresultat EV	51 517	30 607	30 561	48 714	26 039	21 490
+ Unormalt netto driftsresultat	6 140	-25 429	-26 750	-10 936	27 633	-27 682
- Økning i netto driftseiendeler	-101 883	-106 637	-90 293	-39 590	78 680	-88 335
= Fri kontantstrøm fra drift	159 540	111 815	94 105	77 367	-25 008	82 144
+ Netto finansinntekter	7 401	1 908	1 348	1 499	51	1 118
+ Unormale netto finansinntekter	1 830	3 789	3 639	4 072	14 834	1 622
- Økning i finansielle eiendeler	90 823	-28 872	24 027	3 185	-42 210	109 428
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	77 949	146 384	75 065	79 754	32 087	-24 545
- Fri kont.strøm til sysselsatt kapital inkl. tilknyttet virksomhet	76 333	147 383	75 066	34 439	45 639	-21 828
= Forskjell	-1 616	999	1	-45 315	13 552	2 717

Tabell 6-12 Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital egen virksomhet

Over ser vi tydelig at fri kontantstrøm til sysselsatt kapital for Gyldendals del er høyere med tilknyttet virksomhet enn uten i årene 2010, 2011, 2013 og 2014. Ser vi alle årene samlet er den totale kontantstrømmen uten tilknyttet virksomhet høyere enn med tilknyttet virksomhet. Dette skyldes det negative resultatet fra tilknyttet virksomhet i 2012 samt at investeringen i tilknyttet virksomhet økte kraftig i 2012.

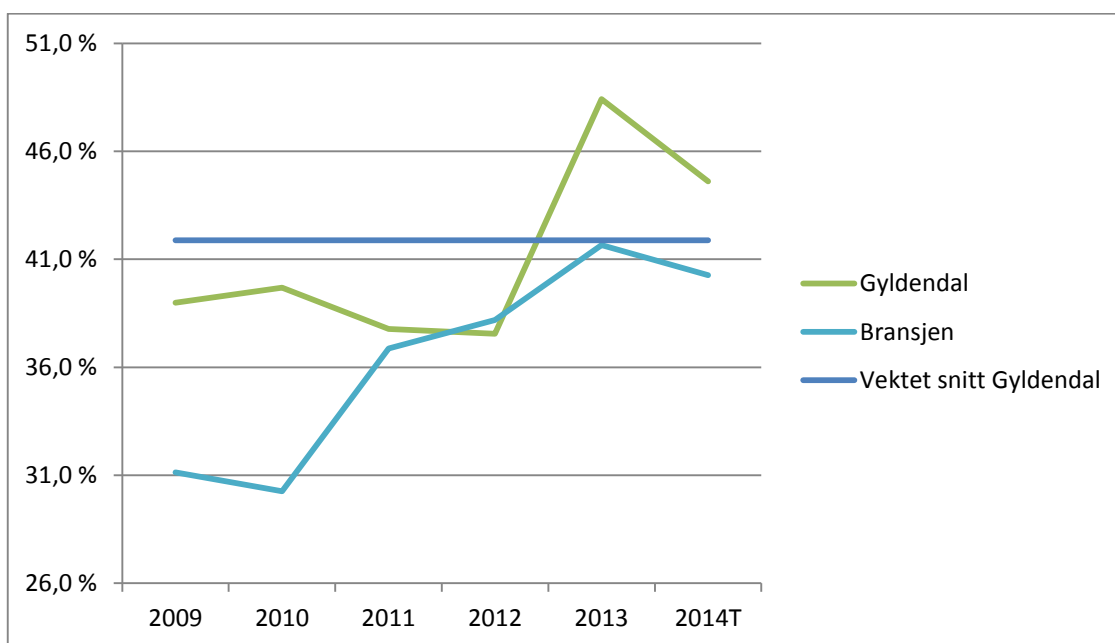
6.2 Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse

Ved analyse av et selskaps soliditet, er fokuset på den langsiktige kredittrisikoen, altså om selskapet gjennom sin finansiering har evne til å stå imot en relativt lang periode med tap. Størrelsen på selskapets egenkapital sammenlignet med selskapets gjeld er viktig i den sammenheng. Eventuelle tap føres som reduksjon av egenkapital. Egenkapitalen bør derfor være størst mulig for å fungere som en buffer mot eventuelle fremtidige tap og konkurs.

6.2.1 Egenkapitalandel

Det første nøkkeltallet vi er interessert i å analysere er egenkapitalandelen. Den sier noe om hvor stor del av totalkapitalen som er egenkapital, eller hvor mye av eiendelene som er finansiert av egenkapital. Jo større egenkapitalandel, jo mindre er risikoen for at långiverne blir påført tap. Her vil vi også inkludere minoritetsinteressene i egenkapitalen.

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{EK + MI}{TK}$$



Figur 6-6 Egenkapitalandel

Egenkapitalandel	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Vektet gjennomsnitt
Gyldendal	0,390	0,397	0,378	0,376	0,484	0,446	0,419
Bransjen	0,311	0,303	0,369	0,382	0,417	0,403	0,377
Gyldendal - bransjen	0,079	0,094	0,009	-0,006	0,068	0,043	0,042

Tabell 6-13 Egenkapitalandel

I følge SSB er gjennomsnittlig egenkapitalandel for børsnoterte selskap per 3. kvartal 2014 på 41,6 % (SSB, 2014). Den gjennomsnittlige egenkapitalandelen omfatter alle typer bransjer notert på børsen, og omfatter eksempelvis energi, industri og IT. Det er ikke hensiktsmessig å vurdere Gyldendals egenkapitalandel opp mot børsen, og vi sammenligner heller med bransjen. Gyldendal ligger over bransjen i hele analyseperioden unntatt i 2012 da bransjen har en marginalt bedre egenkapitalandel. Vi kan registrere en positiv trend for både Gyldendal og bransjen de siste årene. Fordi både Gyldendal og bransjen tar opp lån i 2014,

blir egenkapitalandelen noe redusert. Egenkapitalandelen for bransjen er i 2014 beregnet ut fra trailing-tall og det må hensyntas i vurderingen.

Egenkapitalandel	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Vektet gj.snitt
Gyldendal inkl. tilkn.virksomhet	0,390	0,397	0,378	0,376	0,484	0,446	0,419
- Gyldendal egen virksomhet	0,391	0,399	0,380	0,391	0,498	0,458	0,428
= Forskjell	-0,002	-0,002	-0,003	-0,015	-0,014	-0,012	-0,010

Tabell 6-14 Egenkapitalandel egen virksomhet

Sammenligner vi egenkapitalandel inkludert tilknyttet virksomhet med egenkapitalandel uten tilknyttet virksomhet, ser vi at egenkapitalen, og dermed også soliditeten, blir marginalt bedre dersom vi tar ut tilknyttet virksomhet. Totalkapitalen blir lavere og egenkapital justert for resultatet fra tilknyttet virksomhet utgjør dermed en større andel av totalkapitalen.

Egenkapitalandel	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Vektet gj.snitt
Gyldendal egen virksomhet	0,391	0,399	0,380	0,391	0,498	0,458	0,428
- Bransjen egen virksomhet	0,316	0,305	0,406	0,425	0,460	0,444	0,411
= Gyldendal - bransjen	0,076	0,094	-0,026	-0,034	0,038	0,014	0,017

Tabell 6-15 Egenkapitalandel egen virksomhet bransjen

Totalt sett ligger Gyldendal også uten tilknyttet virksomhet over bransjen. Unntaket er 2011 og 2012. Bransjens egenkapitalandel påvirkes mer av tilknyttet virksomhet enn det Gyldendals gjør. Dette skyldes at bransjen har mer tilknyttet virksomhet enn Gyldendal sett i forhold til totalkapitalen.

6.2.2 Kapitalstruktur

Ved å se på kapitalstrukturen i selskapene, kan vi få enda bedre innsikt i hvor solid Gyldendal og bransjen er. Jo mer av eiendelene som er finansiert med egenkapital, jo mer solid er selskapet. Man anser egenkapitalen som den minst risikable måten å finansiere eiendelene i et selskap på. Jo tidligere matrisen går i bunnen, jo bedre er det. Hadde alle eiendelene vært finansiert med egenkapital, ville matrisen gått til bunns med en gang. Analysen er gjort på siste kjente balanse, altså Q4 2014 for Gyldendal og Q4 2013 for Cappelen og Aschehoug.

Gyldendal:

Tall	Egenkapital	Minoritets-interesser	Langsiktig driftrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte anleggsmidler	593 332		106 912				700 244
Finansielle anleggsmidler			76				76
Driftsrelaterte omløpsmidler			20 318	185 000	214 589		419 907
Finansielle omløpsmidler					199 860	10 000	209 860
Totalkapital	593 332	-	127 306	185 000	414 449	10 000	1 330 087

Tall	Egenkapital	Minoritets-interesser	Langsiktig driftrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte anleggsmidler	85 %	0 %	15 %				53 %
Finansielle anleggsmidler			100 %				0 %
Driftsrelaterte omløpsmidler			5 %	44 %	51 %		32 %
Finansielle omløpsmidler					95 %	5 %	16 %
Totalkapital	45 %	0 %	10 %	14 %	31 %	1 %	100 %

Tabell 6-16 Kapitalstruktur Gyldendal

Bransjen:

Tall	Egenkapital	Minoritets-interesser	Langsiktig driftrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte anleggsmidler	463 234	1 249	82 325	24 067			570 875
Finansielle anleggsmidler				39			39
Driftsrelaterte omløpsmidler				276 117	129 030		405 147
Finansielle omløpsmidler					173 863	3 570	177 433
Totalkapital	463 234	1 249	82 325	300 223	302 893	3 570	1 153 494

Tall	Egenkapital	Minoritets-interesser	Langsiktig driftrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte anleggsmidler	81 %	0 %	14 %	4 %			49 %
Finansielle anleggsmidler				100 %			0 %
Driftsrelaterte omløpsmidler				68 %	32 %		35 %
Finansielle omløpsmidler					98 %	2 %	15 %
Totalkapital	40 %	0 %	7 %	26 %	26 %	0 %	100 %

Tabell 6-17 Kapitalstruktur bransjen

Som vi ser har både bransjen og Gyldendal finansiert sine anleggsmidler med egenkapital og langsiktig gjeld. Gyldendal har ikke finansiert anleggsmidlene med langsiktig finansiell gjeld, slik bransjen har gjort. Gyldendal dekker noe mer av anleggsmidlene med egenkapital enn bransjen gjør. I tillegg har Gyldendal i større grad finansiert sine anleggsmidler med langsiktig driftsrelatert gjeld. Det positive er at anleggsmidlene, verken i Gyldendal eller bransjen, finansieres med kortsiktig gjeld. Det hadde vært et faresignal.

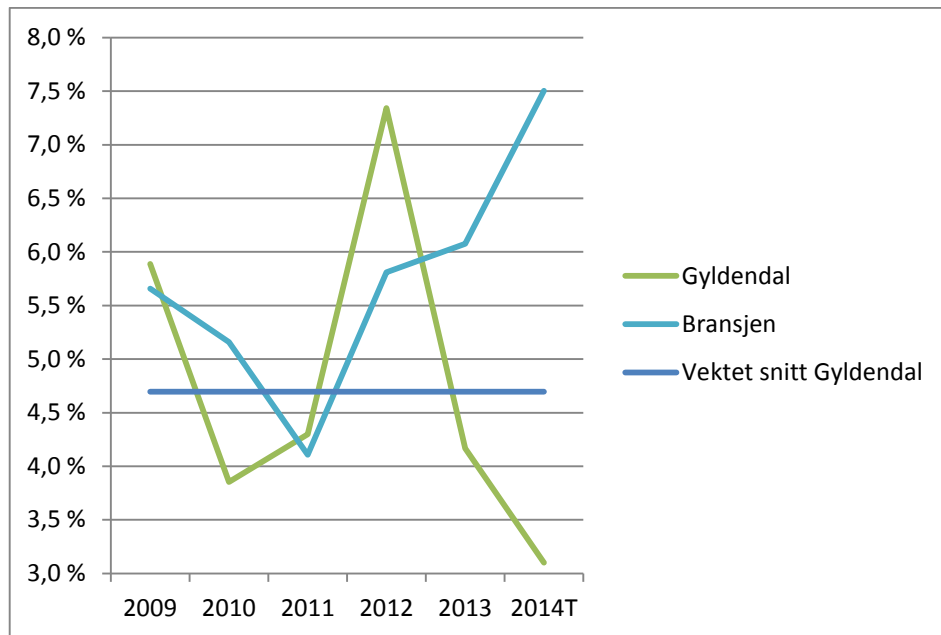
Vi ser at Gyldendal har finansiert 51 % av sine driftsrelaterte omløpsmidler med kortsiktig gjeld, mens bransjen bare har finansiert 32 % av sine. Verken Gyldendal eller bransjen har finansiert sine driftsrelaterte omløpsmidler med kortsiktig finansiell gjeld. Dette er svært positivt.

Oppsummert ser det ut som om Gyldendal er noe mer solid enn bransjen da de har finansiert både finansielle anleggsmidler og deler av de driftsrelaterte omløpsmidlene med langsiktig driftsrelatert gjeld. Bransjen har til sammenligning finansiert de samme eiendelene med langsiktig finansiell gjeld.

6.2.3 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet sier noe om hvor stor avkastning i prosent man har på netto driftskapital, det vil si netto driftseiendeler. Analyse av lønnsomheten til et selskap er dermed en del av soliditetsanalysen. Ved god lønnsomhet vil egenkapitalen, altså bufferen mot tap, øke, og selskapet blir mer solid.

$$ndr = \frac{NDR}{NDE}$$



Figur 6-7 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Vektet gjennomsnitt
Gyldendal	0,059	0,039	0,043	0,073	0,042	0,031	0,047
Bransjen	0,057	0,052	0,041	0,058	0,061	0,075	0,060
Gyldendal - bransjen	0,002	-0,013	0,002	0,015	-0,019	-0,044	-0,013

Tabell 6-18 Netto driftsrentabilitet

Driftsrentabiliteten svinger en del over analyseperioden. Rentabiliteten økte i 2012 på grunn av historisk høy omsetning og et godt driftsresultat. Den lave driftsrentabiliteten i 2014 skyldes for Gyldendals del at det i 2013 ble gjort store investeringer i ny teknologi som er tatt over driften. På samme tid har bransjen redusert sine netto driftseiendeler, noe som gjør at de har en bedre driftsrentabilitet. Tallene for 2014 er for bransjens del laget ved hjelp av trailing. Det kan dermed tenkes at også bransjen, rent faktisk, opplever en nedgang i lønnsomheten for 2014 slik Gyldendal gjør.

Netto driftsrentabilitet	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Vektet gj.snitt
Gyldendal inkl. tilkn. virksomhet	0,059	0,039	0,043	0,073	0,042	0,031	0,047
- Gyldendal egen virksomhet	0,058	0,039	0,045	0,082	0,047	0,034	0,050
= Forskjell	0,001	0,000	-0,002	-0,008	-0,005	-0,003	-0,004

Tabell 6-19 Netto driftsrentabilitet egen virksomhet

Dersom vi ikke hensyntar tilknyttet virksomhet og kun konsentrerer oss om egen virksomhet legger vi merke til at netto driftsrentabilitet blir bedre. Gyldendal får altså en dårligere lønnsomhet som følge av den tilknyttede virksomheten. Over analyseperioden bidrar

tilknyttet virksomhet med negative resultater, noe som tærer på egenkapitalen til Gyldendal og bidrar til redusert soliditet.

Netto driftsrentabilitet	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Vektet gj.snitt
Gyldendal egen virksomhet	0,058	0,039	0,045	0,082	0,047	0,034	0,050
- Bransjen egen virksomhet	0,058	0,050	0,047	0,068	0,076	0,091	0,070
= Gyldendal - bransjen	-0,001	-0,011	-0,003	0,014	-0,029	-0,057	-0,019

Tabell 6-20 Netto driftsrentabilitet egen virksomhet bransjen

Vi ser at bransjens netto driftsrentabilitet blir vesentlig bedre dersom man trekker ut effekten av tilknyttet virksomhet. Dette skyldes at bransjen har en større andel tilknyttet virksomhet enn det Gyldendal har. Forskjellen mellom Gyldendal og bransjen blir enda større enn den var med tilknyttet virksomhet.

Ser vi på hvordan driftsrentabiliteten er hos de nye, mindre forlagene som Kagge, Juritzen og Oktober, har de i snitt over analyseperioden en driftsrentabilitet på 17,2 %. Hva som er årsaken til dette, er ikke godt å si, men det kan altså virke som om de små forlagene drives vesentlig bedre. En årsak til at de store, etablerte forlagene har lavere driftsrentabilitet, kan være at de satser på litt smalere titler. De vet at de har en portefølje med kjente forfattere og andre forretningsområder som genererer inntekter til konsernet dersom de smale titlene ikke skulle slå til. I de mindre forlagene har man kanskje mer fokus på at alle utgitte titler må selge godt for at selskapet skal være lønnsomt. En annen årsak kan være at de små forlagene utnytter at store deler av prosessen med å utgi en bok kan gjøres av andre enn forlaget selv. Blant annet er både design av omslag og distribusjon av bøkene tjenester som kan kjøpes inn utenfra. De små forlagene slipper da å ha egne ansatte som gjør denne jobben. Samtidig kan frilans-forfattere være billigere. Dette kan være forfattere som har blitt avvist av de store forlagene og som kan være villig til å få noe mindre betalt så lenge de får gi ut boken de har skrevet.

6.3 Oppsummering – syntetisk rating

Nå som vi har foretatt en analyse av likviditet og soliditet, bruker vi innsikten vi har skaffet oss til å finne en indikator på den syntetiske ratingen for Gyldendal og bransjen.

Sammenstiller vi den foreløpige ratingen med den samlede risikoanalysen, gir det oss den endelige ratingen. Siden Gyldendal og de to ikke-børsnoterte selskapene ikke blir ratet av ratingbyråene må vi gjøre oss opp en egen mening om risikoen knyttet til selskapene.

Ratingen vi kommer frem til bruker vi til å bestemme et avkastningskrav.

Ved hjelp av fire forholdstall avgjør vi hvilken risikoklasse Gyldendal og bransjen er i. De fire forholdstallene er likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalandel og netto driftsrentabilitet.

Den syntetiske ratingen presenteres i form av bokstavkarakterer som først ble presentert av Standard & Poors. Beste rating er AAA, mens dårligste er D. For å sette ratingen tar vi utgangspunkt i tabellen under, utarbeidet av Knivsflå (Knivsflå, 2015h).

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

Tabell 6-21 Nøkkeltall og rating

Ut fra tabellen over og de beregnede forholdstallene, finner vi følgende rating for Gyldendal:

Gyldendal	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet gj.snitt
Likviditetsgrad 1	1,497	1,294	1,293	1,215	1,237	1,484	1,334
Rentedekningsgrad	2,340	2,696	3,567	5,519	4,329	3,662	3,924
Egenkapitalandel	0,390	0,397	0,378	0,376	0,484	0,446	0,419
Netto driftsrentabilitet	0,059	0,039	0,043	0,073	0,042	0,031	0,047

Gyldendal	Rating	Rating	Rating	Rating	Rating	Rating	Vektet gj.snitt
Likviditetsgrad 1	BBB	BB	BB	BB	BB	BBB	
Rentedekningsgrad	BBB	BBB	A	AA	A	A	
Egenkapitalandel	BBB	BBB	BB	BB	BBB	BBB	
Netto driftsrentabilitet	BB	B	B	BB	B	B	
Rating	BB++	BB+	BB	BB++	BB++	BB++	BB+

Tabell 6-22 Syntetisk rating Gyldendal

Gyldendal har en rating tilsvarende BB++ i 2014. Det gir en sannsynlighet for konkurs i løpet av det neste året på 0,97 %. Sannsynligheten for konkurs er altså svært lav, men tilstede.

Gyldendal og bransjen har tilnærmet lik rating over analyseperioden. Begge har stabil rating i

perioden 2009-2014T. Det kan tyde på at den vil ligge på omtrent samme nivå også i fremtiden, men dette vil vi se nærmere på i kapittel 10. I følge Knivsflå er den vanligste ratingen BBB. Gyldendal og bransjen ligger altså noe under dette, og det er forbundet noe mer risiko knyttet til dem. Det positive er at Gyldendal ikke er forbundet med mer risiko enn bransjen som helhet. Beregnet rating er ikke endelig rating, kun en indikasjon. Indikert rating må sammenholdes med innsikten vi har fra den samlede risikoanalysen. Vi har ikke fått innsikt gjennom vår analyse som tyder på at endelig rating avviker fra indikasjonen vi får her. Vår konklusjon er at endelig syntetisk rating er BB+

Bransjen	2009	2010	2011	2012	2013	2014T	Vektet gj.snitt
Likviditetsgrad 1	1,352	1,221	1,413	1,408	1,436	1,550	1,426
Rentedekningsgrad	2,088	3,178	2,727	3,187	3,831	4,520	3,469
Egenkapitalandel	0,311	0,303	0,369	0,382	0,417	0,403	0,377
Netto driftsrentabilitet	0,057	0,052	0,041	0,058	0,061	0,075	0,060

Bransjen	Rating	Rating	Rating	Rating	Rating	Rating	Vektet gj.snitt
Likviditetsgrad 1	BB	BB	BB	BB	BB	BBB	
Rentedekningsgrad	BBB	A	BBB	A	A	A	
Egenkapitalandel	BB	BB	BB	BBB	BBB	BBB	
Netto driftsrentabilitet	BB	B	B	BB	BB	BB	
Rating	BB+	BB+	BB	BBB-	BBB-	BBB	BBB-

Tabell 6-23 Syntetisk rating bransjen

Som nevnt over bidrar tilknyttet virksomhet hos Gyldendal til å redusere både rentedekningsgraden, egenkapitalandelen og netto driftsrentabilitet. Det betyr at både likviditeten og soliditeten reduseres på grunn av Gyldendals investeringer. Reduksjonen er dog ikke så stor at den påvirker ratingen. Den syntetiske ratingen i 2014 er fortsatt BB+ i snitt også når vi ser bort fra tilknyttet virksomhet. Det samme gjelder for bransjen. Både likviditet og soliditet blir dårligere som følge av tilknyttet virksomhet. Effekten er likevel ikke stor nok til at vektet gjennomsnitt av den syntetiske ratingen endres fra BBB-.

7 Historisk avkastningskrav

7.1 Teori for avkastningskrav, risikofri rente, risikopremie og beta

I vurderingen av om en investering er lønnsom eller ikke, benytter man seg av et avkastningskrav. Avkastningskravet reflekterer investeringens krav til rentabilitet. En aksjeinvestering er mer risikofylt enn en tilsvarende pengeplassering i banken, noe som resulterer i at investor vil og bør kreve en avkastning som overgår risikofri rente.

Tilleggsavkastningen man krever for ekstra risiko benevnes ofte som en risikopremie.

Risikopremien forventes til en viss grad å samvarierte med markedet, og kravet til avkastning på egenkapitalen uttrykkes ved kapitalverdimodellen:

$$ekk = r_f + \beta_{EK} * (r_m - r_f) ,$$

der r_f er risikofri rente, β_{EK} er egenkapitalbeta¹⁴, r_m er markedsavkastningen og $(r_m - r_f)$ er markedspremien. Vi ser her at egenkapitalkravet består av en risikofri rente tillegg en egenkapitalbeta som er multiplisert med markedsrisikopremien. Markedsrisikopremien er forskjellen mellom forventet avkastning ved å investere i markedsporteføljen og den risikofrie renten. Risikopremien som tillegges den risikofrie renta avhenger altså av betaen.

En aksjes egenkapitalbeta (β_{EK}) forteller oss i hvilken grad aksjen i et enkelt selskap samvarierer med markedet og børsindeksen. Er aksjen perfekt korrelert med markedet, er betaen 1, mens en risikofri pengeplassering har en beta på null. Hvilke selskap som inngår i børsindeksen, vil ha innvirkning på andre selskaps grad av korrelasjon. Selskapene som inngår i hovedindeksen (OSEBX) skal være representative for aksjer som er notert på Oslo Børs. Vi forventer som følge av dette en relativt lav samvariasjon med markedet for Gyldendal. Årsaken er at Oslo Børs, og da også hovedindeksen, i liten grad inneholder selskap innenfor Gyldendals bransje.

Beta reflekterer den systematiske risikoen ved å investere i en virksomhets egenkapital. Investerings totalrisiko avhenger også av hvor mye avkastningen varierer i forhold forventning. I motsetning til en usystematisk bedriftsspesifikk risiko, kan som nevnt ikke den systematiske risikoen diversifiseres bort ved å investere i en portefølje av aksjer. En portefølje kan settes sammen på en slik måte at den bedriftsspesifikke risikoen reduseres mot null, og total risiko nærmer seg systematisk risiko. En investor vil da ikke kunne kreve ekstra avkastning for usystematisk risiko.

Tilleggsrisikoen ved at markedet i noen tilfeller ikke er perfekt, og ikke samsvarer med kapitalverdimodellen, kan hensyntas i form av en likviditetspremie. Det kan også være aktuelt med et ekstra minoritetstillegg for illikviditet som følge av innelåsing.

¹⁴ Mål på systematisk risiko

Avkastningskrav benyttes for å vurdere et selskaps lønnsomhet. Det er vanskelig å si noe om lønnsomheten til et selskap uten å ha en målestokk på hva som er god lønnsomhet. Kravet trengs også for å estimere dagens verdi av en investering, der nåverdien diskonteres med det risikojusterte avkastningskravet.

7.2 Egenkapitalkravet

I arbeidet med å finne et passende avkastningskrav benyttes ofte et historisk avkastningskrav som grunnlag.

7.2.1 Risikofri rente

For å komme frem til en risikofri rente tar vi utgangspunkt i tre måneders effektiv Nibor-rente, en kortsiktig lånrente bankene imellom. Vi beregner gjennomsnittlig rente for årene 2009-2014 basert på renten siste dagen i hver måned, før vi finner gjennomsnittet for hele regnskapsanalyseperioden på 0,025 (Norges Bank, 2015; Oslo Børs, 2015).

Siden Nibor-renten bankene imellom ikke er risikofri, må vi trekke ut en kredittrisikopremie, altså premien långiver krever i tillegg til risikofri rente. Denne skal kompensere for risikoen for at långiver ikke får dekket renter og avdrag. Kredittrisikopremieestimatet vi benytter oss av, er utarbeidet av Kjell Henry Knivsflå (Knivsflå, 2015a). Han baserer sitt estimat for kortsiktig kredittrisikopremie etter skatt på data fra Bondsonline i USA, der kredittrisikopremien blir sett i sammenheng med syntetisk rating for selskapene. Langsiktig kredittrisikopremie etter skatt baseres på data fra Norge der statsrenter og selskap med god kredittverdighet sammenlignes. Det tas utgangspunkt i kredittrisikopremien etter skatt for selskap med god kredittverdighet. Differansen mellom langsiktig og kortsiktig kredittrisikopremie vurderes som et konstant tillegg fra kortsiktig til langsiktig kredittrisiko.

Tar vi utgangspunkt i at bankene gjennomsnittlig har en syntetisk rating på AA gir Knivsflås estimat oss en kortsiktig kredittrisikopremie på 0,006 før skatt over regnskapsanalyseperioden. For å kunne sammenligne avkastningskravet med egenkapitalrentabiliteten, som er etter skatt, må den risikofrie renten også være etter skatt. Vi trekker da ut normal skattesats for å komme frem til en risikofri rente etter skatt.

7.2.2 Markedsrisiko

Valg av markedsrisiko kan baseres på ulike forhold. Historisk markedsrisiko er lik for alle investorer, men investorer kan ha ulike forventninger og krav til risikoen i markedet. Kapitalverdimodellen legger til grunn at investors krav tilsvarer forventningene fremover i tid (Fernández, 2004). Vi tar først og fremst utgangspunkt i historiske tall og baserer meravkastningen i markedet på et gjennomsnitt av Kjell Henry Knivsflås estimat (Knivsflå, 2015a) og tall fra Damodaran (Damodaran, 2015).

I Knivsflås estimat vektlegges kortsiktig risikopremie på Oslo Børs i perioden 1995-2014 med 25 %, mens resterende 75 % vektlegges langsiktig risikopremie i perioden 1958-2014. Gjennomsnittlig geometrisk¹⁵ risikopremie er 0,038 per år på kort sikt, og gjennomsnittlig normalisert avkastning på lang sikt er 0,049. Over regnskapsanalyseperioden vår fra 2009-2014 blir vektet normalisert markedsrisikopremie etter skatt 0,046 ettersom estimert risikofri rente allerede er hensyntatt i tallene. Damodaran presenterer Norges markedsrisikopremie på sine nettsider. I perioden 2009-2014 varierer premien fra 0,045 til 0,058, gjennomsnittlig 0,053.

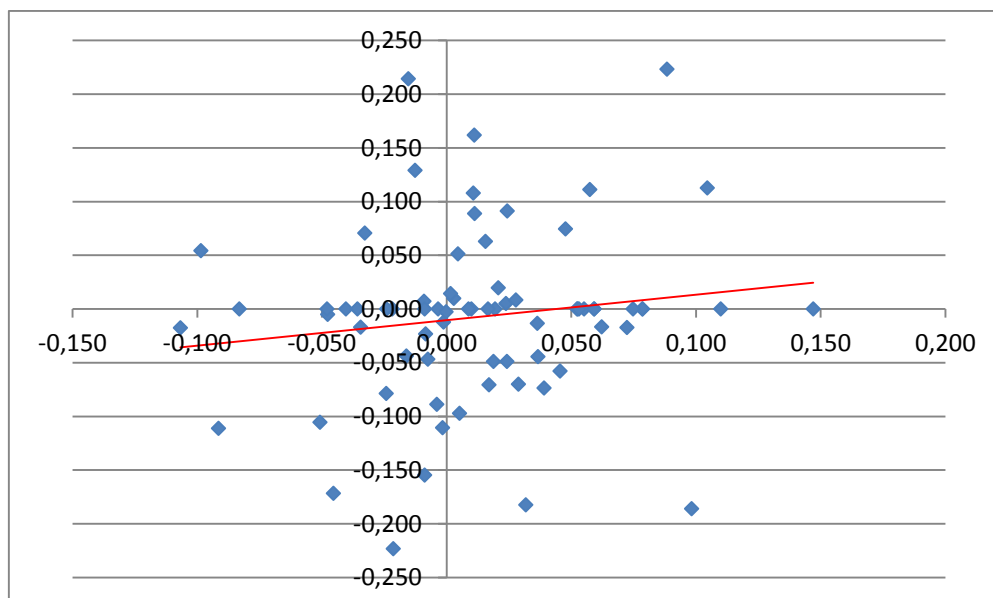
Vi velger å benytte en markedsrisikopremie på 0,05, altså snittet av Knivsflås og Damodarans beregninger. Undersøkelser rettet mot medlemmer i Norske Finansanalytikeres Forening viser at størstedelen av respondentene også ville benyttet en markedsrisikopremie på 5 %. Snittet av alle tilbakemeldingene likevel gir en noe høyere premie (PWC & Norske Finansanalytikeres Forening, 2014). Selv om respondentenes svar avhenger av arbeidsområde, har medianpremien vært tilnærmet uendret i perioden 2011 til 2014. Undersøkelsen viser også at meningene er delte om hvorvidt det foreligger en sammenheng mellom risikofri rente og risikoen i markedet. Enkelte mener at risikoen bør justeres opp som følge av den lave renten vi har hatt i Norge de senere årene. Median risikopremie på Oslo Børs ligger på 5,4 % i perioden 2010 til 2014 (PWC & Norske Finansanalytikeres Forening, 2014). Dette taler for at vi kunne lagt markedsrisikopremien noe høyere. Gyldendal selv bruker imidlertid 5 % premie i sitt estimat på egenkapitalkostnaden (Gyldendal ASA, 2015f). Basert på en totalvurdering velger vi å benytte 5 %.

¹⁵ Geometrisk gjennomsnitt er best egnet for å måle veksten over lengre tid da ikke alle verdiendringer i perioden reflekteres (Møller, 1989)

7.2.3 Betaer

Neste steg i kapitalverdimodellen er å finne egenkapitalbetaen. Siden Gyldendal er et børsnotert selskap, kan denne estimeres på bakgrunn av historiske data og bruk av regresjon. For børsnoterte selskap estimeres betaen blant annet av Dagens Næringsliv, e24 og Finansavisen. Egenkapitalbetaen finnes også ved hjelp av et program som heter Datastream. Vi velger å innhente flere betaverdier, samt å beregne en egen beta ved regresjon, for å ha et best mulig grunnlag for diskusjon og valg av egenkapitalbeta.

Ved hjelp av en regresjonslinje kan vi vise sammenhengen mellom avkastningen i markedet, her OSEBX-indeksen, og Gyldendals egenkapitalavkastning. Dette kan gi oss en egenkapitalbeta. Grunnlaget for beregnede avkastninger er hentet fra Datastream, og avkastningene er målt logaritmisk. Regresjonsanalysen gir oss en egenkapitalbeta på 0,237, altså er aksjens samvariasjon med markedet liten. Vi ser også fra diagrammet under at punktene i stor grad avviker fra regresjonslinjen. R^2 er kun på 0,02 og det er i realiteten ingen sammenheng. Regresjon gir oss altså ikke en god betaverdi.



Figur 7-1 Regresjonsanalyse egenkapitalbeta

Tall innhentet fra kilder nevnt over (pr 04.03.15) gir oss egenkapitalbetaer i intervallet -0,39 til 0,38. Vi ser altså at egenkapitalbetaen varierer i de ulike kildene. Gyldendal-aksjen er generelt sett lite likvid. Mens enkelte aksjer på Oslo Børs omsettes flere ganger daglig, er Gyldendalaksjen blant dem som sjeldnest omsettes. 36 handledager i løpet av et helt år (2013) bekrefter at aksjens likviditet er så dårlig at estimert egenkapitalbeta antagelig er lite

hensiktsmessig å benytte (Nissen-Meyer, Aakvik & Sørheim, 2015). Konsekvensen av dette blir at vi må benytte oss av børskopiering for å komme frem til en egenkapitalbeta for Gyldendal.

For selskap som ikke er børsnoterte, eller for lite likvide selskap slik som her, kan man nemlig finne egenkapitalbetaen ved hjelp av egenkapitalbetaen til en eller flere komparative virksomheter.

For å finne en hensiktsmessig egenkapitalbeta for Gyldendal ser vi til andre børsnoterte selskap, nevnt i avsnitt 2.4. Tall hentet fra Datastream viser at egenkapitalbetaene for de tre selskapene ligger i intervallet 0,399 til 0,564. Det er viktig å merke seg at beregnet egenkapitalbeta for et selskap ikke nødvendigvis kan benyttes som egenkapitalbeta i et annet selskap da egenkapitalbeta påvirkes av gjeldsgrad. Det er årsaken til at man må justere for virkningen av gjeldsfinansiering for å finne betaen til et 100 % egenkapitalfinansiert selskap (Møller, 1989). Siden vi benytter oss av børskopiering, må vi altså justere for kapitalen for hvert av selskapene for å få en eiendelsbeta. Under forutsetning av at gjeldsbetaen er null kommer vi frem til en eiendelsbeta (β_{TK}) for de tre selskapene ved hjelp av formelen:

$$\beta_{TK} = \frac{EK}{TK} * \beta_{EK}$$

Gjennomsnittet av komparative virksomheters eiendelsbeta gir oss en bransjebeta. Ifølge teori utarbeidet av Miller & Modigliani er ikke verdien av et selskap avhengig av finansieringen (Dahl & Boye, 1997), og eiendelsbetaen kan settes lik for alle selskap i bransjen. Vi kan da komme frem til egenkapitalbetaen til en virksomhet i bransjen ved å justere bransjebetaen for den aktuelle virksomhetens gjeldsgrad. Eiendelsbetaen til bransjen danner grunnlaget for egenkapitalbetaen, og vi regner oss tilbake ved hjelp av den omvendte formelen over:

$$\beta_{EK} = \frac{TK}{EK} * \beta_{TK}$$

Gjennomsnittet av de fire eiendelsbetaene i bransjen på 0,277 kan benyttes som et estimat på Gyldendals eiendelsbeta. Denne synes imidlertid å være noe lav, og etter å justere for kapitalstruktur får en egenkapitalbeta på 0,620 for Gyldendal. Vi velger å rimelighetsvurdere

denne verdien ved å se til andre selskap innenfor konsum- og forbruksvarer. Datastream oppgir per 27.04.15 en egenkapitalbeta for Orkla på 0,739. Det gir oss en eiendelsbeta på 0,436 etter gjeldsjusteringer. I utgangspunktet vil man forvente en mindre variasjon med markedet for matvarer enn for bøker, da matvarer er et nødvendighetsgode. Orklas produkttilbud inneholder likevel ikke bare de mest nødvendige matvarene. Flere merkevarer er heller ikke relatert til mat, og deres investeringer omfatter blant annet maling og produksjon av produkter til bilindustrien (Orkla, 2015). En eiendelsbeta rundt Orklas nivå er derfor ikke urimelig. Vi velger å vurdere verdien opp mot Schibsted som i større grad enn Orkla driver innenfor samme bransje som Gyldendal. Schibsteds egenkapitalbeta er 0,865 per 27.04.15. Beregnet eiendelsbeta blir da 0,409. Vi mener Gyldendal bør ligge et hakk under Schibsteds eiendelsbeta da de i tillegg til å ha det fjerde største forlagshuset i Norge i stor grad også er et mediehus (Schibsted Norge, 2015). Schibsted selger i større grad aviser og har andre mer konjunkturavhengige merkevarer i sin virksomhet. Basert på en totalvurdering og skjønnsmessige forhold velger vi da å sette eiendelsbetaen til 0,35, noe under Schibsted og Orkla. Etter kapitaljusteringer får vi da en egenkapitalbeta på 0,785. Vår metode for å finne en hensiktsmessig betaverdi baseres på beregninger og skjønnsmessige vurderinger. Det er verdt å merke seg at det i over 50 % av tilfellene gjøres slik også i praksis (PWC & Norske Finansanalytikeres Forening, 2014).

Under forutsetning av at det totale aksjemarkedet har en eiendelsbeta på ca. 0,450 (β_{EK} på 1 og 45 % EK) (Dahl & Boye, 1997) er et estimat på 0,35 for Gyldendal ikke urimelig. Selskapet har lave kapasitetskostnader. Forretningsrisikoen er altså lav fordi innslaget av faste kostnader som ikke reduseres med aktivitetsnivået, er begrenset. Gyldendal har lav finansiell risiko som følge av at EK-andelen er relativt høy. Totalt sett forventer vi en eiendelsbeta under gjennomsnittet for markedet.

For å kunne beregne hvilken verdi egenkapitalbetaen har over regnskapsperioden må man gå veien om betaene til de andre balansepostene. Vi trenger da en netto finansiell gjeldsbeta bestående av finansiell gjeldsbeta redusert for finansiell eiendelsbeta samt en netto driftsbeta. Formelen for finansiell gjeldsbeta er:

$$\beta_{FG} = \frac{mrd * krp}{mrp}$$

Markedsrisikodelen (mrd) tilsvarer risikoen som kommer av endringer i økonomien, eks konjunkturer, inflasjon og økonomisk politikk (Boye, 1998). Kredittrisikopremien (krp) er omtalt over, og markedsrisikopremien (mrp) er den kompensasjonen en investor krever for å investere i en aksje i tillegg til risikofri rente. Markedsrisikopremien finnes ved at forventet avkastning i en investering i markedet reduseres med risikofri rente, altså $r_m - r_f$.

Markedsrisikopremien påvirkes av aksjens beta, noe som gjenspeiles i kapitalverdimodellen presentert overfor. Først beregner vi $\frac{krp}{mrp}$, der kredittrisikopremien settes til 0,031. Estimatet vi benytter er beregnet av Knivsflå, jfr. tidligere omtale. At vi velger 0,031, baseres på at gjelden er langsiktig, og at syntetisk rating for Gyldendal er BB. Markedsrisikopremien settes som før til gjennomsnittet av Knivsflås og Damodarans tall, altså 0,050. For å komme frem til finansiell gjeldsbeta multipliserer vi deretter med markedsrisikodelen, som skjønnsmessig settes til 0,2. Vår vurdering er at avkastningen i Gyldendal i liten grad avhenger av endringer i økonomien generelt. Til tross for fallet vi så i etterspørselen etter bøker under finanskrisen, jfr. figur 4-1, konsumeres ofte bøker i tilnærmet like stor grad i lavkonjunkturer som i høykonjunkturer. Årsaken er at prisen for bøker generelt sett er lav. Bransjen påvirkes i noen grad av økonomisk politikk, eksempelvis gjennom momsfritak på bøker – men disse faktorene er ikke avgjørende. På bakgrunn av valgt markedsrisikodel beregnes finansiell gjeldsbeta til 0,125 i snitt over analyseperioden.

Finansiell gjeldsbeta	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Syntetisk rating Gyldendal	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Langsiktig kredittpremie	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031
/ Markedspremien	0,048	0,046	0,048	0,053	0,053	0,053	0,050
= Finansiell gjeldsbeta når mrd = 1	0,653	0,681	0,653	0,585	0,590	0,588	0,625
* Markedsrisikodel	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200
= Finansiell gjeldsbeta	0,131	0,136	0,131	0,117	0,118	0,118	0,125

Tabell 7-1 Finansiell gjeldsbeta

Finansiell gjeldsbeta varierer noe som følge av årlige endringer i markedspremien.

Gjennomsnittlig finansiell gjeldsbeta på 0,125 er ikke urimelig da vi forventer at risikoen knyttet til gjelden i liten grad skal variere med risikoen i markedet.

Beta for finansielle eiendeler finnes ved å splitte betaen i betaer for kontanter, fordringer og investeringer, gitt ved formelen:

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

Finansielle kontanter er ikke utsatt for risiko og kontantbetaen settes av den grunn til 0. Kontantene påvirker dermed ikke betaen for finansielle eiendeler. Gyldendal har ikke finansielle fordringer, og vi går ikke ytterligere inn på beregning av fordringsbetaen. Vi forutsetter at Gyldendals aksjeinvesteringer er perfekt diversifiserte med en beta lik markedsbetaen, altså 1, og at likviditetspremien er på 0. Dette er en forenkling som er vanlig å gjøre der man har en stor portefølje av investeringer. Vi velger å benytte oss av denne forenklingen selv om vi her har å gjøre med en mindre portefølje. Alternativt kunne vi valgt å finne betaen til den enkelte investering og vekte dem med antall aksjer i hvert selskap. Da hadde vi fått en mer nøyaktig investeringsbeta. Investeringsbetaen benyttes ikke direkte til noe, annet enn å finne egenkapitalbetaen år for år. Investeringsvekten er finansielle investeringers andel av finansielle eiendeler og vil variere år for år. Summert får vi en gjennomsnittlig finansiell eiendelsbeta på 0,199. At investeringenes andel av finansielle eiendeler ikke utgjør mer enn 20 % av finansielle eiendeler, taler også for at investeringsbetaen forenklet kan settes til 1.

Finansiell eiendelsbeta	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt	0,258	0,189	0,193	0,177	0,213	0,162	0,199
= Finansiell eiendelsbeta	0,258	0,189	0,193	0,177	0,213	0,162	0,199

Tabell 7-2 Finansiell eiendelsbeta

Netto finansiell gjeldsbeta fremkommer da ved å vekte finansiell gjelds- og eiendelsbeta med finansiell gjeld og finansielle eiendeler andel av netto finansiell gjeld. Formelen vi benytter er:

$$\beta_{NFG} = \beta_{FG} * \frac{FG}{NFG} - \beta_{FE} * \frac{FE}{NFG}$$

Dette gir oss en netto finansiell gjeldsbeta på -0,101. Gjennomsnittet blir negativt som følge av negative verdier i perioden 2012 til 2014. I disse årene er gjennomsnittlig netto finansiell gjeld lav da finansiell gjeld knapt overstiger finansielle eiendeler. I 2014 har selskapet i tillegg netto finansielle eiendeler, og gjennomsnittlig netto finansiell gjeld for årene 2013 og 2014 blir ytterligere redusert. Finansiell gjeld er halvert over regnskapsperioden, hovedsakelig som følge av høyt trekk på kassekreditt i 2008. Finansielle eiendeler øker med vel 50 % i tilsvarende periode. Den største endringen kommer av større kontantbeholdning i 2014 som også bidrar til at selskapet får netto finansielle eiendeler dette året. Reduksjon i netto

finansiell gjeld gir økende gjelds- og eiendelsvekter over perioden. Metoden vi benytter, gjør da at netto finansiell gjeldsbeta blir negativ mot slutten av analyseperioden.

Netto finansiell gjeldsbeta	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Finansiell gjeldsbeta	0,131	0,136	0,131	0,117	0,118	0,118	0,125
* Finansiell gjeldsvekt	1,390	1,906	2,890	6,296	4,801	11,504	4,798
- Finansiell eiendelsbeta	0,258	0,189	0,193	0,177	0,213	0,162	0,199
* Finansiell eiendelsvekt	0,390	0,906	1,890	5,296	3,801	10,504	3,798
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,081	0,089	0,012	-0,199	-0,241	-0,345	-0,101

Tabell 7-3 Netto finansiell gjeldsbeta

Basert på den egenkapitalbeta og netto finansiell gjeldsbeta vi nå har, kan vi beregne oss frem til netto driftsbeta ved formelen:

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

Egenkapitalbetaen vektes her med egenkapitalens andel av netto driftskapital da Gyldendal ikke har minoriteter, og netto finansiell gjeldsbeta vektes med netto finansiell gjeldsandel av netto driftskapital. Gjennomsnittlig netto driftsbeta blir 0,680.

Netto driftsbeta	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Egenkapitalbeta	-	-	-	-	-	-	0,785
* EK/NDK	0,702	0,809	0,896	0,956	0,950	0,976	0,881
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,081	0,089	0,012	-0,199	-0,241	-0,345	-0,101
* NFG/NDK	0,298	0,191	0,104	0,044	0,050	0,024	0,119
= Netto driftsbeta	0,024	0,017	0,001	-0,009	-0,012	-0,008	0,680

Tabell 7-4 Netto driftsbeta

Netto driftsbeta settes konstant over perioden jfr. Miller & Modigliani, og vi kan beregne oss tilbake til egenkapitalbetaen år for år.

Netto driftsbeta	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Egenkapitalbeta	0,934	0,820	0,757	0,720	0,728	0,705	0,785
* EK/NDK	0,702	0,809	0,896	0,956	0,950	0,976	0,594
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,081	0,089	0,012	-0,199	-0,241	-0,345	-0,101
* NFG/NDK	0,298	0,191	0,104	0,044	0,050	0,024	0,406
= Netto driftsbeta	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680

Tabell 7-5 Endelig egenkapitalbeta år for år

7.2.4 Likviditetspremie

Likviditetspremien skal fange opp de risikoforhold som ikke hensyntas i kapitalverdimodellen.

I vårt tilfelle omsettes Gyldendal-aksjen sjelden. I tillegg eier styreleder Erik Must 85 % av aksjene i selskapet. Aksjonærer med små aksjeposter bærer som følge av det en risiko for å bli lurt eller motta mindre informasjon.

Kravet til børsnotering er at 25 % av aksjene er i fri flyt. Pr dags dato oppfyller ikke Gyldendal dette kravet, men slik regelen er, gjelder kravet kun når et selskap går inn på børs. Det er ofte mer aktuelt med en likviditetspremie for ikke-børsnoterte aksjer. Man kompenserer da for innelåsningsrisikoen som følger av at det ikke finnes et effektivt marked for aksjene og det kan bli vanskelig å få solgt dem til den prisen man ønsker. Selv med et effektivt marked, som børsen, kan det være selskap der informasjonen sitter tett på ledelsen, eierskapet er skjevdelt og der ledelsen og eierne ofte er de samme personene. I slike tilfeller vil en likviditetspremie være aktuelt på tross av børsnoteringen.

I Gyldendals tilfelle kan man stille spørsmål om eiers og kjøpers behov for likviditet i aksjen. Det er i stor grad langsiktige eiere, også for de mindre aksjepostene. En likviditetspremie på 2-4 % er vanlig for de minst likvide aksjene på Oslo Børs (Boye, 1998; Dahl & Boye, 1997). Ekstra likviditetspremie for minoritetsinteresser er ikke aktuelt i Gyldendal. Basert på en totalvurdering og skjønnsmessige forhold er vår vurdering at 3 % likviditetspremie er passende.

Endelig kan vi ved hjelp av kapitalverdimodellen nå presentere en fullstendig tabell over hvordan vi kommer frem til egenkapitalkravet år for år. Samlet gir modellen oss nå et egenkapitalkrav på 0,083.

Krav til egenkapital	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Nibor-rente 3 mnd	0,025	0,025	0,027	0,026	0,024	0,023	0,025
- Kredittrisikopremie	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,005	0,006
= Risikofri rente før skatt	0,020	0,020	0,021	0,020	0,019	0,018	0,020
- 28/27% skatt	0,006	0,006	0,006	0,006	0,005	0,005	0,005
= Risikofri rente etter skatt	0,014	0,014	0,015	0,015	0,013	0,013	0,014
+ Justert beta	0,934	0,820	0,757	0,720	0,728	0,705	0,785
* Risikopremie etter skatt	0,048	0,046	0,048	0,053	0,053	0,053	0,050
+ Illikviditetspremie	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030
= Egenkapitalkrav	0,089	0,082	0,081	0,083	0,082	0,080	0,083

Tabell 7-6 Egenkapitalkrav

7.3 Krav til netto finansiell gjeld

Netto finansiell gjeld er finansiell gjeld justert for finansielle eiendeler, og kravet til netto finansiell gjeld beregnes ved å vekte det finansielle gjelds- og eiendelskravet med eiendelenes og gjeldens andel av netto finansiell gjeld. Kravet uttrykkes ved følgende formel:

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

Det finansielle gjeldskravet finner vi ved å ta utgangspunkt i tidligere beregnet risikofri rente etter skatt og legge til en kredittrisikopremie knyttet til gjelden. Kredittrisikopremien vi benytter oss av, tar som før utgangspunkt i estimatet utarbeidet av Knivsflå. Den syntetiske ratingen BB som vi tidligere har beregnet for Gyldendal, danner nå grunnlaget for at vi fastsetter kredittrisikopremien til 0,031. Ettersom Gyldendal har en tilnærmet lik syntetisk rating over hele regnskapsanalyseperioden, holdes kredittrisikopremien konstant. Vi beregner da finansielt gjeldskrav etter skatt og kommer frem til et gjennomsnitt på 0,045.

Krav til finansiell gjeld	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Risikofri rente etter skatt	0,014	0,014	0,015	0,015	0,013	0,013	0,014
+ Kredittrisikopremie	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031
= Finansielt gjeldskrav	0,045	0,045	0,046	0,046	0,044	0,044	0,045

Tabell 7-7 Finansielt gjeldskrav

Finansielle eiendeler i Gyldendal består av kontanter samt langsiktige og kortsiktige finansielle investeringer. Finansielle fordringer inngår ofte i finansielle eiendeler, men i vårt tilfelle er det ikke relevant for verken Gyldendal eller bransjen vi sammenligner med. Avkastningskravet for de finansielle eiendelene er forskjellig, og dette justerer vi for ved å normalisere kravet til finansielle eiendeler gjennom vektning. Vektene baseres på balanseført verdi etter omgruppering. Følgende formel benyttes:

$$fek = r_f(1-s) * \left(\frac{KON}{FE}\right) + (r_f * (1-s) + krp) * \left(\frac{FOR}{FE}\right) + (r_f * (1-s) + (\beta_{INV} * mrp) + ilp) * \left(\frac{INV}{FE}\right)$$

Kontantkravet er risikofri rente etter skatt, mens det for investeringer også ilegges en markedsrisikopremie slik som tidligere. Vi forutsetter at investeringsbetaen til de finansielle investeringene er 1 og at likviditetspremien er 0. Forutsetningene baseres på at Gyldendals aksjeinvesteringer følger markedet og er perfekt diversifisert. Gjennomsnittlig finansielt eiendelskrav over regnskapsperioden blir da 0,024.

Krav til finansielle eiendeler	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Kontantkrav	0,014	0,014	0,015	0,015	0,013	0,013	0,014
* Kontantvekt	0,742	0,811	0,807	0,823	0,787	0,838	0,801
+ Investeringskrav	0,062	0,060	0,063	0,068	0,066	0,065	0,064
* Investeringsvekt	0,258	0,189	0,193	0,177	0,213	0,162	0,199
= Finansielt eiendelskrav	0,026	0,023	0,024	0,024	0,025	0,021	0,024

Tabell 7-8 Finansielt eiendelskrav

Ved å vekte de to kravene med finansiell gjeldsandel og finansielle eiendeler andel av netto finansiell gjeld får vi et krav til netto finansiell gjeld på 0,128. Netto finansielt gjeldskrav øker over perioden som følge av økende gjelds- og eiendelsvekter jfr. våre kommentarer i kapittel 7.2.3. Økningen er ikke nødvendigvis rimelig. I 2013 og 2014 er netto finansiell gjeld spesielt lav, og vi ser at dette får sterk innvirkning på netto finansielt gjeldskrav i 2014. Små tall og metodikken vi benytter, gir oss ikke nødvendigvis et rettviseende bilde. Netto finansielt gjeldskrav fremover i tid påvirkes også av de høye vektene i 2014 siden de danner grunnlag for videre budsjettering. Det får imidlertid liten effekt på vårt endelige verdiestimat ettersom netto finansiell gjeldsandel sett opp mot egenkapitalens andel av netto driftskapital er liten. Graden av påvirkning på netto driftskrav er da begrenset. Vi velger derfor å benytte det beregnede kravet selv om de siste årene i analyseperioden drar opp gjennomsnittet.

Krav til netto finansiell gjeld	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Krav til finansiell gjeld	0,045	0,045	0,046	0,046	0,044	0,044	0,045
* Finansiell gjeld/nto fin. gjeld	1,390	1,906	2,890	6,296	4,801	11,504	4,798
- Krav til finansielle eiendeler	0,026	0,023	0,024	0,024	0,025	0,021	0,024
* Finansielle eiend./nto fin. gjeld	0,390	0,906	1,890	5,296	3,801	10,504	3,798
= Netto finansielt gjeldskrav	0,052	0,066	0,088	0,160	0,120	0,280	0,128

Tabell 7-9 Netto finansielt gjeldskrav

7.4 Krav til netto driftskapital

Under pkt. 5.4.2 forklarte vi hvordan vi kom frem til netto driftskapital og viste at netto driftskapital består av egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld. For å komme frem til kravet for netto driftskapital venter vi igjen med balanseførte verdier, og formelen er:

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

Vi har tidligere presentert egenkapitalkravet og kravet til netto finansiell gjeld på henholdsvis 0,083 og 0,128. Minoriteter er ikke aktuelt. Ved å benytte oss av vektene kommer vi da frem til kravet for netto driftskapital på 0,082.

Netto driftskrav	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Egenkapitalkrav	0,089	0,082	0,081	0,083	0,082	0,080	0,083
* EK/NDK	0,702	0,809	0,896	0,956	0,950	0,976	0,881
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,052	0,066	0,088	0,160	0,120	0,280	0,128
* NFG/NDK	0,298	0,191	0,104	0,044	0,050	0,024	0,119
= Netto driftskrav	0,078	0,079	0,082	0,086	0,084	0,085	0,082

Tabell 7-10 Netto driftskrav

8 Analyse av lønnsomhet – strategisk fordel

8.1 Rentabilitet

Et selskaps lønnsomhet, eller rentabilitet, sier noe om hvor stor den prosentvise avkastningen på kapitalen er.

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

Rentabilitet kan måles fullstendig eller normalisert. Fullstendig rentabilitetsanalyse inkluderer alle inntekter og kostnader, både normale og unormale, og får med alle svingninger i en periode. Metoden er mindre relevant ved investororientering, da den er lite egnet for budsjettering og til å si noe om fremtiden. Normalisert rentabilitet inkluderer ikke unormale inntekter og kostnader og er et bedre utgangspunkt for budsjettering og verdivurdering. Historiske tall som inkluderer unormalt resultat gir ikke nødvendigvis et riktig bilde på fremtiden. Vår verdivurdering av Gyldendal vil være basert på den normaliserte rentabiliteten.

For å analysere en virksomhets lønnsomhet, og finne ut hvilke kilder den stammer fra, kan man gjennomføre en rentabilitetsanalyse. Ønsker man å analysere rentabiliteten relativt til egenkapitalkravet som vi estimerte i kapittel 7, benytter man seg av en strategisk rentabilitetsanalyse. Analyseres lønnsomheten til et selskap relativt til bransjegjennomsnittet, og ikke bare over tid, blir analysen enda mer strategisk.

Ved rentabilitetsmåling er det vanlig å benytte gjennomsnittlig kapital i nevneren. Fordi kravet som er beregnet i kapittel 7 er beregnet på gjennomsnittlig kapital, må også rentabiliteten som sammenlignes med kravet være beregnet på samme måte.

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat}}{(\text{Inngående kapital} + \text{utgående kapital})/2}$$

8.1.1 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten forteller oss hvor stor avkastning investorene har oppnådd på den investerte kapitalen i løpet av en periode. Det er den «renten» investor oppnår på investeringen. Er den prosentvise avkastningen høyere enn bankrenten, lønner det seg å investere i selskapet fremfor å sette pengene i banken.

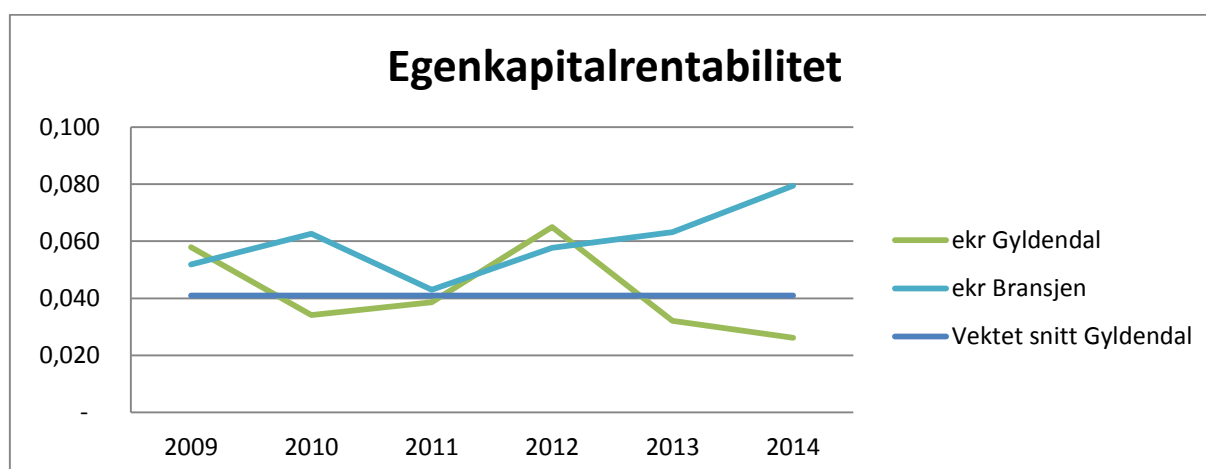
$$ekr_t = \frac{NRE_t}{(EK_{t-1} + EK_t)/2}$$

Gyldendal	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Nettoresultat til egenkapital	34 623	20 666	22 478	37 562	19 457	15 918	
/ Egenkapital	598 199	605 639	582 414	578 454	605 971	609 488	
= Egenkapitalrentabilitet	0,058	0,034	0,039	0,065	0,032	0,026	0,041

Tabell 8-1 Egenkapitalrentabilitet Gyldendal

Bransjen	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Nettoresultat til egenkapital	22 301	26 736	18 356	25 715	29 365	37 340	
/ Egenkapital	430 195	427 349	427 122	446 193	465 002	469 868	
= Egenkapitalrentabilitet	0,052	0,063	0,043	0,058	0,063	0,079	0,062

Tabell 8-2 Egenkapitalrentabilitet bransjen



Figur 8-1 Egenkapitalrentabilitet

Rentabiliteten til Gyldendal og bransjen svinger i løpet av analyseperioden. Gyldendals egenkapitalrentabilitet starter over bransjen før den i 2010 og 2011 er under. Tilsvarende trend ser vi i årene 2012-2014. Som nevnt hadde selskapet et godt driftsresultat i 2012. Verdt å merke seg når vi kommer til 2014, er det at tallene for bransjen er trailet slik at faktisk egenkapitalrentabilitet ikke trenger å være lik den som her fremkommer. Vektet er gjennomsnittlig egenkapitalrentabilitet i Gyldendal lavere enn i bransjen.

For å finne ut hvorfor Gyldendals egenkapitalrentabilitet er dårligere enn bransjens kan vi bryte den ned. Ved å skille mellom hva som skyldes drift og finansiering får vi ytterligere innsikt.

Gyldendal	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Netto driftsmargin	0,031	0,019	0,017	0,024	0,015	0,012	0,018
* Omløpshastighet	2,031	2,190	2,630	3,094	2,568	2,687	2,621
= Netto driftsrentabilitet	0,062	0,041	0,046	0,073	0,040	0,033	0,048
+ Virkning av netto finansiell gjeld	-0,004	-0,007	-0,007	-0,008	-0,007	-0,007	-0,007
+ Virkning av minoritet	-	-	-	-	-	-	-
= Egenkapitalrentabilitet	0,058	0,034	0,039	0,065	0,032	0,026	0,041

Tabell 8-3 Dekomponering av egenkapitalrentabilitet Gyldendal

Bransjen	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Netto driftsmargin	0,026	0,026	0,021	0,027	0,032	0,038	0,029
* Omløpshastighet	2,114	2,085	2,044	2,082	1,939	2,048	2,043
= Netto driftsrentabilitet	0,055	0,054	0,043	0,057	0,061	0,077	0,060
+ Virkning av netto finansiell gjeld	-0,001	0,010	0,000	0,001	0,002	0,004	0,003
+ Virkning av minoritet	-0,002	-0,002	-0,001	-0,000	-0,000	-0,001	-0,001
= Egenkapitalrentabilitet	0,052	0,063	0,043	0,058	0,063	0,080	0,062

Tabell 8-4 Dekomponering av egenkapitalrentabilitet bransjen

Vi ser at for Gyldendals del så bidrar driften med 4,8 %, mens finansieringen bidrar med -0,7 %. Dette gir en samlet egenkapitalrentabilitet på 4,1 %

For bransjen bidrar driften med 6 %, altså noe mer enn hos Gyldendal. Finansieringen med bruk av gjeld bidrar med 0,3 % og minoriteten bidrar med -0,1 %. Bransjen får dermed en samlet egenkapitalrentabilitet på 6,2 % som er 2,1 prosentpoeng bedre enn Gyldendal.

8.1.2 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet sier noe om hvor stor avkastning selskapet oppnår på netto driftseiendeler.

$$ndr_t = \frac{NDR_t}{(NDE_{t-1} + NDE_t)/2}$$

Gyldendal	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Netto driftsresultat	53 067	30 941	29 886	44 375	25 251	20 780	
/ Netto driftseiendeler	852 040	749 030	649 895	605 103	637 966	624 266	
= Netto driftsrentabilitet	0,062	0,041	0,046	0,073	0,040	0,033	0,048

Tabell 8-5 Netto driftsrentabilitet Gyldendal

Bransjen	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Netto driftsresultat	38 947	38 125	27 527	34 806	38 369	46 620	
/ Netto driftseiendeler	713 564	704 554	634 599	615 266	626 500	606 094	
= Netto driftsrentabilitet	0,055	0,054	0,043	0,057	0,061	0,077	0,060

Tabell 8-6 Netto driftsrentabilitet bransjen

Bransjens netto driftsrentabilitet på 6 % overstiger Gyldendals på 4,8 %. Gyldendal investerte i 2013 i driftseiendeler som de finansierte over driften. De får da en lavere driftsrentabilitet enn bransjen. Mens Gyldendal har nedgang i resultat fra 2013 til 2014, har bransjen en økning. Selv om Gyldendal har redusert netto driftseiendelene i perioden har de fortsatt lavere driftsrentabilitet enn bransjen.

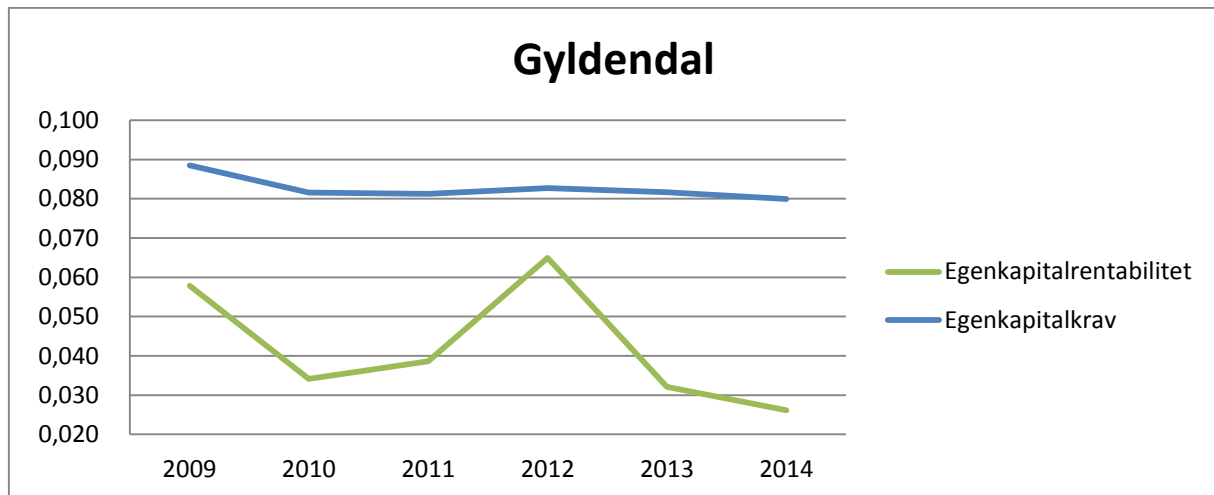
8.2 Strategisk fordel

For å finne en eventuell strategisk fordel må vi sammenligne oppnådd egenkapitalrentabilitet med egenkapitalkravet vi estimerte i kapittel 7.

$$SF = ekr - ekk$$

Gyldendal	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Egenkapitalrentabilitet	0,058	0,034	0,039	0,065	0,032	0,026	
- Egenkapitalkravet	0,089	0,082	0,081	0,083	0,082	0,080	
= Strategisk fordel	-0,031	-0,047	-0,043	-0,018	-0,050	-0,054	-0,041

Tabell 8-7 Strategisk fordel Gyldendal



Figur 8-2 Strategisk fordel Gyldendal

Sammenlignet med det estimerte egenkapitalkravet har Gyldendal en negativ strategisk fordel alle årene. Egenkapitalrentabiliteten over analyseperioden er gjennomsnittlig 4,1 %, mens kravet er 8,2 %. Den strategiske ulempen er 4,1 % over analyseperioden. Dette stemmer ikke overens med våre forventninger etter å ha gjennomført den strategiske analysen i kapittel 4. Vi må analysere kildene til den strategiske ulempen og dekomponerer den for å finne årsakene.

8.3 Dekomponering av strategisk fordel

Vi dekomponerer strategisk fordel fordi vi ønsker å skille mellom rentabilitet som stammer fra henholdsvis drift og finansiering. Til dette formålet er det best å splitte egenkapitalrentabiliteten i netto driftsrentabilitet og finansiering. Dekomponering av egenkapitalrentabiliteten vises da ved følgende formel:

$$ekr = ndr + (ndr - nfgg) * nfgg + (ndr - mir) * mig$$

Netto driftsrentabilitet i første ledd reflekterer den avkastningen eierne får knyttet til driften eller hvor stor prosentvis avkastning der er på netto driftskapital. Denne avhenger av to komponenter, driftsmarginen og omløpshastigheten til netto driftseiendeler.

$$\begin{aligned}
 ndr &= \text{driftsmargin} * \text{omløpshastighet netto driftseiendeler} \\
 &= \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}} * \frac{\text{Driftsinntekter}}{\text{Netto driftseiendeler}}
 \end{aligned}$$

Driftsmarginen sier noe om selskapets evne til å skape netto driftsresultat per krone driftsinntekt, altså lønnsomheten til selskapet. Omløpshastigheten er selskapets evne til å skape inntekt per krone investert i drift og sier noe om effektiviteten.

Andre ledd viser virkningen av at selskapet er finansiert med gjeld. Dersom rentabiliteten fra driften er større enn lånerenten i banken, lønner det seg å øke gjeldsgraden (gearingen), altså mengden gjeld i forhold til egenkapital. Årsaken til at dette er en driftsfordel og ikke en finansieringsfordel, er at «gearingen» kun skalerer opp den driftsfordelen man allerede har. Tilsvarende gjelder for finansiering ved hjelp av minoritetsinteresser. Dersom rentabiliteten fra driften er høyere enn minoritetens rentabilitet, lønner det seg å øke minoritetsgraden.

Kravet til egenkapitalen kan dekomponeres på samme måte som egenkapitalrentabiliteten:

$$ekk = ndk + (ndk - nfgk) * nfgg + (ndk - mik) * mig$$

Jo høyere rentabiliteten på egenkapitalen er med hensyn til kravet, jo større blir den strategiske fordel. For gjeld er det motsatt. Lavere rente på gjelden i forhold til kravet gir større strategisk fordel. Finansieringsfordelen er fordelen man får ved å ha billig finansiering.

$$SF = Driftsfordel + Finansieringsfordel$$

Strategisk fordel	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Driftsfordel	-0,022	-0,046	-0,040	-0,013	-0,046	-0,053	-0,038
+ Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	-0,009	-0,001	-0,003	-0,004	-0,003	-0,001	-0,003
= Strategisk fordel	-0,031	-0,047	-0,043	-0,018	-0,050	-0,054	-0,041

Tabell 8-8 Dekomponert strategisk fordel Gyldendal

8.3.1 Driftsfordel

Et selskap har en driftsfordel dersom netto driftsrentabilitet overstiger netto driftskrav. Driftsfordelen økes videre med netto finansiell gjeldsgrad. Dersom driften er lønnsom, lønner det seg altså å finansiere driften ved bruk av gjeld. Selv om økt finansiell gjeldsgrad bidrar til å øke driftsfordelen, vil det ikke gi ytterligere verdi for eierne.

$$DF = (ndr - ndk) * (1 + nfgg + mig)$$

Driftsfordel	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Netto driftsrentabilitet	0,062	0,041	0,046	0,073	0,040	0,033	
Netto driftskrav	0,078	0,079	0,082	0,086	0,084	0,085	
Netto finansiell gjeldsgrad	0,424	0,237	0,116	0,046	0,053	0,024	
Driftsfordel	-0,022	-0,046	-0,040	-0,013	-0,046	-0,053	-0,038

Tabell 8-9 Driftsfordel Gyldendal

Vi ser at Gyldendal har en driftsulempe over hele analyseperioden. Selv om selskapet har lavere gjeldsgrad mot slutten av analyseperioden er forskjellen mellom driftsrentabilitet og driftskrav større enn i begynnelsen av perioden. Dette gjør at man får en større driftsulempe i 2014 enn i 2009. Vi vil senere dekomponere driftsfordelen ytterligere for å finne ut hva dette skyldes.

8.3.2 Finansieringsfordel

Dersom netto finansielt gjeldskrav er større enn netto finansiell gjeldsrente, utgjør dette en fordel for selskapet. Denne fordelten økes med økt gjeldsgrad. Tilsvarende vil en eventuell ulempe bli større jo mer gjeld selskapet har.

$$FF = (nfgk - nfgr) * nfgg + (mir - mik) * mig$$

Finansieringsfordel	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Netto finansielt gjeldskrav	0,052	0,066	0,088	0,160	0,120	0,280	
- Netto finansiell gjeldsrente	0,073	0,072	0,110	0,256	0,181	0,329	
* Netto finansiell gjeldgrad	0,424	0,237	0,116	0,046	0,053	0,024	
= Finansieringsfordel	-0,009	-0,001	-0,003	-0,004	-0,003	-0,001	-0,003

Tabell 8-10 Finansieringsfordel Gyldendal

Som vi ser er gjeldskravet lavere enn gjeldsrenten over hele perioden. Dette utgjør en ulempe for selskapet. Heldigvis blir netto finansiell gjeldsgrad lavere mot slutten av perioden, noe som gjør at finansieringsulempen blir svært lav. I snitt er den på kun 0,3 %. Dette er som vi forventet. Det skal vanskelig gjøres å oppnå en finansieringsfordel eller finansieringsulempe på grunn av den sterke konkurransen i finansmarkedet.

8.4 Dekomponering av driftsfordel

Ved å splitte den strategiske ulempen på 4,1 % i en driftsulempe på 3,8 % og en finansieringsulempe på 0,3 % har vi skaffet oss ytterligere innsikt i kildene. Ønsker man ekstra forståelse kan man dekomponere den strategiske fordelen fra drift.

Driftsfordelen splittes da opp i en strategisk fordel ved drift og en gearingfordel fra drift. Splitter man den strategiske fordelen i en bransje- og ressursfordel har man denne sammenhengen:

$$DF = BFD + RFD + GFD$$

Kvantitative funn fra analyse av bransje- og ressursfordelen må ses i sammenheng med den interne og eksterne strategiske analysen som ble utført i kapittel 4.

8.4.1 Bransjefordel

Har en bransje, og dermed selskapet som inngår i bransjen, en bransjefordel, betyr det at bransjens rentabilitet er større enn kravet i bransjen. Bransjefordelen økes med bransjes muligheter og reduseres med trusler. Forholdene gjelder bransjen i sin helhet og dermed også alle selskap som inngår i den.

$$BFD = ndr_B - ndk_B$$

På bakgrunn av Miller og Modiglianis proposition 1 (Dahl & Boye, 1997), der selskapets verdi er uavhengig av finansiering, er det vanlig å forutsette at driftskravet i bransjen er det samme som for det enkelte selskap. Gyldendal og de andre i bransjen driver med det samme og kravet bør være tilnærmet likt.

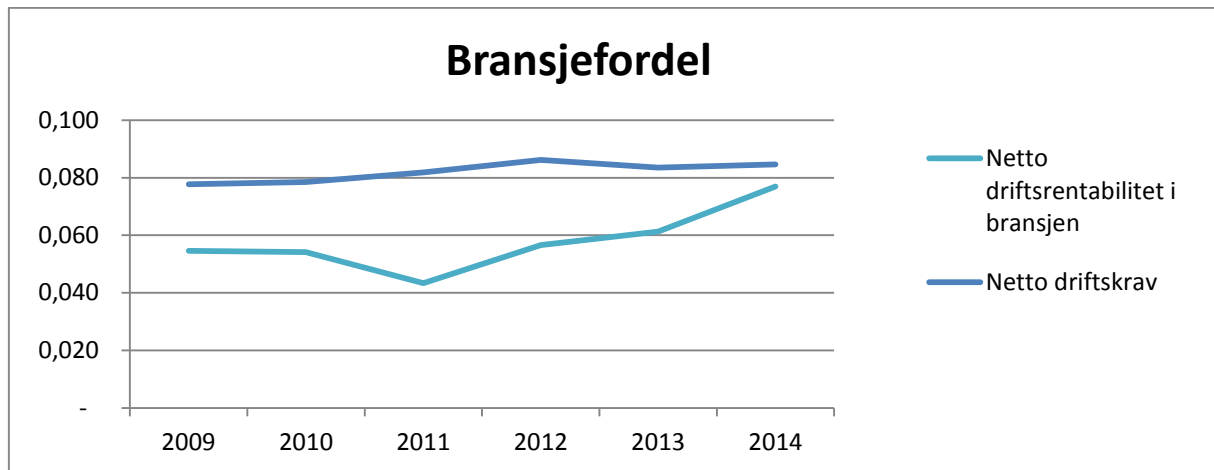
$$ndk \approx ndk_B$$

Netto driftskrav for Gyldendal estimerte vi i kapittel 7.4.

På bakgrunn av forutsetningen og estimert netto driftskrav får vi følgende bransjefordel:

Bransjefordel drift	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Netto driftsrentabilitet i bransjen	0,055	0,054	0,043	0,057	0,061	0,077	
- Netto driftskrav	0,078	0,079	0,082	0,086	0,084	0,085	
= Bransjefordel i drift	-0,023	-0,024	-0,039	-0,030	-0,022	-0,008	-0,023

Tabell 8-11 Bransjefordel



Figur 8-3 Bransjefordel

Vi ser at bransjen over hele analyseperioden har en bransjeulemppe. Man antar at konkurransekraftene i et marked reduserer eventuelle bransjefordeler og bransjeulemppe. Det er tendenser til at det skjer mot slutten av analyseperioden. Bransjeulemppen reduseres fra 2011 til 2014.

Hva er så kildene til denne ulempen? Vi kan ikke dekomponere bransjeulemppe ytterligere. Kildene til ulempen må finnes i den strategiske analysen. I den eksterne kvalitative analysen så vi at bok- og forlagsbransjen hadde diverse støtteordninger fra det offentlige. Det er innkjøpsordninger for bøker, bokavtale mellom forlag og bokhandler og redusert merverdiavgiftssats på bøker. Alle disse tre ordningene underbygger forventningen om at Gyldendal og resten av bok- og forlagsbransjen har potensiale for bransjefordeler. Samtidig kan dette, som tidligere nevnt, være tiltak som er satt inn av politiske årsaker, eller for å utligne for ulemper. Ser vi på den kvantitative analysen, er det mest sannsynlig sistnevnte som er tilfellet. Bransjen har en ulempe som delvis, men ikke helt, utlignes av de nevnte støtteordningene.

8.4.2 Ressursfordel

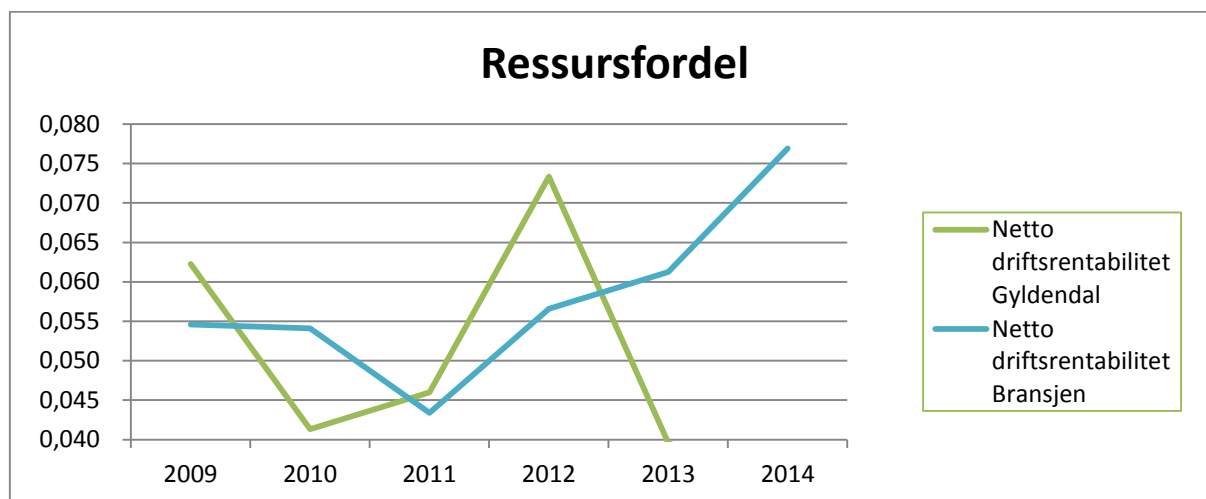
Har selskapet en ressursfordel, betyr det at rentabiliteten er større enn hos bransjen, eller at kravet er lavere enn kravet i bransjen. Ressursfordelen forsterkes av sterke sider og reduseres av svake sider hos selskapet. Fordelen skyldes altså interne ressurser hos det enkelte selskap.

$$RFD = (ndr - ndr_B) + (ndk_B - ndk)$$

Siden vi antar at ndk_B er lik ndk , forsvinner det siste leddet i formelen. I realiteten er det kun netto driftsrentabilitet sammenlignet med bransjens som er interessant å analysere.

Ressursfordel drift	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Netto driftsrentabilitet Gyldendal	0,062	0,041	0,046	0,073	0,040	0,033	
- Netto driftsrentabilitet Bransjen	0,055	0,054	0,043	0,057	0,061	0,077	
= Ressursfordel i drift	0,008	-0,013	0,003	0,017	-0,022	-0,044	-0,012

Tabell 8-12 Ressursfordel drift Gyldendal



Figur 8-4 Ressursfordel drift Gyldendal

Som vi ser har Gyldendal en liten ressursulempe, i snitt 1,2 %. Dette stemmer ikke med den strategiske analysen. Der kom vi frem til at Gyldendal har ressurser som ikke alle konkurrentene har, noe som skulle tilsi at Gyldendal bør ha en ressursfordel. Ressursene, som sterkt merkenavn, portefølje av tidligere utgivelser og godt lokaliserte bokhandler, gjorde at vi forventet en marginal ressursfordel. Selv om Gyldendal etter vår mening har ressurser som konkurrentene ikke har, er man avhengig av å forvalte ressursene på en god måte for å oppnå en ressursfordel. Det gjør tydeligvis ikke Gyldendal.

Ressursfordel drift egen virksomhet	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Netto driftsrentabilitet Gyldendal	0,061	0,041	0,048	0,085	0,044	0,036	
- Netto driftsrentabilitet Bransjen	0,056	0,053	0,053	0,067	0,076	0,094	
= Ressursfordel i drift egen virksomhet	0,005	-0,011	-0,006	0,018	-0,032	-0,057	-0,019

Tabell 8-13 Ressursfordel egen virksomhet

Ser vi på netto driftsrentabilitet uten å ta med tilknyttet virksomhet, øker Gyldendals ressursulempe til 1,9 %. Man har en ressursulempe alle årene bortsett fra 2009 og 2012.

For å finne ut av hvor ressursfordelen forsvinner vil vi senere dekomponere den ytterligere ved hjelp av Du Pont-modellen som splitter ressursfordelen opp i en omløpsfordel og en marginfordel.

8.4.3 Gearingfordel

Gearingfordel	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Netto driftsrentabilitet Gyldendal	0,062	0,041	0,046	0,073	0,040	0,033	
- Netto driftskrav	0,078	0,079	0,082	0,086	0,084	0,085	
* Netto finansiell gjeldsgrad	0,424	0,237	0,116	0,046	0,053	0,024	
= Gearingfordel	-0,007	-0,009	-0,004	-0,001	-0,002	-0,001	-0,003

Tabell 8-14 Gearingfordel Gyldendal

Gearingfordel drift er på mange måter bare en skalering av strategisk fordel drift. Når vi vet at Gyldendal har en strategisk ulempe fra drift, får de også en gearing-ulempe. I Gyldendals tilfelle lønner det seg altså ikke å finansiere med gjeld. Gyldendal har over analyseperioden redusert mengden finansiell gjeld i forhold til mengden egenkapital. Dette er positivt da det gir en mindre gearingulempe.

8.5 Dekomponering av ressursfordel

Som vi så i kapittel 8.4 har Gyldendal en ressursulempe.

Ressursfordel drift	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Marginfordel	0,010	-0,016	-0,010	-0,011	-0,042	-0,068	
+ Omløpsfordel	-0,002	0,003	0,012	0,027	0,020	0,024	
= Ressursfordel drift	0,008	-0,013	0,003	0,017	-0,022	-0,044	-0,012

Ressursfordel drift egen virksomhet	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Marginfordel egen virksomhet	0,008	-0,013	-0,015	-0,001	-0,044	-0,071	
+ Omløpsfordel egen virksomhet	-0,003	0,002	0,010	0,018	0,012	0,013	
= Ressursfordel drift egen virksomhet	0,005	-0,011	-0,006	0,018	-0,032	-0,057	-0,019

Tabell 8-15 Dekomponering av ressursfordel med og uten tilknyttet virksomhet

Ved å splitte netto driftsrentabilitet i netto driftsmargin og omløpshastighet til netto driftseiendeler kan vi få ytterligere innsikt.

$$n dr = ndm * on de = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}} * \frac{\text{Driftsinntekter}}{\text{Netto driftseiendeler}}$$

8.5.1 Marginfordel

Har et selskap en større margin enn bransjen, er det en fordel for selskapet. Når denne fordelene vektet med omløpshastigheten til netto driftseiendeler, finner vi marginfordelen. En marginfordel vil si at selskapet har lavere driftskostnader per krone i driftsinntekt enn

bransjen. En slik marginfordel skapes av ressurser i selskapet som gir kostnadsfordeler per krone omsatt.

$$MF = (ndm - ndm_B) * onde$$

Marginfordel	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Netto driftsmargin Gyldendal	0,031	0,019	0,017	0,024	0,015	0,012	
- Netto driftsmargin Bransjen	0,026	0,026	0,021	0,027	0,032	0,038	
* Omløpshastighet Gyldendal	2,031	2,190	2,630	3,094	2,568	2,687	
= Marginfordel	0,010	-0,016	-0,010	-0,011	-0,042	-0,068	-0,029

Marginfordel egen virksomhet	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Netto driftsmargin Gyldendal	0,030	0,019	0,018	0,026	0,016	0,013	
- Netto driftsmargin Bransjen	0,026	0,025	0,024	0,026	0,032	0,038	
* Omløpshastighet Gyldendal	2,052	2,219	2,667	3,251	2,751	2,840	
= Marginfordel egen virksomhet	0,008	-0,013	-0,015	-0,001	-0,044	-0,071	-0,029

Tabell 8-16 Marginfordel Gyldendal med og uten tilknyttet virksomhet

Gyldendal har både med og uten tilknyttet virksomhet en liten marginfordel i 2009, men denne forsvinner fra og med 2010. I 2013 og 2014 er marginulempen signifikant. Dette skyldes at Gyldendal bruker stadig mer av hver inntektskrone på å dekke driftskostnader, mens bransjen bruker mindre. Til sammenligning har de mindre forlagene Kagge, Juritzen og Oktober en netto driftsmargin på 13,2 %. Forskjellen på de store forlagshusene og de små forlagene er at de store har flere forretningsområder, ikke bare forlagsvirksomhet. Det kan tyde på at noen av de andre forretningsområdene kanskje bidrar med mer kostnader enn inntekter. Eventuelt kan de små forlagene være flinkere til å holde kostnadene nede. Ifølge Gyldendals årsrapport for 2014 bidrar for eksempel De norske Bokklubbene AS og Bestselgerforlaget AS med en negativ driftsmargin til konsernet.

8.5.2 Omløpsfordel

Har selskapet en større omløpshastighet enn bransjen, altså en omløpsfordel, betyr det at selskapet har høyere driftsinntekt per krone investert eller lavere kapitalbinding per krone omsatt enn bransjen. En omløpsfordel skapes av ressurser som gir bedre evne til å skape driftsinntekt per krone investert. Det står altså mindre kapital bak hver omsatte krone enn hos bransjen.

Omløpsfordel	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Omløpshastighet Gyldendal	2,031	2,190	2,630	3,094	2,568	2,687	
- Omløpshastighet Bransjen	2,114	2,085	2,044	2,082	1,939	2,048	
* Netto driftsmargin Bransjen	0,026	0,026	0,021	0,027	0,032	0,038	
= Omløpsfordel	-0,002	0,003	0,012	0,027	0,020	0,024	0,017

Omløpsfordel egen virksomhet	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Omløpshastighet Gyldendal	2,052	2,219	2,667	3,251	2,751	2,840	
- Omløpshastighet Bransjen	2,172	2,145	2,262	2,550	2,378	2,488	
* Netto driftsmargin Bransjen	0,026	0,025	0,024	0,026	0,032	0,038	
= Omløpsfordel egen virksomhet	-0,003	0,002	0,010	0,018	0,012	0,013	0,011

Tabell 8-17 Omløpsfordel Gyldendal med og uten tilknyttet virksomhet

Vi ser at Gyldendal har en omløpsfordel i hele analyseperioden bortsett fra 2009. Dette gjelder også selv om vi ser bort fra tilknyttet virksomhet. Omløpsfordelen blir noe mindre, men er fortsatt til stede. Årsaken er at bransjens omløpshastighet blir betydelig bedre når vi ser bort fra tilknyttet virksomhet. Det skyldes at bransjen har mer tilknyttet virksomhet enn Gyldendal.

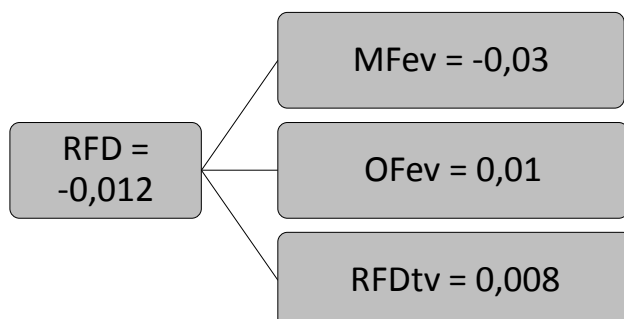
For å dekomponere omløpsfordelen kan det være hensiktsmessig å splitte omløpet til netto driftskapital i underomløp dersom man har nok informasjon om hvordan inntektene er fordelt på forretningsområder. Da får man innsikt i hvilke forretningsområder som skaper omløpsfordelen. Har man informasjon om antall solgte enheter kan man også foreta en «per unit»-analyse hvor man sammenligner gjennomsnittlig inntekt per enhet med hva bransjen har. Gyldendal og de andre selskapene i bransjen har ikke oppgitt tilstrekkelig informasjon i regnskapene til at vi kan foreta slike analyser.

Har selskapet som analyseres stor andel driftstilknyttet og felleskontrollert virksomhet, kan det være fornuftig å skille ut denne slik at

$$RFD = MF + OF + RFD_{TV}$$

Ressursfordelen fra slike virksomheter kan dekomponeres ytterligere i en spread-fordel og en mengdefordel. En spread-fordel vil si at «spreaden» mellom netto driftsmargin i tilknyttet virksomhet og egen virksomhet er større enn bransjen. Når denne vektet med andelen tilknyttet relativt til netto driftskapital (gearing) får vi en spread-fordel. En mengdefordel vil si at selskapet har en større investering i driftstilknyttet virksomhet enn bransjen. Positiv «spread» er bra.

I dette tilfellet er andelen driftstilknyttet virksomhet så liten at vi velger ikke å analysere ressursfordelen vedrørende denne virksomheten for seg selv.



Figur 8-5 Dekomponering av ressursfordel

Tabellene viser at Gyldendal har en marginulemppe på 3 % og en omløpsfordel fra egen drift på 1 %. Tilknyttet virksomhet bidrar med en liten ressursfordel på 0,8 %.

8.6 Dekomponering av marginfordel

For å finne ut hvor en eventuell marginfordel stammer fra kan man lage et såkalt «common size»-regnskap hvor alle poster i driftsresultatet uttrykkes i prosent av driftsinntektene. Da ser man hvor stor prosent-andel av de totale driftsinntektene som går med til å dekke de ulike kostnadspostene. Når «common size»-regnskapet sammenlignes relativt til bransjen, ser man hvor marginfordelen/marginulempen skapes.

Common size, vektet snitt	Gyldendal	Bransjen	Forskjell
Driftsinntekter	100,0 %	100,0 %	0,0 %
Varekostnader	46,8 %	41,3 %	-5,5 %
Lønnskostnader	25,6 %	27,0 %	1,4 %
Ordinære avskrivinger	4,2 %	3,8 %	-0,4 %
Andre driftskostnader	20,8 %	23,9 %	3,1 %
Driftskostnader	97,4 %	95,9 %	-1,4 %
Driftsresultat i egen virksomhet før unormale poster	2,6 %	4,1 %	-1,4 %
Driftsrelatert skattekostnad	0,7 %	1,1 %	0,4 %
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	1,9 %	3,0 %	-1,1 %
Netto resultat fra driftstilknyttede virksomheter	0,1 %	0,0 %	0,0 %
Netto driftsresultat	1,8 %	2,9 %	-1,1 %

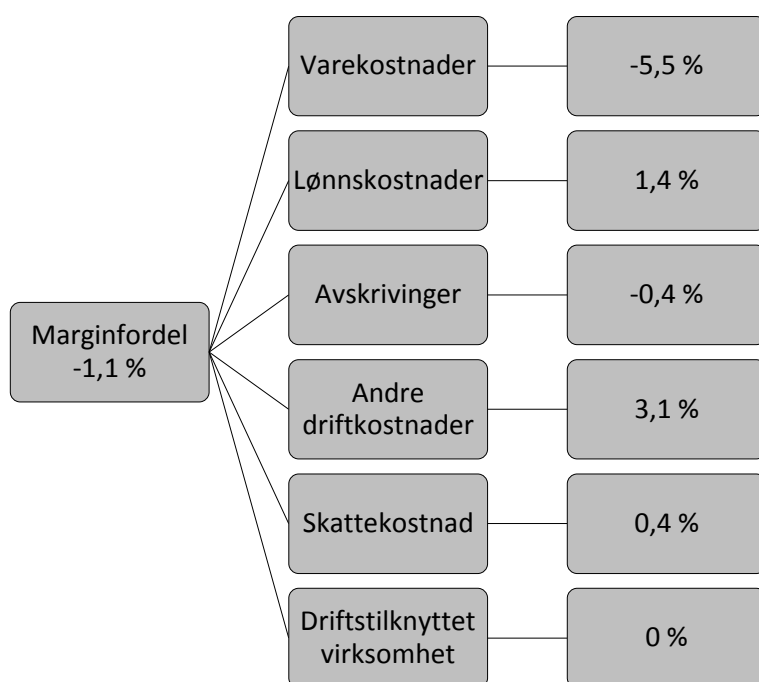
Tabell 8-18 Common Size-regnskap

Figuren over viser at 46,8 % av driftsinntektene til Gyldendal går med til å dekke varekostnadene, 25,6 % brukes på lønnskostnader, 4,2 % på avskrivinger og 20,8 % på andre

driftskostnader. Til sammen betyr dette at hele 97,4 % av inntektene brukes til å dekke driftskostnader. Resterende inntekter brukes til å dekke skattekostnader og negativt resultat fra driftstilknyttet virksomhet. Etter at alle kostnadene er dekket, sitter man igjen med 1,8 % av inntektene som netto driftsresultat. Dette er selskapets driftsmargin.

Sammenligner vi med bransjen, ser vi at de bruker mindre av sin inntekt på varekostnader og avskrivninger, og mer på lønn og andre driftskostnader.

Vekter vi forskjellen mellom de ulike kostnadspostene med omløpshastigheten til Gyldendal, finner vi marginfordelen.



Figur 8-6 Dekomponering av marginfordel

Gjennom analysen av «common size» har vi nå fått vist hvor Gyldendals marginfordel stammer fra. Det ser ut som Gyldendal har mer fokus enn bransjen på å holde lønns- og andre driftskostnader nede, mens de kanskje ikke har det samme kostnadsfokuset på varekostnader. En annen forklaring på marginfordelen når det kommer til lønns- og driftskostnadene, kan være at Gyldendal har interne ressurser som gjør at de har kostnadsfordeler sammenlignet med bransjen. Kanskje gjør det sterke merkenavnet og størrelsen på konsernet at de kan forhandle seg frem til bedre innkjøpsavtaler når det gjelder driften av selskapet. En annen mulighet er at de bedre enn bransjen utnytter de fordelene som kommer av å være store. I tillegg kan de sitte med gode kontrakter når det

gjelder leie av butikkareal og andre leieforhold. Siden ulempen for varekostnader er større enn fordelene fra lønns- og andre driftskostnader, blir marginfordelen negativ.

8.7 Dekomponering av finansieringsfordel

En eventuell driftsfordel er strategisk. Det samme kan ikke sies om finansieringsfordelen. Det er vanskelig å skape en strategisk fordel på grunn av tøff konkurranse i finansmarkedet. Driften er hovedkilden til en eventuell strategisk fordel. Låntakere og finansielle investorer kan ikke forvente å få en rente som er stort større enn kravet. Finansieringsfordelen blir ikke splittet i en bransjefordel og en ressursfordel da unormal avkastning i finans ikke er vanlig. Det forventes at forskjellen på netto finansielt gjeldskrav og netto finansiell gjeldsrente er liten, og det er ikke hensiktsmessig å splitte fordelene ytterligere opp. Dekomponering av strategisk fordel kan gjøres ved hjelp av følgende sammenheng:

$$SF = BFD + RFD + GFD + FF$$

Strategisk fordel	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Bransjefordel drift	-0,023	-0,024	-0,039	-0,030	-0,022	-0,008	-0,023
+ Ressursfordel drift	0,008	-0,013	0,003	0,017	-0,022	-0,044	-0,012
= Strategisk fordel drift	-0,015	-0,037	-0,036	-0,013	-0,044	-0,051	-0,035
+ Gearingfordel drift	-0,007	-0,009	-0,004	-0,001	-0,002	-0,001	-0,003
= Driftsfordel	-0,022	-0,046	-0,040	-0,013	-0,046	-0,053	-0,038
+ Finansieringsfordel NFG	-0,009	-0,001	-0,003	-0,004	-0,003	-0,001	-0,003
+ Finansieringsfordel MI	-	-	-	-	-	-	-
= Strategisk fordel	-0,031	-0,047	-0,043	-0,018	-0,050	-0,054	-0,041

Tabell 8-19 Driftsfordel og finansieringsfordel

Her ser vi at Gyldendal har en finansieringsulempe på 0,3 %. Dette er altså helt i tråd med det vi skulle forvente ut fra den store konkurransen i finansmarkedet. Årsaken til denne marginale ulempen kan vi ikke finne i den strategiske analysen, da finansiering ikke er strategisk.

Skulle man finne en signifikant finansieringsfordel eller -ulempe og ønsker å finne ut hva den skyldes, må man splitte den i en finansieringsfordel på netto finansiell gjeld og en finansieringsfordel på minoritetsinteresser. Finansieringsfordel på netto finansiell gjeld kan igjen splittes i en finansieringsfordel på finansiell gjeld og en fordel på finansielle eiendeler.

$$FF = FFNFG + FFMI = FFFG + FFFE + FFMI$$

Vi forventer tilsvarende marginale fordel/ulempe for minoritetsinteresser som for netto finansiell gjeld. Denne antakelsen begrunnes med at dersom minoriteten «stikker av med»

rentabiliteten, vil majoriteten til slutt skvise den ut for å beholde rentabiliteten selv. I selskap med dårlig lønnsomhet vil det derimot være positivt å ha en minoritet å dele tapet med.

8.7.1 Fordel fra netto finansiell gjeld

Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Finansieringsfordel finansiell gjeld	-0,017	0,000	0,000	-0,001	0,002	0,002	
+ Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,008	-0,002	-0,003	-0,003	-0,005	-0,004	
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	-0,009	-0,001	-0,003	-0,004	-0,003	-0,001	-0,003

Tabell 8-20 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Oppsummert har vi altså en finansieringsulempe fra netto finansiell gjeld på 0,3 % som bidrar til å dra ned driftsfordelen ytterligere og gi en enda større strategisk ulempe.

8.7.2 Fordel fra minoritet

Gyldendal har ingen minoritetsinteresser og vil derfor heller ikke ha fordel/ulempe knyttet til denne.

8.7.3 Dekomponering av fordel fra netto finansiell gjeld

Fordel fra netto finansiell gjeld kan dekomponeres ved å splitte i fordel fra finansiell gjeld og fordel fra finansielle eiendeler.

Fordel fra finansiell gjeld

$$FFFG = (fgk - fgr) * fgg$$

Som vi ser blir en finansieringsfordel fra finansiell gjeld skapt dersom et selskap har et krav til finansiell gjeld som overstiger finansiell gjeldsrente. Denne fordelen øker med økt finansiell gjeldsgrad.

Finansieringsfordel finansiell gjeld	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Finansielt gjeldskrav	0,045	0,045	0,046	0,046	0,044	0,044	
- Finansiell gjeldsrente	0,073	0,045	0,045	0,050	0,038	0,035	
= Finansiell gjeldsrentefordel	-0,028	0,001	0,001	-0,004	0,006	0,008	
* Finansiell gjeldsgrad	0,590	0,451	0,335	0,290	0,253	0,279	
= Finansieringsfordel finansiell gjeld	-0,017	0,000	0,000	-0,001	0,002	0,002	-0,001

Tabell 8-21 Finansieringsfordel finansiell gjeld

Her ser vi at Gyldendal i hele analyseperioden betaler en rente som ligger under kravet med unntak av 2009 og 2012.

Fordel fra finansielle eiendeler

$$FFFE = (fer - fek) * feg$$

En finansieringsfordel fra finansielle eiendeler blir til gjennom at et selskap har en rentabilitet på finansielle eiendeler som overstiger kravet til avkastning. Denne fordelene øker med økt finansiell eiendelsgrad.

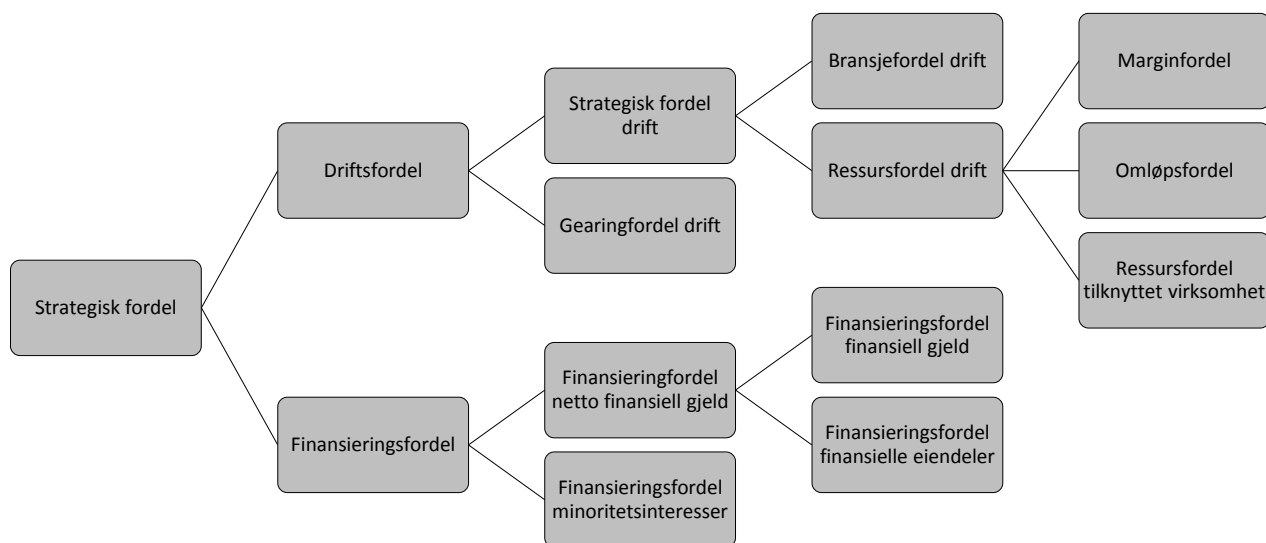
Finansieringsfordel finansielle eiendeler	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,075	0,015	0,011	0,011	0,000	0,007	
- Finansielt eiendelskrav	0,026	0,023	0,024	0,024	0,025	0,021	
= Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel	0,048	-0,008	-0,014	-0,013	-0,024	-0,014	
* Finansiell eiendelsgrad	0,165	0,215	0,219	0,244	0,201	0,255	
= Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,008	-0,002	-0,003	-0,003	-0,005	-0,004	-0,002

Tabell 8-22 Finansieringsfordel finansielle eiendeler

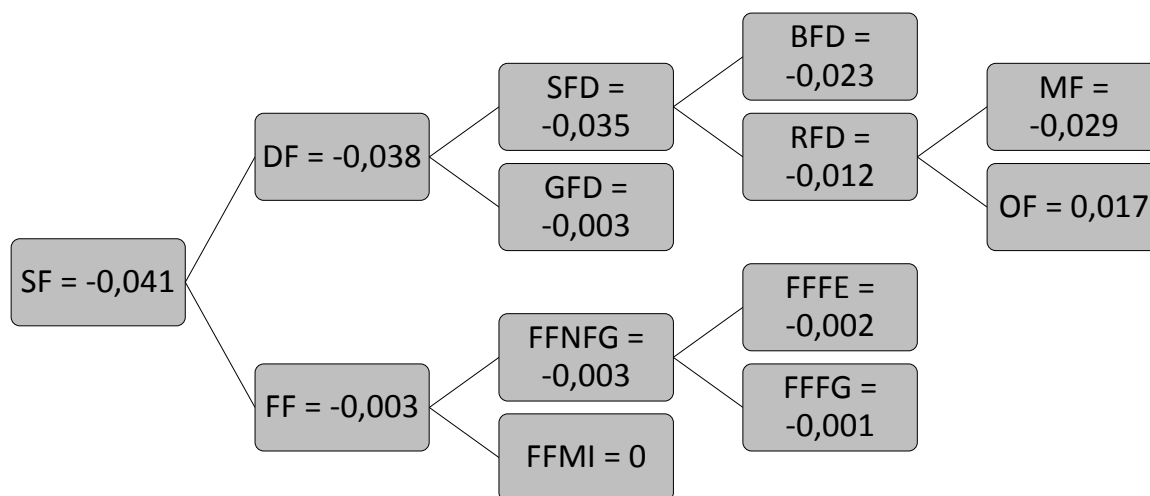
Ulempen fra finansielle eiendeler på 0,2 % er som forventet svært liten.

I Gyldendal er ikke rentabiliteten for finansielle eiendeler større enn kravet. Det viser at de finansielle eiendelene ikke blir forvaltet optimalt. Som følge av at graden av finansielle eiendeler økes, blir også finansieringsulempen knyttet til finansielle eiendeler større selv om den fortsatt er marginal.

8.8 Oppsummering – historisk superrentabilitet



Figur 8-7 Dekomponering av superrentabilitet



Figur 8-8 Dekomponering av superrentabilitet Gyldendal

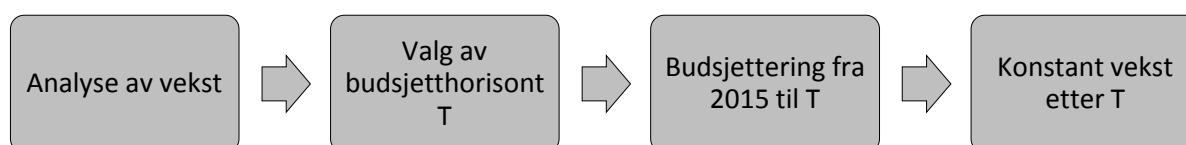
Over ser vi den strategiske fordel til Gyldendal oppsummert og dekomponert. Etter analysen i kapittel 4 forventet vi at Gyldendal skulle ha en driftsfordel. Det er ikke tilfellet og skyldes blant annet, som vi diskuterte over, at støtteordningene som er satt inn ikke er tilstrekkelige for å utligne ulempene. Driftsfordelen reduseres ytterligere noe når man tar hensyn til ulempen fra finansieringen. Samlet sett har altså vi en strategisk ulempe.

Fremover i tid regner vi ikke med de helt store endringene sammenlignet med analyseperioden. Gyldendal har et pris-bok-forhold på 0,8. Det forteller oss at markedet ikke venter noen superprofitt for selskapet i fremtiden. I det totale aksjemarkedet på Oslo Børs aner vi likevel en forbedring. Pris-bok-forholdet ligger nå på 2. Selv om dette er høyere enn historisk gjennomsnitt på vel 1,7, er ytterligere oppgang forventet (Framstad & Aarø, 2015). Vi regner ikke med noen forandringer i bransjeulempen da det ikke er tegn til endring i støtteordninger eller andre forhold ved bransjen. Ressursulempen antar vi vil reduseres i fremtiden på grunn av konkurransekraftene i markedet. Skal de store forlagshusene overleve, må de øke kostnadsfokus. Hvis ikke, vil de små forlagene med bedre driftsmargin kunne stjele markedsandeler. Vi forventer altså en marginal strategisk ulempe eller fordel i fremtiden.

9 Fremtidsbudsjett

Neste steg i rammeverket for fundamental verdivurdering er å utarbeide et budsjett for fremtiden på bakgrunn av den strategiske regnskapsanalysen. Strategisk analyse og regnskapsanalyse danner samlet nå grunnlaget for vår vurdering av selskapets utvikling over budsjetterings- og fremskrivingsperioden.

9.1 Rammeverk for fremtidsbudsjett, driftsinntektsvekst og valg av horisont



Figur 9-1 Rammeverk for fremtidsbudsjett

(Knivsflå, 2015d)

Utarbeidelse av et fremtidsbudsjett består som vi ser over av flere steg.

Første steg i prosessen er analyse av tidligere vekst. Analyse av historiske tall vil kunne fortelle oss noe om fremtiden. Driftsinntektene indikerer best selskapets fremtidige størrelse, og utarbeidelsen av et fremtidig budsjett starter med å ta utgangspunkt i historisk driftsinntektsvekst. Over regnskapsanalyseperioden varierer driftsinntektsveksten fra -0,125 til 0,095 og gir oss et vektet snitt på 0,001. Historisk vekst reflekterer ikke nødvendigvis fremtidig vekst da sterk vekst tenderer å avta etter hvert og konvertere mot bransjegjennomsnittet over tid. I vårt tilfelle er veksten minimal, og vi velger å forutsette en driftsinntektsvekst på horisonten lik inflasjonsmålet til Norges Bank på 2,5 %.

Valg av budsjetthorisont er neste steg. Hvor lang denne budsjetthorisonten blir, avhenger av når man forventer at virksomheten er i «steady state», altså der veksten går over til å bli konstant. Tidspunktet for når dette inntreffer kalles gjerne T, og «steady state» er perioden etter T. Tidspunkt T vil typisk være der veksten i virksomheten forventes å være tilnærmet lik veksten i markedet og økonomien generelt. Forhold som påvirker dette, er hvor modent og stabilt selskapet er. Andre forhold som kan ha innvirkning, er i hvilken grad verdibasert

regnskapsføring benyttes. Er det benyttet lite virkelige verdier i balansen, vil perioden frem til T bli lengre som følge av at det er vanskeligere å identifisere virkelige verdier.

Gyldendal er et modent selskap der historisk kost er grunnlaget for regnskapsføringen etter IFRS. Historisk vekst i driftsinntekter er lav, og det er tvilsomt at bransjen skal oppleve stor vekst i perioden fremover. Perioden frem til «steady state» forventes å være kort. Basert på en totalvurdering velger vi en bussjetthorisont på seks år, der vi forventer at «steady state» inntreffer i år sju, altså år 2021.

I perioden etter T forventes det for all enkelhets skyld konstant vekst. Dette da det er vanskelig å si noe konkret så langt frem i tid. Fra 2014, som er siste år i finansregnskapet, og frem til T har man imidlertid mer kunnskap og bedre grunnlag for prediksjon. Perioden fra første budsjettår, 2015, til T kalles budsjettperioden og er tredje steg i rammeverket for fremtidsbudsjettet. Vi tenker oss at vi har fire budsjettpunkt: 2015, 2016 og budsjettpunkt T og et budsjettpunkt mellom år 2016 og T som vi kaller midtpunktet. I vårt tilfelle er perioden frem til T relativt kort, men vi benytter oss likevel av et midtpunkt. For å forenkle budsjetteringen velger vi å fremskrive lineært i perioden mellom 2016, midtpunktet 2018 og T.

Selv om budsjettet baseres på historisk utvikling og innsikt fra strategisk regnskapsanalyse er et budsjett alltid usikkert. Detaljerte budsjett er ikke mindre usikre enn forenklede budsjett og grad av detaljeringsnivå vil i stor grad avhenge av hvor lang budsjetthorisonten T er. Er denne perioden kort, vil forutsetningene for et detaljert budsjett være bedre. Usikkerhet om fremtiden gjør at vi velger å konsentrere oss om de viktigste budsjettdriverne på totalnivå.

Finansieringsulempen vi har identifisert i Gyldendal er marginal, og vi vil derfor videre i budsjetteringen forutsette at renten er lik kravet.

9.2 Budsjettering av resultat, balanse og kontantstrøm

I vår budsjettering velger vi å benytte oss av Knivsflås rammeverk med sju steg for enkel budsjettering (Knivsflå, 2015d). De enkelte budsjettdriverne danner grunnlaget for fremtidsbudsjettet og beregningen av de enkelte postene presenteres under.

9.2.1 Budsjett drivere for resultatposter

Driftsinntekter

Driftsinntektsveksten er driveren for driftsinntektene, og denne varierer noe over analyseperioden. Siden omløpet til netto driftseiendeler er mer stabilt enn driftsinntektsveksten velger vi å budsjettere driftsinntektene i 2015 indirekte. Veksten blir negativ i 2015, men Gyldendal har hatt negativ inntektsvekst også tidligere så det er ikke helt usannsynlig.

De siste to-tre årene har man hatt reduksjon i inntekter på opp mot 12 %, men også tilnærmet tilsvarende økning. Det er hovedsakelig ARK-kjeden og Gyldendal Norsk forlag AS, med Gyldendal Akademisk, Gyldendal Rettsdata og Gyldendal Undervisning i spissen, som drar inntektsveksten opp. Økt omsetning for bokhandler skyldes i stor grad lønnsomhetsforbedring ved at nye butikker er etablert mens andre legges ned. Netthandel bidrar også positivt for ARK. Gyldendal Rettsdata og Gyldendal Undervisning satser sterkt på teknologiske løsninger til sine kunder og håper på økt omsetning fremover. Gyldendal Akademisk bidrar i 2014 negativt på konsernets driftsresultat, men målet er at strategiske satsinger skal bidra positivt i fremtiden. Tungt går det også for Bestselgerforlaget og De norske Bokklubbene. I Boklink AS har endret strategi ført til betydelig redusert omsetning. Vi merker oss at Gyldendal i stor grad må gjennomføre teknologiske og strategiske endringer i flere av sine selskaper for å holde tritt med utviklingen og sikre fremtidig omsetning. Dette påvirker inntektsveksten de enkelte år. De ulike selskapene som inngår i konsernet trekker ofte i hver sin retning slik at den historiske inntektsveksten over analyseperioden er tilnærmet null (Gyldendal ASA, 2014, 2015f). Vi forventer at Gyldendal vil ha disse utfordringene også over budsjettperioden. De vil derfor ikke kunne oppnå noen markant inntektsvekst fremover.

Basert på historisk lav vekst i analyseperioden velger vi i 2016 og 2018 å legge driftsinntektsveksten til forventet vekst i konsumprisindeksen, henholdsvis 2,2 % og 2,0 % . På lang sikt (T^{16}) forventes ikke vekst utover veksten i konsumprisen, og vi setter veksten lik Norges Banks inflasjonsmål på 2,5 %. Forutsetningene baseres på at inntektsveksten vil være både positiv og negativ i årene fremover, samlet sett antagelig rundt 0.

¹⁶ Horisonten

Netto driftsresultat

Netto driftsmargin driver netto driftsresultat og vil påvirkes av konkurransen i bransjen. I Porter-analysen i kapittel 4.2.2 kom vi frem til at få eller ingen inngangsbarrierer i forlagsbransjen fører til at konkurransen opprettholdes. Trusselen fra nye aktører i bokhandlerbransjen er derimot ikke like sterk. Fra våre resultater i kapittel 8 ser vi at politiske virkemidler ikke ser ut til å gi bransjen en strategisk fordel, og de klarer heller ikke å utjevne ulempene tilstrekkelig. Ressursene Gyldendal har gir dem heller ikke fordeler. Samlet sett gir det oss ikke grunnlag for å budsjettere med en strategisk fordel i fremtiden og følgelig heller ingen marginfordel.

Gyldendal har historisk svært lav driftsmargin jfr. kapittel 8.5.1. I utgangspunktet forventer man at et selskaps driftsmargin over tid nærmer seg bransjen som følge av konkurransekraftene. Her har bransjen en driftsmargin på 2,9 %. Siden også denne er svært lav forventer vi at bransjens driftsmargin øker mot en likevektsmargin. Sammenligner vi bransjens driftsmargin med enkelte mindre forlag, som Kagge Forlag AS, Juritzen Forlag AS og Forlaget Oktober AS, ser vi at deres margin er i snitt 13,2 %. Dette er langt bedre enn det både Gyldendal og bransjen har. Vi velger å justere bransjegenomsnittet opp 1,5 prosentpoeng og fastsetter likevektsmarginen til 4,4 %. Vår forventning er at alle forlagene vil nærme seg likevektsmarginen på lang sikt. Kapittel 8 viser at Gyldendal har høyere varekostnader i forhold til driftsinntekter enn bransjen. Gyldendal må fokusere på kostnadskutt for å få marginen opp mot likevektsmarginen.

Finansiell eiendelsrentabilitet

Finansiell eiendelsrentabilitet driver netto finansinntekt. Gyldendals ulempe i finansielle eiendeler er marginalt negativ, og det er rimelig å sette finansiell eiendelsrentabilitet lik fremtidskravet til de finansielle eiendelene år for år i budsjettet.

Finansiell gjeldsrente

Netto finanskostnad drives av den finansielle gjeldsrenten. Som vist i kapittel 8 er Gyldendals finansieringsulempe tilnærmet lik null. I budsjettet setter vi finansiell gjeldsrente lik fremtidskravet til finansiell gjeld det enkelte år.

9.2.2 Fremtidsresultat

Våre forutsetninger for driftsinntektsvekst, driftsmargin, finansiell eiendelsrentabilitet og finansiell gjeldsrente gjør det nå mulig å beregne fullstendig nettoresultat til egenkapitalen de enkelte år.

Resultatposter	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T	T+1
Driftsinntekter	1 445 990	1 477 802	1 508 836	1 539 012	1 572 358	1 609 046	1 649 272	1 690 504
Netto driftsresultat	21 690	29 556	37 721	46 170	54 770	63 824	73 390	75 225
+ Netto finansinntekt	2 964	3 439	3 843	4 243	4 587	5 309	6 099	6 140
+ Netto finanskostnad	-7 229	-8 164	-9 098	-6 270	-7 210	-7 993	-8 823	-8 705
= Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	17 424	24 831	32 467	44 144	52 147	61 140	70 666	72 660

Tabell 9-1 Fremtidsresultat

9.2.3 Budsjett drivere for balanseposter

Netto driftseiendeler

Omløpshastigheten til netto driftseiendeler er driveren til netto driftseiendeler. Gyldendals omløpshastighet varierer mye over analyseperioden, fra 2,0 til 3,1. Høyest omløp hadde man i 2012 på grunn av betydelig høyere driftsinntekter det året. Spesielt hadde forlagshuset Gyldendal Norsk Forlag AS et godt år. I 2013 reduseres omløpet på grunn av inntektsfall. Siden omløpet til netto driftseiendeler hos Gyldendal er større enn i bransjen, forventer vi konvergens mot bransjegenomsnittet på 2,02 i 2021.

Vi forventer at den negative trenden fortsetter i 2015 og 2016, og setter omløpshastigheten til henholdsvis 2,5 og 2,4. Ytterligere reduksjon mot bransjegenomsnittet på horisonten er rimelig da Gyldendal ligger over bransjegenomsnittet i analyseperioden. Den strategiske analysen gir heller ikke indikasjoner på en varig omløpsfordel.

Finansiell gjeld

Finansiell gjeld drives av gjeldsdelen. Gyldendals vektete gjennomsnitt er 29,6 % over analyseperioden. Fra 2009 til 2013 reduseres gjeldsdelen i takt med nedbetalingen før den øker til 33,7 % i 2014 da selskapet tar opp ny gjeld. Bransjens vektete snitt på 51,5 % ligger godt over Gyldendals og vi antar ikke en økning mot bransjens nivå. Vi budsjetterer med reduksjon i gjeldsdelen frem mot 2021 med forventning om løpende nedbetaling av gjelden. Vi forutsetter at gjeldsdelen går mot Gyldendals vektete gjennomsnitt over analyseperioden, altså 29,6 %.

Finansielle eiendeler

Eiendelsdelen driver finansielle eiendeler. Gyldendals og bransjens eiendelsdel ligger på samme nivå med et vektet gjennomsnitt på henholdsvis 23,7 % og 21 %. Gyldendals eiendelsdel er historisk høy i 2014 på grunn av den høye kontantbeholdningen. På horisonten forutsetter vi konvergens mot Gyldendals vektete gjennomsnitt over analyseperioden og budsjetterer med en eiendelsdel på 23,7 % i 2021.

9.2.4 Fremtidsbalanse

I tabellen under finnes netto driftseiendeler i 2015 ved å dividere driftsinntektene i 2016 på omløpshastigheten til netto driftseiendeler i 2016. Gjelds- og eiendelsdelen danner grunnlag for beregning av netto finansiell gjeld. Netto driftseiendeler redusert med netto finansiell gjeld gir egenkapitalen. Vi forutsetter at fri kontantstrøm til egenkapitalen utbetales som utbytte.

Balanseposter	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T	T+1
Driftsinntekter	1 445 990	1 477 802	1 508 836	1 539 012	1 572 358	1 609 046	1 649 272	1 690 504
Oml.hast. til netto driftseiendeler forrige år	2,500	2,400	2,324	2,248	2,172	2,096	2,020	2,020
Netto driftseiendeler forrige år	578 396	615 751	649 228	684 586	723 876	767 607	816 379	836 788
Netto driftseiendeler	615 751	649 228	684 586	723 876	767 607	816 379	836 788	857 708
Finansiell gjeld	206 276	216 193	227 283	239 603	245 225	251 391	248 025	254 226
- Finansielle eiendeler	203 198	194 768	188 261	180 969	188 596	197 063	198 386	203 346
= Netto finansiell gjeld	3 079	21 425	39 021	58 634	56 629	54 328	49 639	50 880
Egenkapital	612 672	627 803	645 565	665 242	710 978	762 051	787 149	806 828
Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	17 424	24 831	32 467	44 144	52 147	61 140	70 666	72 660
- Endring i egenkapital	-19 340	-15 131	-17 761	-19 677	-45 736	-51 073	-25 098	-19 679
= Netto betalt utbytte	-1 916	9 700	14 705	24 467	6 410	10 067	45 568	52 981

Tabell 9-2 Fremtidsbalanse og netto betalt utbytte

9.2.5 Kontantstrøm

På bakgrunn av de vurderinger, forutsetninger og beregninger vi har gjort for å fastsette budsjettert resultat og balanse, kan vi nå presentere den fremtidige frie kontantstrømmen.

Kontantstrøm	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T	T+1
Netto driftsresultat	21 690	29 556	37 721	46 170	54 770	63 824	73 390	75 225
- Økning i netto driftseiendeler	37 355	33 477	35 358	39 290	43 732	48 771	20 409	20 920
= Fri kontantstrøm fra drift	-15 665	-3 921	2 363	6 881	11 038	15 053	52 981	54 305
+ Netto finansinntekter	2 964	3 439	3 843	4 243	4 587	5 309	6 099	6 140
- Økning i finansielle eiendeler	-6 738	-8 429	-6 507	-7 292	7 627	8 467	1 323	4 960
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	-5 963	7 948	12 713	18 416	7 997	11 894	57 757	55 486
- Netto finanskostnad	7 229	8 164	9 098	6 270	7 210	7 993	8 823	8 705
+ Økning i finansiell gjeld	11 276	9 916	11 090	12 320	5 623	6 166	-3 366	6 201
= Fri kontantstrøm til egenkapital	-1 916	9 700	14 705	24 467	6 410	10 067	45 568	52 981

Tabell 9-3 Kontantstrøm i fremtiden

Driftsinntektsveksten er budsjettert indirekte gjennom omløpet til netto driftseiendeler i 2015, og medfører en inntektsreduksjon fra 2014 til 2015. Sammen med økning i netto driftseiendeler blir konsekvensen en negativ fri kontantstrøm fra drift første år i budsjettet. Som følge av at vi budsjetterer med en bedring i netto driftsmargin blir fri kontantstrøm fra drift positiv fra og med 2017. I første del av budsjettperioden fører reduksjon i finansielle eiendeler til økning i kontantstrømmen mens situasjonen er motsatt frem mot horisonten. Totalt sett gir vår budsjettering Gyldendal grunnlag for å kunne dele ut utbytte da fri kontantstrøm til egenkapital er positiv fra og med 2016.

10 Fremtidskrav og strategisk fordel

10.1 Innledende teori vedrørende fremtidskrav

Fremtidskravet som estimeres i dette kapittelet benyttes som målestokk for rentabiliteten i fremtiden. Først og fremst brukes likevel kravet som diskonteringsrente i verdivurderingen vi gjennomfører i kapittel 11. Ved hjelp av diskonteringsrenten finner vi nåverdien av kontantstrømmene i fremtiden, og gjennom dette virkelig verdi av egenkapitalen per 31.12.2014.

10.2 Krav til egenkapital

Egenkapitalkravet finner vi ved følgende formel, jfr. kapittel 7:

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

I noen tilfeller kan det være korrekt å justere fremtidig egenkapitalkrav for utbytteskatt slik at:

$$ekk = ekk \text{ før utbytteskatt} / (1 - \tau),$$

der τ er effektiv utbytteskattesats. Skjermingsreglene og fritaksmetoden fører til at det kun er personlige aksjonærer som betaler utbytteskatt. Den effektive utbytteskatten blir da lavere enn 27 %. I Gyldendal eies 90 % av aksjene av andre enn personlige aksjonærer. Vi justerer ikke for τ da den antas å være svært marginal i dette tilfellet.

10.2.1 Risikofri rente i fremtiden

På kort sikt benytter vi dagens (24.03.15) tre-månedlige Nibor (Oslo Børs, 2015) som risikofri rente. På horisonten tar vi utgangspunkt i et vektet snitt mellom 10-års statsobligasjonsrente og månedlig gjennomsnitt av tre-månedlig Nibor i perioden 1985-2015. Førstnevnte er vektet med 60 %. Årsaken er at man fra midten av 80-tallet til midten av 90-tallet hadde en svært høy rente som vi ikke forventer på horisonten. Vi vurderer at statsobligasjonsrenten er mer representativ for fremtiden. Undersøkelser viser at flertallet av norske finansanalytikere også legger mest vekt på statsobligasjonsrenten i valg av fremtidig risikofri rente (PWC & Norske Finansanalytikeres Forening, 2014).

10.2.2 Egenkapitalbetaen i fremtiden

For å kunne beregne verdien på egenkapitalbetaen år for år må man gå veien om betaen til andre balanseposter. Vi trenger netto finansiell gjeldsbeta, bestående av finansiell gjeldsbeta redusert for finansiell eiendelsbeta, samt en netto driftsbeta. Disse er regnet ut på tilsvarende måte som i kapittel 7 med vektorer fra fremtidsbudsjettet i kapittel 9. Netto driftsbeta i fremtiden er lik den historiske og satt konstant. Vektor vi netto driftsbeta og netto finansiell gjeldsbeta med egenkapitalandel og netto finansiell gjeldsandel av netto driftskapital, kommer vi frem til egenkapitalbetaen år for år.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T	T+1
Egenkapitalbeta	0,679	0,697	0,714	0,753	0,770	0,765	0,761	0,755
* Egenkapital/netto driftskapital	1,026	0,995	0,967	0,943	0,919	0,926	0,933	0,941
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,645	-2,726	-0,324	-0,541	-0,345	-0,397	-0,460	-0,512
* Netto finansiell gjeld/netto driftskapital	-0,026	0,005	0,033	0,057	0,081	0,074	0,067	0,059
= Netto driftsbeta	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680	0,680

Tabell 10-1 Egenkapitalbeta i fremtiden

Estimert fremtidig egenkapitalbeta stiger frem til 2019 på grunn av økt netto finansiell gjeldsgrad. Økning i gjeldsfinansiering fører til høyere finansiell risiko som igjen gir oss en høyere egenkapitalbeta. Fra og med 2019 reduseres netto finansiell gjeldsgrad, og tilsvarende får vi en reduksjon i egenkapitalbeta. Netto finansiell gjeldsbeta er negativ fordi eiendelsbetaen er større enn gjeldsbetaen. Dette kommer av at vi har budsjettert med en markedsrisikodel på 20 % for finansiell gjeld, mens de finansielle eiendelene i sin helhet er avhengig av markedsrisikoen.

10.2.3 Markedsrisikoen i fremtiden

Det beste estimatet man har på markedsrisikoen i fremtiden, er historisk risiko. Denne er estimert i kapittel 7. Markedsrisikoen fremover i tid settes til gjennomsnittet over analyseperioden.

10.2.4 Likviditetspremie i fremtiden

Risikoen for markedssvikt og innelåsing antas å være lik den historiske også over budsjettperioden. Vårt beste estimat er at denne er på 3 % også i fremtiden.

10.2.5 Beregnet egenkapitalkrav i fremtiden

Legger vi de nevnte forutsetningene til grunn, kommer vi ved hjelp av kapitalverdimodellen frem til følgende egenkapitalkrav:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T	T+1
Risikofri rente etter skatt	0,006	0,009	0,011	0,014	0,016	0,019	0,021	0,021
+ Justert beta	0,679	0,697	0,714	0,753	0,770	0,765	0,761	0,755
* Risikopremie etter skatt	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
+ Illikviditetspremie	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030
= Egenkapitalkrav	0,070	0,073	0,077	0,081	0,084	0,087	0,089	0,089

Tabell 10-2 Egenkapitalkrav i fremtiden

Egenkapitalkravet er stigende i perioden 2015 til T som følge av at vi budsjetterer med en økning i risikofri rente og egenkapitalbeta er høyere frem mot 2019. Selv om egenkapitalbetaen etter dette reduseres frem mot T, er økningen i risikofri rente så stor at egenkapitalkravet fortsetter å øke.

Vi budsjetterer her med en risikofri rente på horisonten på 2,9 % før skatt. Tilsvarende har vi lagt til grunn en vekst lik inflasjonsmålet på 2,5 %. Dette gir oss en realrente på 0,4 %, altså tilnærmet lik null. Spørsmålet er da om våre forutsetninger er rimelige.

De senere år har rentenivået vært historisk lavt. Det er vanskelig å si noe om hvilket rentenivå som er «normalt». Likevel har man i flere år forventet en økning i styringsrenten. Flere forhold i Norge og resten av verden har likevel ført til at styringsrenten de siste tre til fire årene har vært konstant eller blitt kuttet. Som et resultat av dette har den forventede økningen blitt skjøvet fremover i tid. Styringsrenten har så langt i 2015 vært på 1,25 % og gjennomsnittlig tre-måneders Nibor-rente (januar-april) er 1,4 % (Norges Bank, 2015; Oslo Børs, 2015). Beregner vi risikofri rente før skatt, blir denne 0,9 % ettersom vi opererer med

en kredittrisikopremie på 0,5 %. Tar vi utgangspunkt i at Norges-Banks eget anslag for styringsrenten er på 1,25 % i 2018 , er vår vurdering at en risikofri rente før skatt på 2,6 % i 2021 er passende. Det kan argumenteres for at en rente på 2,9 % på horisonten likevel er i minste laget da det er urimelig med en så lav rente for all fremtid, som horisonten jo skal reflektere. Hva risikofri rente for all fremtid kommer til å bli er uansett vanskelig å spå da det er flere forhold som påvirker denne. Vår vurdering er at 2,9 % risikofri rente før skatt på horisonten ikke nødvendigvis er for lav.

Selv om Norges Banks inflasjonsmål er 2,5 %, betyr det ikke at inflasjonen er lik målet til enhver tid. Sentralbanken benytter pengepolitiske virkemidler for å kunne nå målet, men faktisk prisstigning vil likevel variere. Banken anslår selv at inflasjonen holder seg under målet i 2018 , og vi anser en inflasjon på 2,5 % på horisonten som rimelig da dette målet er styrende for pengepolitikken.

Konsekvensen av våre forutsetninger blir at realrenten er svært lav i terminalleddet. Det er sjelden at realrenten er så lav, og i perioden 2008 til 2012 var gjennomsnittlig realrente ca. 3 % (SSB, 2015). I 2015 forventes imidlertid realrenten å bli tilnærmet null (Langberg, 2015). Hadde vi økt den risikofrie renten på horisonten slik at realrenten ble høyere ville kravet gått opp og verdien av egenkapitalen gått ned. Vi konkluderer med at vi velger å stå for de forutsetningene vi har lagt til grunn til tross for at det gir oss en svært lav realrente.

10.3 Krav til netto finansiell gjeld

Kravet til netto finansiell gjeld finner vi gjennom å vekte kravet til finansielle eiendeler og finansiell gjeld med deres respektive andel av netto finansiell gjeld.

10.3.1 Krav til finansielle eiendeler

$$fek = r_f(1-s) * \left(\frac{KON}{FE}\right) + (r_f * (1-s) + krp) * \left(\frac{FOR}{FE}\right) + (r_f * (1-s) + (\beta_{INV} * mrp) + ilp) * \left(\frac{INV}{FE}\right)$$

Kontantkravet tilsvarer risikofri rente etter skatt, og investeringskravet finner vi ved å summere risikofri rente, likviditetspremie samt produktet av markedsrisikopremien og betaen til investeringer. Siden Gyldendal ikke har finansielle fordringer, har vi ikke beregnet et krav for disse. Risikofri rente er den samme som benyttes ved beregning av egenkapitalkravet. Når vi legger til markedsrisikopremien, forutsetter vi at

investeringsbetaen til de finansielle investeringene er 1 også i fremtiden, og at Gyldendals aksjeinvesteringer er perfekt diversifiserte.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T	T+1
Kontantkrav	0,006	0,009	0,011	0,014	0,016	0,019	0,021	0,021
* Kontantvekt	0,838	0,832	0,826	0,819	0,813	0,806	0,800	0,800
+ Investeringskrav	0,056	0,058	0,061	0,063	0,066	0,068	0,071	0,071
* Investeringsvekt	0,162	0,168	0,174	0,180	0,186	0,192	0,199	0,199
= Finansielt eiendelskrav	0,014	0,017	0,020	0,023	0,025	0,028	0,031	0,031

Tabell 10-3 Finansielt eiendelskrav i fremtiden

Risikofri rente inngår i kontant- og investeringskravet, og budsjettert endring i risikofri rente fører til at finansielt eiendelskrav er stigende over budsjettperioden. Vi ser at det kun er mindre endringer i vektene.

10.3.2 Krav til finansiell gjeld

$$fgk = r_f * (1 - s) + krp_{FG}$$

Kravet til finansiell gjeld finner vi ved å legge til kredittrisiko på den risikofrie renten. Hvor stort tillegget skal være er avhengig av kredittrisikoen og finnes ved å foreta syntetisk rating av Gyldendal.

Ved hjelp av de forholdstallene vi presenterte i kapittel 6, kan vi bestemme en syntetisk rating for fremtiden. Analysen viser at kredittrisikoen i fremtiden er noe lavere enn den vi kom frem til tidligere. Dette skyldes i stor grad den økte driftsrentabiliteten vi budsjetterte inn i kapittel 9.

Gyldendal	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T	T+1
Likviditetsgrad 1								
Rentedekningsgrad	3,410	4,042	4,569	8,041	8,233	8,649	9,009	9,347
Egenkapitalandel	0,415	0,412	0,410	0,408	0,412	0,417	0,422	0,422
Netto driftsrentabilitet	0,038	0,048	0,058	0,067	0,076	0,083	0,090	0,090
Syntetisk rating	BB	BB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB

Tabell 10-4 Syntetisk rating i fremtiden

Ratingen over gir oss følgende kredittrisikopremie og krav til finansiell gjeld:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T	T+1
Rating	BB	BB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Risikofri rente etter skatt	0,006	0,009	0,011	0,014	0,016	0,019	0,021	0,021
+ Kredittrisikopremie	0,031	0,031	0,031	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
= Finansielt gjeldskrav etter skatt	0,037	0,040	0,042	0,028	0,030	0,033	0,035	0,035

Tabell 10-5 Finansielt gjeldskrav i fremtiden

Det forutsettes en økning i den risikofrie renten over budsjetteringsperioden. I samme periode går ratingen opp og dette gir oss en lavere kredittrisikopremie. Som følge av dette er netto finansielt gjeldskrav relativt stabilt.

10.3.3 Krav til netto finansiell gjeld

Først vekter vi kravet til finansiell gjeld med finansiell gjeldsandel av netto finansiell gjeld.

Ved å trekke fra kravet til finansielle eiendeler multiplisert med forholdet mellom finansielle eiendeler og netto finansielle eiendeler finner vi kravet til netto finansiell gjeld.

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

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T	T+1
Krav til finansiell gjeld	0,037	0,040	0,042	0,028	0,030	0,033	0,035	0,035
* Finansiell gjeld/nto finansiell gjeld	-13,056	67,000	10,091	5,825	4,086	4,330	4,627	4,997
- Krav til finansielle eiendeler	0,014	0,017	0,020	0,023	0,025	0,028	0,031	0,031
* Finansielle eiendeler/nto finansiell gjeld	-14,056	66,000	9,091	4,825	3,086	3,330	3,627	3,997
= Krav til netto finansiell gjeld	-0,286	1,535	0,245	0,052	0,045	0,047	0,050	0,052

Tabell 10-6 Krav til netto finansiell gjeld i fremtiden

Netto finansiell gjeld er negativ i 2014, og gir oss negative gjelds- og eiendelsvekter i 2015. At finansiell gjeld og finansielle eiendeler er tilnærmet like i 2015, fører til at netto finansiell gjeld blir svært lav. Høye vekter i 2016, i tillegg til at kravet til finansiell gjeld er større enn finansielt eiendelskrav, fører til at kravet til netto finansiell gjeld er størst i 2016. Kravet reduseres frem til 2019 som følge av at netto finansiell gjeld øker, mens situasjonen er motsatt fra 2019 til T. Vi har store variasjoner i krav til netto finansiell gjeld i starten av budsjettperioden på grunn av lav og negativ netto finansiell gjeld. Som kommentert under pkt. 7.3 er dette kun et resultat av den metodikken som benyttes og vi justerer ikke beregningen da effekten på endelig verdiestimat er begrenset. Egenkapitalen utgjør en betydelig større del av netto driftskapital enn det netto finansiell gjeld gjør og har dermed liten påvirkning på netto driftskrav.

10.4 Krav til netto driftskapital – WACC

For å finne kravet til netto driftskapital i fremtiden bruker vi kravene vi nettopp har beregnet, og følgende formel:

$$ndk = ekk * \frac{VEK}{VNDK} + mik * \frac{VMI}{VNDK} + nfgk * \frac{NFG}{VNDK}$$

Forskjellen fra kapittel 7 er at balanseførte vekter nå er erstattet med verdivekter, altså virkelig verdi. Problemet er bare at vi ikke kjenner virkelig verdi av kapitalene før vi estimerer dem, og til estimatet trenger vi et krav. Vi starter altså med budsjetterte vekter, som er feil, og benytter tilsvarende formel som i kapittel 7.

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

Vektene i fremtidsbudsjettet beregnes på inngående kapital da vi antar at alle kontantstrømmer blir realisert mot slutten av året. Forutsetningen gjør det enklere å beregne nåverdien av fremtidige kontantstrømmer.

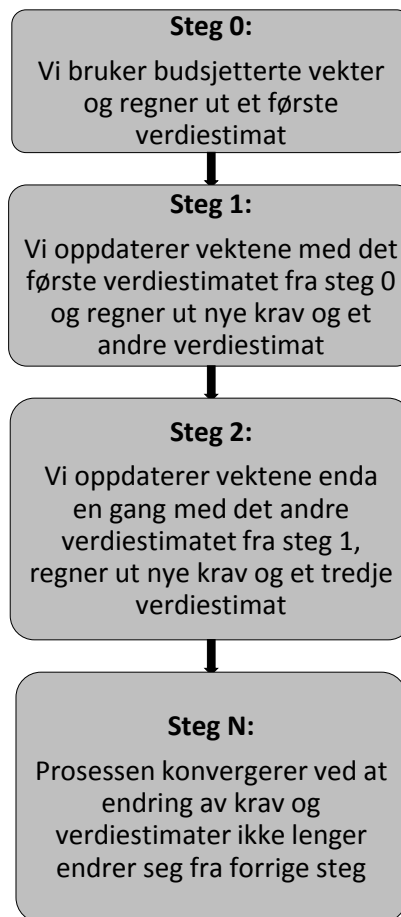
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T	T+1
Egenkapitalkrav	0,070	0,073	0,076	0,080	0,083	0,086	0,088	0,088
* Egenkapital/netto driftskapital	1,026	0,995	0,967	0,943	0,919	0,926	0,933	0,941
+ Netto finansielt gjeldskrav	-0,286	1,535	0,245	0,052	0,045	0,047	0,050	0,052
* Netto finansiell gjeld/netto driftskapital	-0,026	0,005	0,033	0,057	0,081	0,074	0,067	0,059
= Netto driftskrav	0,079	0,080	0,082	0,078	0,080	0,083	0,085	0,085

Tabell 10-7 Netto driftskrav i fremtiden

Netto driftskrav er relativt stabilt over budsjetteringsperioden fordi vi har stabilitet i forholdet mellom egenkapital og netto driftskapital. Endringene i andelen netto finansiell gjeld i forhold til netto driftskapital er liten og får liten effekt på netto driftskrav.

Estimert netto driftskrav brukes til å finne et første verdiestimat. Når dette er beregnet, oppdaterer vi vektene og regner ut nye verdiestimat.

Prosessen med oppdatering av vekter må gjentas helt til verdiestimatet konvergerer mot en verdi, kanskje opptil 9-10 ganger.



Figur 10-1 Verdikonvergeringsprosessen

(Knivsflå, 2015c)

10.5 Oppsummering av fremtidskrav

Alle kravene vi trenger i den videre prosessen, er nå beregnet. Neste steg er å analysere superrentabilitet i fremtiden og å beregne et verdiestimat.

10.6 Analyse av superrentabilitet i budsjett

I kapittel 8 foretok vi en analyse av historisk lønnsomhet. Nå som vi har satt opp fremtidsbudsjettet og estimert tilsvarende krav, kan vi analysere lønnsomheten fremover i tid.

I utgangspunktet forventes det ikke varige strategiske fordeler fordi man regner med at konkurransekraftene gjør at egenkapitalrentabiliteten reverserer mot egenkapitalkravet over tid.

Alternativt kan varige strategiske fordeler skyldes forhold som at det er vanskelig for andre å etablere seg i markedet. Da fungerer ikke konkurransekraftene optimalt, og egenkapitalrentabiliteten vil fortsette å overstige egenkapitalkravet.

Avslutningsvis i kapittel 8 nevnte vi at Gyldendals strategiske ulempe forventes å forsvinne som følge av konkurransekraftenes innvirkning over tid.

Med bakgrunn i fremtidsbudsjettet og fremtidskravene estimert tidligere kommer vi frem til følgende strategiske fordeler for Gyldendal i årene fremover:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T	T+1
Strategisk fordel drift	-0,042	-0,033	-0,024	-0,012	-0,006	-0,001	0,003	0,003
+ Gearingfordel drift	0,001	-0,000	-0,001	-0,001	-0,000	-0,000	0,000	0,000
= Driftsfordel	-0,041	-0,033	-0,025	-0,013	-0,006	-0,001	0,004	0,004
+ Finansieringsfordel	-	-	-	-	-	-	-	-
= Strategisk fordel	-0,041	-0,033	-0,025	-0,013	-0,006	-0,001	0,004	0,004

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T	T+1
Egenkapitalrentabilitet	0,029	0,041	0,052	0,068	0,078	0,086	0,093	0,092
- Egenkapitalkrav	0,070	0,073	0,077	0,081	0,084	0,087	0,089	0,089
= Strategisk fordel	-0,041	-0,033	-0,025	-0,013	-0,006	-0,001	0,004	0,004

Tabell 10-8 Strategisk fordel i fremtiden

Som vi ser skiller man også i fremtiden på fordel fra drift og finansiering. Eventuell drifts- og finansieringsfordel kan dekomponeres ytterligere, jfr. kap. 8, for å finne kildene til fordelene.

Gyldendal har en strategisk ulempe i begynnelsen av budsjettperioden. Denne blir mindre og mindre før den i 2020 blir marginalt positiv. Gjennom dekomponering finner vi årsakene til dette.

10.6.1 Superrentabilitet fra drift

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T	T+1
Netto driftsmargin	0,015	0,020	0,025	0,030	0,035	0,040	0,044	0,044
* Omløpshastighet til netto driftseiendeler	2,500	2,400	2,324	2,248	2,172	2,096	2,020	2,020
= Netto driftsrentabilitet	0,038	0,048	0,058	0,067	0,076	0,083	0,090	0,090

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T	T+1
Netto driftsrentabilitet	0,038	0,048	0,058	0,067	0,076	0,083	0,090	0,090
- Netto driftskrav	0,079	0,080	0,082	0,078	0,080	0,083	0,085	0,085
= Strategisk fordel drift	-0,042	-0,032	-0,023	-0,011	-0,004	0,000	0,005	0,004

Tabell 10-9 Strategisk fordel fra drift i fremtiden

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T	T+1
Netto driftsrentabilitet	0,038	0,048	0,058	0,067	0,076	0,083	0,090	0,090
- Netto driftskrav	0,079	0,080	0,082	0,078	0,080	0,083	0,085	0,085
* Netto finansiell gjeldsgrad	-0,025	0,005	0,034	0,060	0,088	0,080	0,071	0,063
= Gearingfordel drift	0,001	-0,000	-0,001	-0,001	-0,000	0,000	0,000	0,000

Tabell 10-10 Gearingfordel i fremtiden

Det er forbedret netto driftsmargin mot slutten av budsjettperioden og på horisonten som skaper den marginalt positive driftsfordelen fra år T og fremover. Etter analysen i kapittel 8 forventet vi ingen stor fremtidig driftsfordel, men at Gyldendal ville øke marginen sin noe ved økt kostnadsfokus. Det er helt nødvendig for å holde følge med de mindre forlagene. Når strategisk fordel fra drift er positiv, vil gearingfordelen bidra til å gjøre den ytterligere positiv.

10.6.2 Superrentabilitet fra finansiering

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T	T+1
Finansielt gjeldskrav	0,037	0,040	0,042	0,028	0,030	0,033	0,035	0,035
- Finansiell gjeldsrente	0,037	0,040	0,042	0,028	0,030	0,033	0,035	0,035
= Finansiell gjeldsrentefordel	-	-	-	-	-	-	-	-
* Finansiell gjeldsgrad	0,337	0,344	0,352	0,360	0,345	0,330	0,315	0,315
= Finansieringsfordel finansiell gjeld	-	-	-	-	-	-	-	-

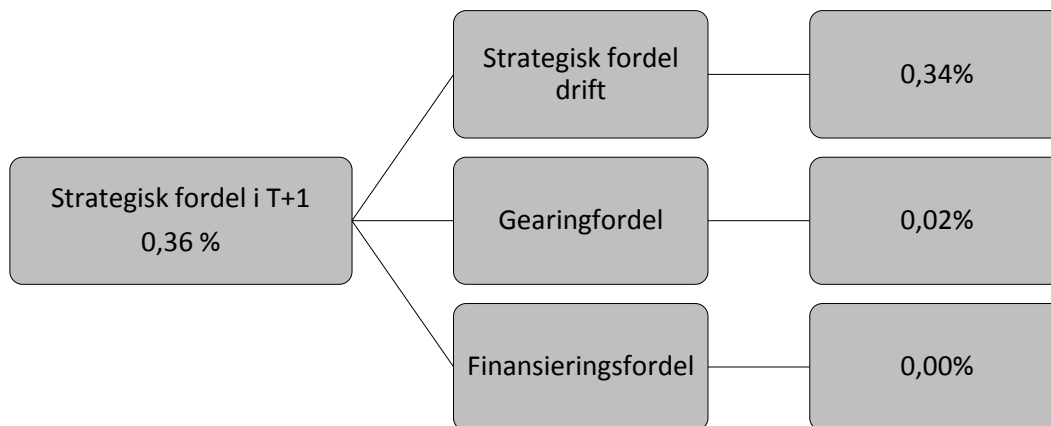
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T	T+1
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,014	0,017	0,020	0,023	0,025	0,028	0,031	0,031
- Finansielt eiendelskrav	0,014	0,017	0,020	0,023	0,025	0,028	0,031	0,031
= Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel	-	-	-	-	-	-	-	-
* Finansiell eiendelsgrad	0,332	0,310	0,292	0,272	0,265	0,259	0,252	0,252
= Finansieringsfordel finansielle eiendeler	-	-	-	-	-	-	-	-

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T	T+1
Netto finansiell gjeldsrente	-0,286	1,535	0,245	0,052	0,045	0,047	0,050	0,052
- Netto finansielt gjeldskrav	-0,286	1,535	0,245	0,052	0,045	0,047	0,050	0,052
* Netto finansiell gjeldsgrad	-0,025	0,005	0,034	0,060	0,088	0,080	0,071	0,063
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	-	-	-	-	-	-	-	-

Tabell 10-11 Finansieringsfordel i fremtiden

Gyldendal har historisk hatt en marginal finansieringsulempe. At det er små finansieringsforskjeller i dagens finansmarked, bekreftes av størrelsen på finansieringsulempen. Vi forutsetter at finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrentabilitet er lik kravene i budsjetteringen. Dette medfører at netto finansiell gjeldsrentabilitet blir lik netto finansielt gjeldskrav. Så lenge rentabilitet og krav er de samme, vil ikke Gyldendal få finansieringsfordeler i fremtiden.

10.6.3 Oppsummering av superrentabilitet i fremtiden



Figur 10-2 Oppsummering av strategisk fordel i fremtiden

Oppsummert ser vi at Gyldendal på horisonten, altså i steady state, vil ha en marginal strategisk fordel på 0,36 % som i sin helhet stammer fra drift.

11 Fundamental verdsettelse

11.1 Oversikt over metoder og modeller

Etter å ha utarbeidet et fremtidsbudsjett og fremtidskrav for perioden 2015-2020, horisontleddet T samt årene T+1 og T+2, har vi lagt grunnlaget for å beregne et fundamentalt verdiestimat. Vi tar utgangspunkt i Kjell Henry Knivsflås presentasjon av fundamental verdivurdering (Knivsflå, 2015e, 2015n). Rammeverket for fundamental verdivurdering presenterer egenkapital- og selskapskapitalmetoden for å beregne egenkapitalverdien. Etter første estimering vil metodene gi forskjellig verdi, men i etterfølgende prosedyrer erstattes budsjetterte vekter med virkelige vekter. Resultatet er at kravene endres og verdiene etter de to metodene nærmer seg hverandre. Når verdiestimeringen utføres og kravene oppdateres tilstrekkelig mange ganger, konvergerer verdiene mot det samme fundamentale verdiestimatet.

Begge metodene tar utgangspunkt i fremtidige verdier som diskonteres med risikojusterte krav for å beregne nåverdien. Faktorene som inngår i fremtidsbudsjettet og fremtidskravet er basert på skjønnsmessige vurderinger og inneholder usikkerhet. Vi foretar

sensitivitetsanalyse og simuleringer til slutt i kapittelet for å vurdere hvordan endrede verdier vil påvirke verdiestimatet.

11.2 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden verdsetter verdien av egenkapitalen direkte. Verdiestimatet etter egenkapitalmetoden kan beregnes ut fra tre modeller som alle beregner nåverdien av pengestrømmen til egenkapitalen. Til tross for forskjeller i utregning, gir alle modellene samme verdiestimat. Egenkapitalveksten (ekv) forutsettes å være konstant på horisonten.

11.2.1 Fri kontantstrømmodellen

Fri kontantstrømmodellen (FKE) tilsvarer utbyttemodellen ettersom netto betalt utbytte er forutsatt å tilsvare fri kontantstrøm til egenkapital i budsjettet. Modellen utledes ved følgende formel:

$$VEK_0 = \sum \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

11.2.2 Superprofittmodellen

Verdiestimatet etter superprofittmodellen (SPE) utledes etter samme formel som fri kontantstrømmodellen, men superprofittmodellen inkluderer også egenkapitalverdien for siste år i regnskapsperioden. Superprofitt til egenkapitalen fremkommer som egenkapitalrentabilitet minus egenkapitalkravet det faktiske året multiplisert med egenkapitalen året før. Verdiestimatet fremkommer da slik:

$$VEK_0 = EK_0 + \sum \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

11.2.3 Superprofittvekstmodellen

Vi ser at hovedleddet i formelen til superprofittvekstmodellen (ΔSPE) tilsvarer de to foregående modellene. Forskjellen er at denne også beregner kapitalisert verdi av nettoresultat til egenkapital uten vekst første budsjettår. I etterfølgende år er også egenkapitalkravet inkludert som et konstantledd i nevneren.

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} * \left\{ \sum \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{T+1}) * (ekk - ekv)} \right\}$$

modellen er lite brukt i praksis, men vi inkluderer den for å vise konsistens med de to foregående modellene.

11.3 Selskapskapitalmetoden

Ved bruk av selskapskapitalmetoden trekkes verdien av gjelden fra verdien av selskapskapitalen. Verdsettelsen av egenkapitalen skjer dermed indirekte. Fremtidig pengestrøm til selskapet diskonteres med kravet til selskapskapitalen, eller kravet til netto driftskapital avhengig av om verdien av selskapet måles ved sysselsatt kapital eller netto driftskapital. Vi velger å estimere verdien ved hjelp av netto driftskapitalmetoden, og denne deles inn i følgende tre modeller.

11.3.1 Fri kontantstrømmodellen

Modellen tilsvarer fri kontantstrømmodellen under egenkapitalmetoden, men fri kontantstrøm til egenkapital er byttet ut med fri kontantstrøm til drift (FKD). Tilsvarende benyttes nå netto driftskrav og netto driftsvekst.

$$VNDK_0 = \sum \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

11.3.2 Superprofittmodellen

På samme måte som modellen over, tilsvarer også superprofittmodellen for drift (SPD) modellen i egenkapitalmetoden. Forskjellen er bare at egenkapitalelementene er byttet ut med netto driftskapitalelementer.

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

11.3.3 Superprofittvekstmodellen

Superprofittvekstmodellen (ΔSPD) er ikke vanlig å benytte under selskapskapitalmetoden heller. Den inkluderes for å synliggjøre konsistens med de øvrige modellene. Modellen samsvarer med tilsvarende modell under egenkapitalmetoden.

$$VNDK_0 = \frac{NDR_1}{ndk_1} + \frac{1}{ndk_1} * \left\{ \sum \frac{\Delta SPD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_{t-1})} + \frac{\Delta SPD_{T+2}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_{T+1}) * (ndk - ndv)} \right\}$$

11.4 Første estimat og konvergens mot endelig verdiestimat

Vi benytter oss av fremgangsmetoden presentert i figur 10-1. I første steg mot endelig verdikonvergens, steg 0, benytter vi budsjetterte vekter til å beregne egenkapitalkravet i egenkapitalmetoden. Tilsvarende vekter brukes til å beregne netto driftskrav i selskapskapitalmetoden. Konstant vekst er satt til 2,5 %. Ved å benytte formlene presentert over, får vi følgende verdiestimat etter de to metodene:

Steg 0	Sum	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T	T+1	T+2
Eigenkapitalmetoden											
FKE-modellen	559 279		-1 791	8 447	11 895	18 306	4 423	6 392	26 567	485 039	
SPE-modellen	559 279	593 332	-22 465	-17 471	-12 653	-6 145	-2 773	-322	1 664	26 112	
ΔSPE-modellen	559 279		249 366	53 996	56 295	86 991	45 487	34 756	30 090	-427	2 724
Verdi av egenkapitalen	559 279										
Selskapskapitalmetoden											
FKD-modellen	545 840		-14 517	-3 363	1 872	5 052	7 495	9 431	30 553	509 318	
SPD-modellen	545 840	578 396	-22 273	-17 205	-12 397	-6 030	-2 729	-318	1 646	26 751	
ΔSPD-modellen	545 840		274 370	46 908	48 429	74 506	39 024	30 185	26 488	-156	6 086
Verdi av netto driftskapital	545 840										
- Verdi av netto finansiell gjeld	-14 936										
= Verdi av egenkapitalen	560 776										
Gjennomsnitt av modellene	560 028										
Avvik	0,27 %										

Tabell 11-1 Første verdiestimat

Modellene innenfor samme metode gir lik verdi, men egenkapitalverdien etter de to metodene er ulik. Verdiforskjellen er kr 1 635 i steg 0. Forskjellen mellom de to metodene er liten fordi netto finansiell gjeld i forhold til netto driftskapital er lav. Verdien av netto finansiell gjeld som trekkes ut ved bruk av selskapskapitalmetoden får altså begrenset innvirkning i vårt tilfelle. I realiteten beregnes da verdien av egenkapitalen tilnærmet direkte også etter selskapsmetoden.

Gjennomsnittlig verdiestimat beregnet i steg 0 tas med inn i neste steg som ny verdi på egenkapitalen i 2014. Verdien av netto finansiell gjeld endres ikke fordi rentabiliteten til netto finansiell gjeld fortsatt er lik kravet. Summert får vi verdien av netto driftseiendeler. Når vi kjenner verdien av netto driftseiendeler og vet at netto driftsrentabilitet er lik netto driftskrav ved bruk av virkelige verdier, kan vi beregne verdien av netto driftsresultat som netto driftseiendeler multiplisert med netto driftskrav fra steg 0.

Fri kontantstrøm fra drift, netto finanskostnad og netto finansiell gjeld endres ikke i stegene mot endelig verdikonvergens. Verdiendring i netto driftseiendeler finner vi da ved å trekke fri kontantstrøm fra drift fra verdien av netto driftsresultat. Da har vi tilstrekkelig

informasjon til å beregne verdien av netto driftseiendeler i 2015, som fremkommer ved at årets endring i netto driftseiendeler legges til fjorårets netto driftseiendeler. Disse beregningene gjøres tilsvarende for resterende år i budsjettperioden.

Netto driftsbeta, og dermed egenkapitalbeta, endres som følge av at budsjetterte vekter erstattes med verdivekter. Da forandrer eiendelskravet og netto driftskrav seg, samtidig som kravene også avhenger av de oppdaterte vektene. Endrede krav fører til at diskonteringsfaktoren oppdateres og nåverdien av fremtidige verdier forandres. De ulike modellene gir løpende samme svar, men verdiestimatet etter egenkapital- og selskapskapitalmetoden konvergerer mot hverandre.

Ved å gjenta prosessen tilstrekkelig mange ganger gir metodene identisk egenkapitalverdi. Beregninger gjennomføres som forklart over, og i steg ni gir oppdaterte verdier fra steg åtte oss følgende tall:

År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T	T+1
Gj.snitt verdi fra steg 8	528 657								
Verdi av netto driftseiendeler	513 721	572 004	623 950	674 777	723 380	773 085	824 945	845 502	866 639
Verdi av egenkapitalen	528 657	568 925	602 526	635 755	664 746	716 455	770 617	795 863	815 759
Verdi av netto finansiell gjeld	-14 936	3 079	21 425	39 021	58 634	56 629	54 328	49 639	50 880
Verdi av netto driftsresultat		42 618	48 025	53 189	55 484	60 743	66 913	73 537	75 443
- ΔVerdi netto driftseiendeler		58 283	51 947	50 826	48 603	49 705	51 861	20 556	21 138
= Fri kontantstrøm drift		-15 665	-3 921	2 363	6 881	11 038	15 053	52 981	54 305
- Verdi nto. finanskostn. - verdi nto. finansinnt.		4 266	4 725	5 254	2 026	2 623	2 684	2 724	2 565
+ ΔVerdi netto finansiell gjeld		18 015	18 346	17 597	19 613	-2 005	-2 301	-4 689	1 241
= Fri k.strøm til egenkap = nto. betalt utbytte		-1 916	9 700	14 705	24 467	6 410	10 067	45 568	52 981

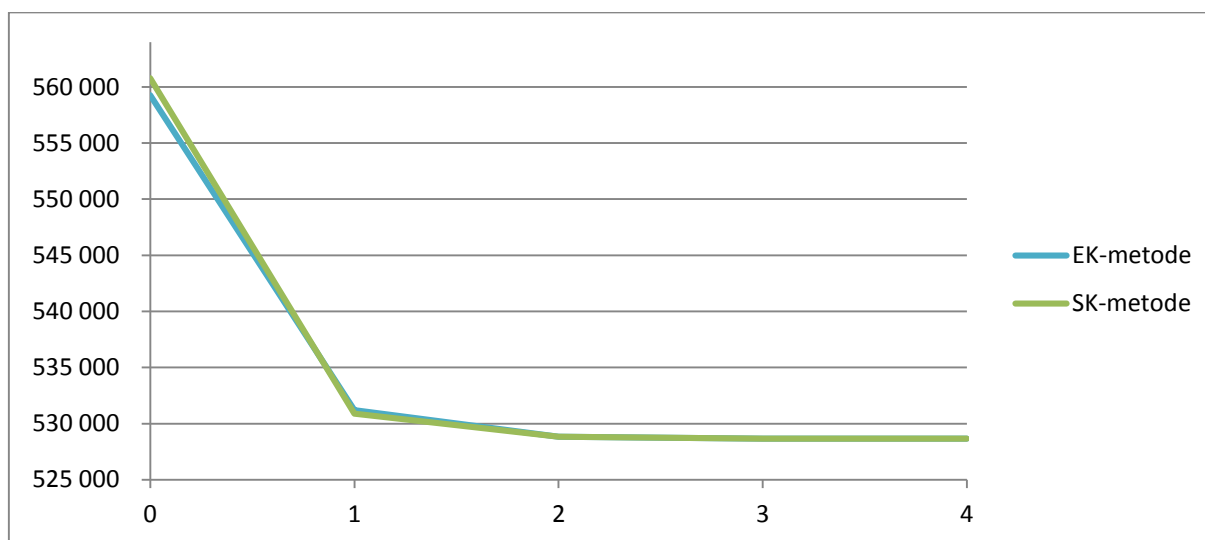
Tabell 11-2 Siste steg i verdikonvergensprosessen

Tallene fra tabellen over danner grunnlaget for å beregne verdien av egenkapitalen i steg ni, og som vi ser av beregninger under, er verdien etter de to metodene identisk.

Steg 9	Sum	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T	T+1	T+2
Eigenkapitalmetoden											
FKE-modellen	528 657		-1 786	8 404	11 802	18 113	4 364	6 290	26 074	455 396	
SPE-modellen	528 657	593 332	-23 887	-18 887	-14 028	-7 506	-4 096	-1 623	366	4 986	
ΔSPE-modellen	528 657		240 180	50 036	52 946	82 405	42 901	32 460	27 795	-555	490
Verdi av egenkapitalen	528 657										
Selskapskapitalmetoden											
FKD-modellen	513 721		-14 465	-3 340	1 855	4 991	7 386	9 270	29 957	478 069	
SPD-modellen	513 721	578 396	-24 279	-18 862	-13 833	-7 340	-4 025	-1 611	349	4 927	
ΔSPD-modellen	513 721		261 452	46 432	46 788	70 928	35 940	27 490	23 967	-411	1 134
Verdi av netto driftskapital	513 721										
- Verdi av netto finansiell gjeld	-14 936										
= Verdi av egenkapitalen	528 657										
Gjennomsnitt av modellene	528 657										
Avvik	0,00 %										

Tabell 11-3 Endelig verdiestimat

Oppsummert kan konvergeringsprosessen sammenfattes i følgende diagram.



Figur 11-1 Verdikonvergens

I steg null er verdien forskjellig, men den nærmer seg i steg en. Fra og med steg to er verdien tilnærmet lik, og i steg ni identisk. I vårt tilfelle er verdien svært lik allerede i steg null, og endringene i hvert steg blir minimal.

Tabellen under viser konvergeringsprosessen mer nøyaktig.

Steg	EK-metode	SK-metode	Avvik i %
0	559 279,046	560 776,481	-0,267385892 %
1	531 194,682	530 898,911	0,055695856 %
2	528 834,817	528 823,163	0,002203579 %
3	528 669,492	528 668,758	0,000138797 %
4	528 657,771	528 657,720	0,000009684 %
5	528 656,939	528 656,936	0,000000686 %
6	528 656,880	528 656,880	0,000000049 %
7	528 656,876	528 656,876	0,000000003 %
8	528 656,876	528 656,876	0,000000000 %
9	528 656,876	528 656,876	0,000000000 %

Tabell 11-4 Konvergeringsprosessen steg for steg

11.5 Uvisshet: Sensitivitet, simulering og konkurs

Verdiestimatet vi har kommet frem til, er et punktestimat på forventet verdi. Utviklingen i budsjett drivere som vi har lagt til grunn, er svært usikker og valgt skjønnsmessig. Jo større usikkerheten med hensyn til budsjett driverne er, jo mer usikkert vil verdiestimatet være. Verdiestimatet vil derfor ha en fordeling rundt vår forventning.

Som vi har sett i kapittel 9, 10 og 11 er det mange faktorer som inngår i verdiestimatet. Siden vi forutsetter at man i fremtiden ikke vil ha noen finansieringsfordel, er det faktorene som vedrører drift som har mest å si for verdsettelsen.

Innledningsvis ser vi hvordan aksjepriser (P) kan beregnes ved å benytte seg av Gordons vekstformel (Kaldestad & Møller, 2011; PWC & Norske Finansanalytikeres Forening, 2014):

$$P_t = \frac{KS_t(1 + v)}{k - v}$$

Da kan vi på en enkel måte illustrere hvordan våre valg har en direkte innvirkning på prisen. Her tas det utgangspunkt i at nåverdien av fremtidige kontantstrømmer (KS_t) vokser med en konstant vekstrate (v). Prisen fremkommer ved at nåverdien av kontantstrømmene (justert for vekst) ses i forhold til hvor mye avkastningskravet (k) overstiger veksten. Vi benytter oss av en vekstrate lik inflasjonen på 2,5 %. I kravet har vi lagt til grunn en risikofri rente før skatt på 2,9 %, altså får vi en implisitt realrente tilnærmet lik null (0,4 %). En høyere risikofri rente hadde gitt oss et økt avkastningskrav og tilsvarende lavere pris på aksjen. Motsatt vil en oppjustering av vekstfaktoren eventuelt kompensere for den reduserte prisen man får ved å øke risikofri rente. Det samme vil en budsjettet fremtidig strategisk fordel gjøre. Basert på den historiske ulempen vi tidligere har beregnet i den strategiske regnskapsanalyse, ser vi

ikke grunn til å budsjettere med en høyere strategisk fordel på horisonten enn det vi har gjort.

Vi har tidligere diskutert og konkludert med at den risikofrie renten vi velger å budsjettere med på horisonten, er rimelig. Dagens økonomiske situasjon, og forventninger til nivået på styringsrenten fremover i tid, er grunnlaget for vårt valg. Budsjettert vekst er imidlertid mer usikker. I stor grad velger vi å vektlegge historisk inntektsvekst, men denne er tilnærmet null. Vi vurderer da at veksten ikke kan settes lavere enn sentralbankens inflasjonsmål. Kanskje burde veksten vært satt høyere. Budsjettert netto driftsmargin velger vi derimot å dra betydelig opp i forhold til dagens nivå og ser kanskje unormalt høy ut sammenlignet med marginen over analyseperioden. Driftsmarginen påvirker også kontantstrømmen i større grad enn inntektsveksten gjør. Sammenlignet med de mindre forlagene mener vi likevel at driftsmarginen bør presses opp fremover tid. Man kan uansett spørre seg om vi har budsjettert med en for rask økning. Totalt sett ser ikke våre multiplikatorer helt urimelige ut sammenlignet med børsen, selv om det ikke er et mål i seg selv. Konklusjonen blir samlet sett at vi velger å beholde de forutsetningene vi har lagt til grunn.

I etterfølgende kapitler velger vi likevel å se på hvordan verdiestimatet endrer seg ved å justere forutsetningene vi har lagt inn i budsjettet. Da får vi reflektert den usikkerheten som ligger i verdiestimatet. Usikkerheten kan analyseres på ulike måter. To verktøy for slik analyse er sensitivitetsanalyse og simulering.

11.5.1 Sensitivitetsanalyse

En sensitivitetsanalyse synliggjør usikkerheten i verdiestimatet ved at man endrer kritiske budsjett- og verdidrivere og viser hvordan dette påvirker verdiestimatet. I det følgende har vi gjort nettopp dette.

Ved å endre en og en av de mest sentrale verdidriverne får vi frem hvilken innvirkning det har på verdiestimatet. Denne analyseformen gir ikke så god innsikt dersom en del av driverne er korrelerte. Da vil en høy verdi på en driver, gi lav verdi på en annen, noe som ikke hensyntas når kun en av driverne endres av gangen. Vi har ikke funnet tydelige korrelasjoner, så for vår del vil en slik analyse gi god innsikt.

Vi har manuelt endret noen av budsjettdriverne samt enkelte faktorer i avkastningskravet for å se i hvilken retning og i hvor stor grad verdiestimat per aksje påvirkes. Følgende budsjett drivere og faktorer blir analysert:

Driftsinntektsvekst 2018

Driftsinntektsvekst 2018	-0,02	0	0,02	0,04	0,06	0,08	0,1
Verdiestimat per aksje	229,542	229,387	229,23	229,073	228,915	228,755	228,595
Endring i %	0,14 %	0,07 %	0,00 %	-0,07 %	-0,14 %	-0,21 %	-0,28 %

Tabell 11-5 Driftsinntektsvekst 2018

Siden vi er ganske sikre på driftsinntektsveksten på kort sikt, har vi valgt å analysere midtpunktet. Vi vil forvente at driftsinntektsveksten vil ligge et sted mellom -2 % og 10 % i 2018. Verdiestimatet er ikke veldig sensitivt for endringer i denne driveren. Det skiller mindre enn en krone i estimatet ved negativ driftsinntektsvekst på 2 % og en positiv driftsinntektsvekst på 10 %. Femdobling av veksten, fra vårt estimat på 2 % til 10 %, utgjør en verdiendring på kun 0,28 %.

Driftsinntektsvekst på horisonten

Driftsinntektsvekst på horisonten	0	0,015	0,025	0,035	0,045	0,055	0,065
Verdiestimat per aksje	228,496	228,872	229,23	229,735	230,494	231,752	234,225
Endring i %	-0,32 %	-0,16 %	0,00 %	0,22 %	0,55 %	1,10 %	2,18 %

Tabell 11-6 Driftsinntektsvekst på horisonten

Verdien på horisonten utgjør en stor del av verdiestimatet både ved bruk av egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Det er altså interessant å se på hva en endring i denne driveren har å si for verdiestimatet. Negativ vekst på horisonten anses ikke sannsynlig. På lang sikt kan heller ikke veksten overstige veksten i verdensøkonomien som antas å ligge rundt 7 %. Vi endrer verdien på driftsinntektsveksten i intervallet 0 til 6,5 %.

Endring i budsjettdriveren gjør at det er nesten seks kroner forskjell i verdiestimatet. Med andre ord påvirker endring av driftsinntektsveksten på horisonten verdiestimatet i betydelig større grad enn driftsinntektsveksten i 2018 gjør. Det er likevel ikke den helt store effekten av en endring i driftsinntektsveksten på horisonten. Dette skyldes at lønnsomheten er relativt svak, og at en vekst i driftsinntekter derfor ikke påvirker verdien i så stor grad som den ville gjort dersom lønnsomheten var bedre.

Omløpshastighet på horisonten

Omløpshastighet på horisonten	1,9	1,95	2,02	2,4	2,7	3	3,2
Verdiestimat per aksje	206,092	216,061	229,23	287,265	321,846	349,74	365,542
Endring i %	-10,09 %	-5,74 %	0,00 %	25,32 %	40,40 %	52,57 %	59,47 %

Tabell 11-7 Omløpshastighet på horisonten

I budsjetteringen legger vi til grunn at markedskreftene i fremtiden presser omløpshastigheten ned mot bransjesnittet på 2,02. Historisk har Gyldendals omløpshastighet variert mellom 1,9 og 3,2. En omløpshastighet på 1,9 gir verdiestimatet 206 kroner per aksje, mens det øker til 366 kroner ved en omløpshastighet på 3,2. Her skiller hele 160 kroner. Verdiestimatet er sensitivt for en endring i omløpshastigheten på horisonten.

Netto driftsmargin på horisonten

Netto driftsmargin på horisonten	0,03	0,037	0,044	0,0455	0,047	0,0485	0,05
Verdiestimat per aksje	113,686	169,579	229,23	237,19	249,109	261,025	272,939
Endring i %	-50,41 %	-26,02 %	0,00 %	3,47 %	8,67 %	13,87 %	19,07 %

Tabell 11-8 Netto driftsmargin på horisonten

Ved utarbeidelse av budsjettet tar vi utgangspunkt i at både Gyldendal og bransjen må forbedre sin driftsmargin og nærme seg de mindre forlagene. Vi forventer at alle selskapene møtes ved en driftsmargin på 4,4 %. Akkurat hva likevektsmarginen vil bli er usikkert. En driftsmargin på 3 % gir et verdiestimat på kun 113 kroner per aksje, mens verdien per aksje er 273 dersom driftsmarginen blir 5 %. Det skiller altså 160 kroner. Verdiestimatet er svært sensitivt for endringer i denne driveren.

Risikofri rente på horisonten

Risikofri rente på horisonten	0,01	0,015	0,021	0,025	0,03	0,035	0,04
Verdiestimat per aksje	279,969	254,578	229,23	215,498	200,139	186,825	175,172
Endring i %	22,13 %	11,06 %	0,00 %	-5,99 %	-12,69 %	-18,50 %	-23,58 %

Tabell 11-9 Risikofri rente på horisonten

Vi forventet i kapittel 9 at den risikofrie renten ville ligge rundt 2,1 %. Skulle den derimot holde seg på det lave nivået vi ser i dag for all fremtid, ville vi fått et verdiestimat per aksje på 280 kroner. Dersom den risikofrie renten derimot stiger til 4 %, vil det føre til en økning i avkastningskravet og gi oss et lavere verdiestimat. Verdiestimatet ville da vært på 175 kroner

per aksje. Vi ser at endringer i faktorer som inngår i avkastningskravet også har innvirkning på verdiestimatet.

Markedsrisikopremie

Risikopremie	0,0400	0,0450	0,0500	0,0525	0,0550	0,0575	0,0600
Verdiestimat per aksje	270,534	248,175	229,23	219,447	210,943	202,904	195,293
Endring i %	18,02 %	8,26 %	0,00 %	-4,27 %	-7,98 %	-11,48 %	-14,80 %

Tabell 11-10 Markedsrisikopremie

Vårt beste estimat på markedsrisikoen fremover i tid er det historiske vektete gjennomsnittet. Om forventningen faktisk vil slå til i fremtiden, er usikkert. Vi ser over hva som skjer dersom vi endrer den i intervallet 4 til 6 %. Jo høyere markedsrisikopremien er, jo høyere blir avkastningskravet. Dette gir lavere verdiestimat. Som tabellen over viser, fører endringene i markedsrisikopremien til at verdiestimatet varierer mellom 271 og 195 kroner per aksje.

Likviditetspremie

Likviditetspremie	0,02	0,025	0,03	0,035	0,04	0,045	0,05
Verdiestimat per aksje	287,03	255,466	229,23	207,11	188,233	171,955	157,792
Endring i %	25,21 %	11,45 %	0,00 %	-9,65 %	-17,88 %	-24,99 %	-31,16 %

Tabell 11-11 Likviditetspremie

For lite likvide aksjer er det vanlig å legge på en likviditetspremie ved beregning av avkastningskravet. Teorien sier at denne kan være fra 2 % til 5 % på de aller minst likvide, ikke-børsnoterte aksjene. Vi velger å sette den til 3 % i vårt budsjett. Hadde vi satt den til 2 %, ville verdiestimatet blitt 25 % høyere enn det vi fikk. En likviditetspremie på 5 % ville økt avkastningskravet og gitt oss et verdiestimat som er 31 % lavere.

Egenkapitalbeta

Egenkapitalbeta	0,585	0,685	0,785	0,825	0,875	0,925	1
Verdiestimat per aksje	284,43	254,52	229,23	220,033	209,385	199,474	185,834
Endring i %	24,08 %	11,03 %	0,00 %	-4,01 %	-8,66 %	-12,98 %	-18,93 %

Tabell 11-12 Egenkapitalbeta

Som nevnt i kapittel 7 var egenkapitalbetaen en av de vanskeligste faktorene å estimere i kapitalverdimodellen. Det er svært interessant å se hvor mye en endring i betaen har å si for verdiestimatet.

En egenkapitalbeta på 0,585 ville økt verdiestimatet vårt til 284 kroner per aksje. Settes egenkapitalbetaen lik markedets beta, gir det oss et estimat på 185 kroner per aksje.

Oppsummering av sensitivitetsanalysen

Som vi ser i analysen over, er verdiestimatet vårt på 229 kroner per aksjer veldig sensitivt for endringer i budsjett drivere og faktorer i avkastningskravet. Kun små endringer fører til store verdiforskjeller. Endringer i budsjett driverne på horisonten har størst betydning. Å bruke vårt verdiestimat som grunnlag for en kjøpsbeslutning bør derfor gjøres med forsiktighet. Rimeligheten av budsjett drivere og andre faktorer bør undersøkes før man bestemmer seg for å kjøpe eller selge Gyldendal-aksjer.

11.5.2 Simulering

Simulering synliggjør usikkerheten i verdiestimatet ved at man gjør de kritiske budsjett- og verdidriverne til stokastiske variabler. En stokastisk variabel er en variabel med en sannsynlighetsfordeling. Ved å gjøre relevante budsjett- og verdidrivere til stokastiske variabler får vi frem fordelingen i verdiestimatet. Verdiestimatet blir da ikke lenger et punkttestimat slik som i kapittel 11.4.

Simuleringen er gjort ved hjelp av Crystal Ball, et tillegg i Microsoft Excel. Ved hjelp av dette tillegget kan man legge inn og oppdatere forutsetninger.

I teorien kan man gjøre alle verdiene som inngår både i budsjettet og i beregningen av avkastningskravet, til stokastiske variabler. Dette vil være svært tidkrevende. Vi velger å kun sette verdier som vedrører driften til stokastiske variabler da verdiestimatet er mest sensitiv for endringer i disse.

Forutsetninger vi har lagt inn i Crystal Ball er som følger:

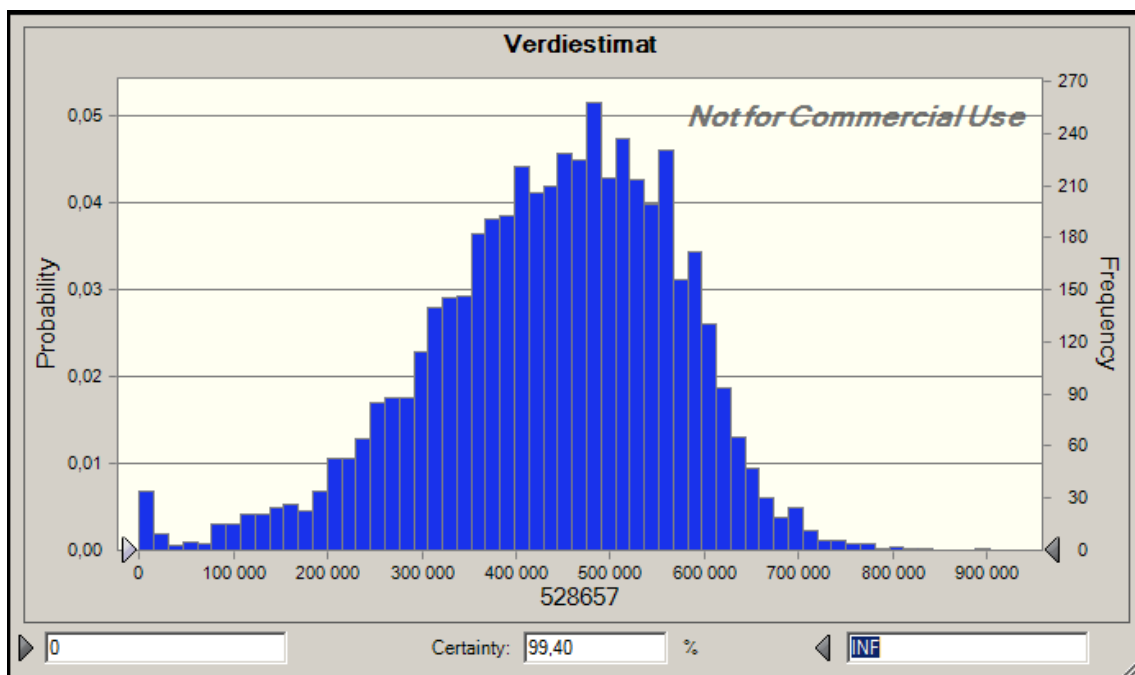
- | | |
|-------------------------------|------------------|
| - Driftsinntektsvekst i 2016: | $N(0,022;0,07)$ |
| - Driftsinntektsvekst i 2018: | $N(0,020;0,14)$ |
| - Driftsinntektsvekst i T: | $U(0,02;0,03)$ |
| - Driftsmargin i 2015: | $N(0,015;0,001)$ |
| - Driftsmargin i 2016: | $N(0,02; 0,001)$ |
| - Driftsmargin i 2018: | $N(0,03;0,002)$ |
| - Driftsmargin i T: | $U(0,03;0,05)$ |
| - Omløpshastighet i 2015: | $N(2,5;0,1)$ |
| - Omløpshastighet i 2016: | $N(2,4;0,1)$ |
| - Omløpshastighet i T: | $N(2,02;0,1)$ |

Standardavvikene som er brukt ved normalfordelingene, er satt til historisk standardavvik på kort og svært lang sikt. I midtpunktene er vi noe mer usikre på estimatet og har som en konsekvens av dette doblet de historiske standardavvikene.

Når Crystal Ball foretar trekninger innenfor fordelingene som er lagt inn, kan de gjøres uavhengig eller delvis korrelert. Er trekningen korrelert, vil resultatet av en trekning påvirke resultatet av en annen trekning. Man kan ha negative og positive korrelasjoner. I Gyldendals rapporterte regnskapstall klarer vi ikke finne signifikante korrelasjoner og legger ikke slike inn i simuleringen. Alle trekningene fra fordelingene over blir da gjort uavhengig av hverandre.

I tillegg til forutsetningene over har vi har lagt inn at verdiestimatet må overstige 0.

Bakgrunnen for dette er at Gyldendal er et allmennaksjeselskap der investorene ikke har ansvar utover eget innskudd.



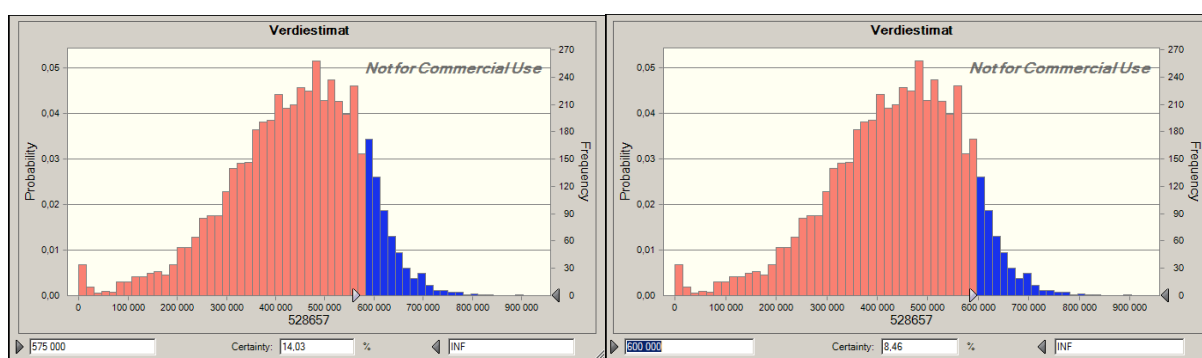
Figur 11-2 Fordelingen til verdiestimatet

Etter 5000 trekninger kommer Crystal Ball opp med fordelingen rundt vår forventede verdi av egenkapital på kr 528 657 000, jfr. kapittel 11.4. Fordelt på de 2 306 226 aksjene utgjør dette 229 kroner per aksje.

Selv om forventingen har et gjennomsnitt på 229 kroner per aksje, kan det likevel være store variasjoner i tallene bak gjennomsnittsverdien. Det prosentvise standardavviket er på 0,4 eller 40 %. Dette tilsier at det er relativt stor spredning i verdiene bak forventningsverdien.

Oppside-potensiale

Oppside-potensialet sier noe om sannsynligheten for at verdien av egenkapitalen ligger over en bestemt verdi. Vi har undersøkt hvor stor sannsynligheten er for at verdien av egenkapitalen overstiger 575 000 000 kroner og 600 000 000 kroner. Dette tilsvarer henholdsvis 249 og 260 kroner per aksje.

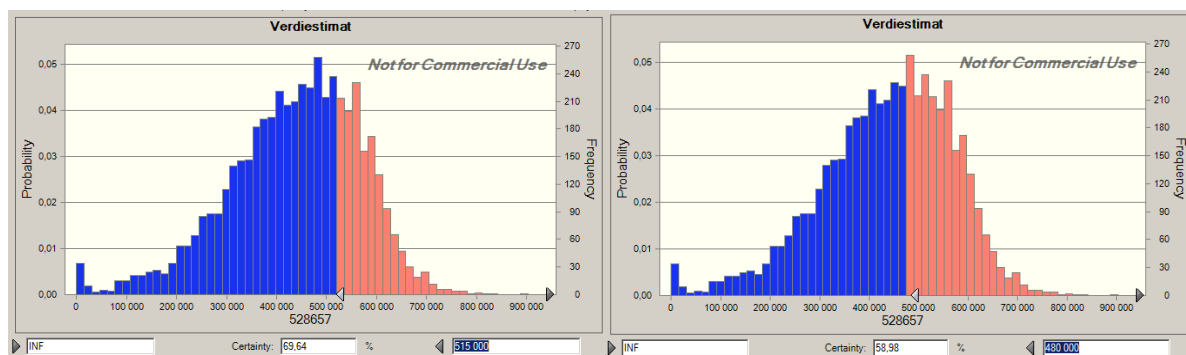


Figur 11-3 Oppside-potensiale i fordelingen

Sannsynligheten for at verdien av egenkapital er større enn 575 000 000 kroner, er ifølge figuren over på 14,03 %. Sannsynligheten for at den er over 600 000 000 kroner, er 8,46 %. Det er altså et visst oppside-potensiale i aksjen.

Nedside-risiko

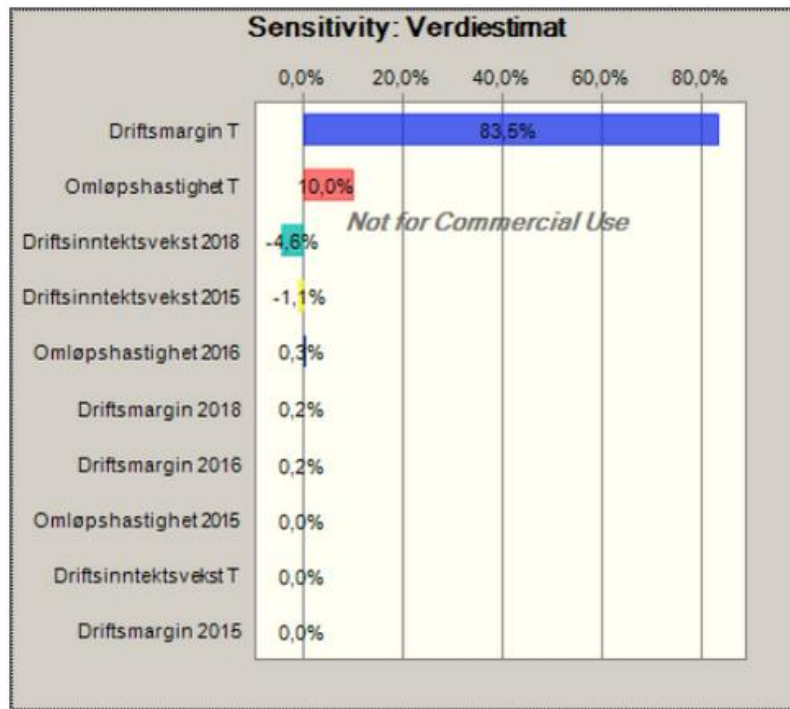
Sannsynligheten for at verdien av egenkapitalen ligger under en bestemt verdi, synliggjøres ved nedside-risikoen. Vi har undersøkt hvor stor sannsynlighet det er for at verdien av egenkapitalen ligger under 515 000 000 kroner og under 480 000 000 kroner, altså 223 og 208 kroner per aksje.



Figur 11-4 Nedside-risiko i fordelingen

Som figurene over viser, er sannsynligheten for at verdien av egenkapitalen er mindre enn 515 000 000 kroner hele 69,64 %, og sannsynligheten for at den er under 480 000 000 kroner på 58,98 %. Nedsiderisikoen i aksjen er altså ganske betydelig.

Sensitivitet i simuleringen



Figur 11-5 Sensitivitet i fordelingen

Følgende figur illustrerer hvilken stokastisk variabel verdiestimatet er mest sensitivt overfor. Vi ser tydelig at det er endringer i driftsmarginen på lang sikt som har mest å si for verdiestimatet. Omløpshastigheten på lang sikt, samt driftsinntektsveksten i midtpunktet 2018, påvirker også verdiestimatet i noen grad.

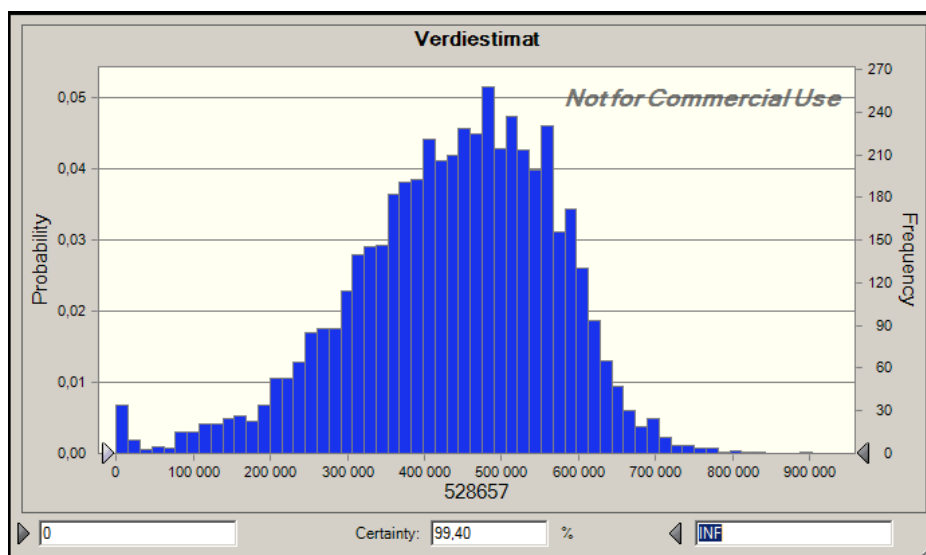
11.5.3 Konkursrisiko

Det er to måter å behandle konkurs på i forbindelse med verdsettelse. Enten kan man bygge inn en eventuell konkurs i budsjettet, eller så kan fremtidsbudsjettet settes opp under forutsetningen om fortsatt drift for deretter behandle konkursscenarioet for seg selv. Her er sistnevnte metode brukt.

Ved konkurs vil verdien av egenkapitalen være lik:

$$VEK = (1 - p) * FVEK + p * LVEK,$$

der p er sannsynligheten for konkurs, FVEK er fundamentalverdien av EK ved fortsatt drift, og LVEK er likvidasjonsverdien av egenkapitalen. Verdien av egenkapitalen er avhengig av likvidasjonsverdien ved en eventuell konkurs. Likviditetsverdien er verdien når realisering av verdien skjer raskt. Ved en rask realisasjon vil ofte verdien være lavere enn ved en styrt avvikling. Likvidasjonsverdien er vanligvis omtrent null. Kreditorer får ofte ikke full dekning for sine krav ved konkurs. Da er det heller ikke noe igjen til eierne.



Figur 11-6 Konkursrisiko

Som vi ser av figuren over er konkursrisikoen i Gyldendal på 0,6 %.

En undersøkelse gjort av kredittvurderingsselskapet Standard & Poor's (Knivsflå, 2015h) viser følgende sammenheng mellom rating og sannsynligheten for konkurs ett år frem i tid:

Rating	Konkurssannsynlighet
AAA	0,0000
AA	0,0002
A	0,0008
BBB	0,0026
BB	0,0097
B	0,0493
CCC	0,1261
CC	0,2796
C	0,5099
D	0,8554

Figur 11-7 Konkurssannsynlighet

Gyldendal har som vi så i kapittel 10.3.2 en rating fremover i tid på BB til BBB. Det innebærer en konkurssannsynlighet mellom 0,26 % og 0,97 %. En konkurssannsynlighet på 0,6 % virker

dermed ikke usannsynlig. Det virker som om konkursscenarioet er tilstrekkelig bygd inn i fremtidsbudsjettet.

11.6 Oppsummering – verdiestimat og uvisshet

I dette kapitlet har vi vært gjennom prosessen med å finne et verdiestimat for egenkapitalen og verdi per aksje i Gyldendal. Dette har vi gjort på bakgrunn av fremtidsbudsjettet fra kapittel 9 og fremtidskravene i kapittel 10. I vårt tilfelle er ikke forskjellen mellom egenkapital-metoden og selskapskapital-metoden så stor i begynnelsen, og konvergeringsprosessen gav oss raskt ett og samme verdiestimat. Som vi så videre i kapitlet, ved hjelp av sensitivitetsanalyse og simulering i Crystal Ball, er verdiestimatet vårt usikkert og svært avhengig av de budsjettdriverne som vi forutsatte i kapittel 9. Vi har blant annet sett at endringer i omløpshastigheten og driftsmarginen på horisonten kan gjøre at verdien svinger med 160 kroner fra laveste til høyeste verdi. Dette viser tydelig at man skal bruke slike verdiestimat med forsiktighet. Det samme viser det prosentvise standardavviket fra simuleringen på 40 %. For å rimelighetsvurdere verdiestimatet vi har kommet frem til i dette kapitlet, vil vi i det følgende gjennomføre en supplerende verdivurdering ved hjelp av komparativ verdivurdering og multiplikatormodeller.

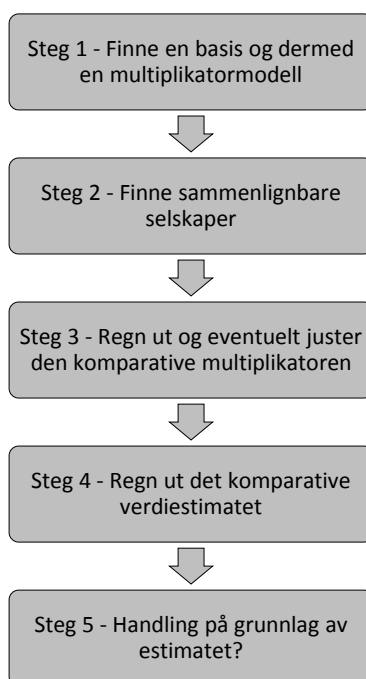
12 Supplerende verdivurdering

12.1 Teori rundt komparativ verdivurdering

Komparativ verdivurdering er som nevnt i kapittel 3 et supplement til fundamental verdivurdering og baserer seg på å sammenligne prising med tilsvarende selskap eller eiendeler. Tradisjonelt har det vært stort fokus på denne modellen da den er enklere og mindre kostbar å gjennomføre enn fundamental verdivurdering. At den er enkel, kan i mange tilfeller også gjøre den mindre presis. Presisjonsnivået på verdsettelsen avhenger av hvor mye arbeid man legger ned for å gjøre prising og multiplikatorer komparative. Ulemper ved en komparativ verdivurderingsteknikk er at den som gjennomfører verdsettelsen kan påvirke verdiestimatet ved å fokusere på salgsverdier eller multiplikatorer som gir ønsket verdi. Er markedet optimistisk, vil komparativ verdivurdering gi høyere verdi enn fundamental verdsettelse. Dersom markedet er pessimistisk, vil den gi et for lavt verdiestimat.

Av de to metodene innenfor komparativ verdivurdering har vi valgt å benytte multiplikatormodellen. Det er vanskelig å finne markedsverdi på komparative eiendeler slik det kreves for å kunne benytte substansverdimodellen. I tillegg er konkursrisikoen til Gyldendal svært lav. Dette taler også for å benytte seg av en multiplikatormodell. Da trenger vi ikke å ta hensyn til virkelig verdi på eiendelene ved en eventuell avvikling. Multiplikatormodellen kjennetegnes ved at den benytter markedsverdien til andre, sammenlignbare selskap som grunnlag for verdsettelsen.

Proessen med å gjennomføre verdivurdering ved hjelp av multiplikatormodellen gjøres i følgende steg:



Figur 12-1 Komparativ verdsettelse

(Knivsflå, 2015g)

Innenfor multiplikatormodellene er det to metoder; egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Egenkapitalmetoden gir en direkte verdsettelse av egenkapitalen. Selskapsmetoden verdsetter egenkapitalen indirekte gjennom å beregne en verdi på selskapskapitalen og trekke fra netto finansiell gjeld. Fordi vi ikke har omgruppert regnskapene til de børsnoterte, komparative selskapene, velger vi å anvende egenkapitalmetoden.

$$VEK = m_k * B$$

der m_k er en komparativ verdimultiplikator og basis er for eksempel bok, fortjeneste eller lignende.

Den komparative verdimultiplikatoren finnes ved følgende formel

$$m_k = \frac{P_k}{B_k}$$

Den komparative multiplikatoren er medianen eller gjennomsnittet av komparative selskap.

Ved valg av basis må man hensynta at basis må være positiv og konsistent med telleren i brøken over. Når P er aksjekurs, må B være basis per aksje. Dersom basis er resultat per aksje, bør resultatet normaliseres for å sikre at unormale forhold ikke påvirker verdsettelsen. Hvor egnet den valgte basis er kommer an på hvor sterk sammenhengen mellom basis og verdi er i de komparative selskapene, eller hvor mye av verdiforskjellene som kan forklares av den valgte basisen. Dersom man benytter en basis i resultatregnskapet, bør man vurdere hvor langt ned i resultatet den er hentet, og i hvor stor grad basisverdien er påvirket av forskjeller i bruk av regnskapsprinsipper og estimer. Dette er forhold som ikke trenger å ha innvirkning på verdien. Enten må man eliminere disse forskjellene, eller så må man benytte en basis lenger opp i resultatregnskapet som ikke er like påvirket av slike forskjeller (Dyrnes, 2004).

De mest vanlige multiplikatorer er P/B og P/E, der P/B er balanseorientert og sier noe om forholdet mellom børskurs per aksje og bokført verdi per aksje. P/E er resultatorientert og sier noe om forholdet mellom børskurs per aksje og bokført fortjeneste per aksje.

Multiplikatorer bør justeres for forskjeller i finansieringsstruktur. Et selskap med høy egenkapitalandel bør ha en høyere multiplikator enn et selskap med lav egenkapitalandel da den finansielle risikoen er lavere. En slik justering er ikke foretatt i den komparative verdsettelsen under.

Dersom verdiestimatet man kommer frem til etter å ha gjennomført steg fire overstiger børskursen, bør man handle aksjer. Siden verdiestimatet man kommer fremt til er svært usikkert, bør forskjellen mellom børskurs og vårt verdiestimat være ganske stor før man handler.

I det følgende har vi gjennomført en komparativ verdivurdering av Gyldendal.

12.2 Komparativ verdivurdering

Vi benytter komparativ verdivurdering som sammenligningsgrunnlag for å vurdere om den verdien vi har kommet frem til i den fundamentale verdivurderingen er realistisk.

I mangel av sammenlignbare børsnoterte selskap i Norge velger vi blant de selskapene vi har benyttet oss av tidligere. Vi anvender Gyldendal A/S i Danmark og Orell Füssli Holding AS som sammenligningsgrunnlag. Bloomsbury Publishing inkluderes ikke i beregningen på grunn av ekstreme verdier.

Om de utenlandske selskapene er direkte sammenlignbare, er noe usikkert, men det er det nærmeste vi kommer. Vi forutsetter videre at nevnte selskap er korrekt priset på de respektive børsene de er notert på. Det samme kan ikke sies om Gyldendal hvor det er svært lite likviditet i aksjen. I tillegg sammenligner vi med Damodarans tall for sektoren «Publishing & Newspaper».

Multiplikatorer vi anvender, baserer seg på kursverdien (pris). Etter å ha beregnet multiplikatorene P/B og P/E, ser vi at P/E ikke bare varierer mye mellom de to selskapene, men også år for år. P/E gir da et dårlig grunnlag for sammenligning, og vi velger å fokusere på den første multiplikatoren.

Selskap	Dato	Antall aksjer	Pris	Bok	Fortjeneste	P/B	P/E
Gyldendal Danmark A/S	31.12.2014	1 120 000	701	399	64	1,76	10,97
Orell Füssli Holding AS	31.12.2014	1 960 000	704	559	6	1,26	110,89
Damodaran - Publishing & Newspapers	05.01.2015					3,00	30,24

Tabell 12-1 Multiplikatorer

Egenkapitalverdi pr aksje i Gyldendal var kr 257 pr 31.12.14. Børskursen var på samme tid kr 205, mens vår fundamentale verdivurdering har gitt et verdiestimat på kr 229. Med utgangspunkt i gjennomsnittlig P/B for Gyldendal A/S i Danmark og Orell Füssli Holding AS får vi en egenkapitalverdi for Gyldendal på kr 388 pr 31.12.14. Multiplikatoren vi benytter er basert på få sammenlignbare selskap og gir en aksjeverdi som ligger hele 69 % over vårt verdiestimat. Det viser at de selskapene vi sammenligner med, ikke nødvendigvis er komparative og at det skulle vært gjort flere justeringer for å få et bedre verdiestimat. Komparativ verdivurdering er trolig lite egnet for å verdsette Gyldendal, da det er vanskelig å finne direkte sammenlignbare selskap. Metoden er i utgangspunktet mer usikker enn fundamental verdivurdering. Vi legger av den grunn ikke ytterligere arbeid i å gjøre den mer

presis. Vår vurdering er at egenkapitalverdien estimert på bakgrunn av den fundamentale verdivurderingen, gir et bedre bilde på faktisk verdi enn det den komparative verdivurderingen gjør.

13 Konklusjon

Målet med oppgaven var å finne ut hva den underliggende verdien av egenkapitalen til Gyldendal var per 31.12.14, og deretter sammenligne den med børskursen på det tidspunktet. Nedenfor vil vi presentere de viktigste resultatene fra analysen som er gjennomført og avslutningsvis konkludere med en anbefalt handelsstrategi. Gjennom arbeidet med oppgaven har vi sett at det er stor forskjell på lønnsomheten til de store forlagene sammenlignet med de mindre. Det kunne vært interessant å finne ut mer om hva dette skyldes, men siden dette ikke er en del av problemstillingen i oppgaven, har vi ikke kunnet fordype oss mer i dette spørsmålet enn det vi har gjort.

13.1 Oppsummering

Den strategiske analysen vi gjennomførte innledningsvis i oppgaven, viste at forlagsbransjen ikke har noen ressurser som gir dem en bransjefordel over analyseperioden, snarere tvert imot. De samme forventningene ligger til grunn i fremtidsbudsjettet som er utarbeidet. Ordningen som bransjen har med 0-sats for merverdiavgift, bransjeavtale med unntak fra konkurranseloven og innkjøpsavtale virker å være mer en kompensasjon for en ulempe og et politisk virkemiddel, enn en subsidie som leder til en bransjefordel. Resultater fra den interne ressursbaserte analysen viser at Gyldendal ikke har så mange ressurser som konkurrentene ikke har. Vi er usikre på hvor stor fordel et sterkt merkenavn, god lokasjon og portefølje av tidligere utgivelse gir selskapet. Historisk snitt viser en ressursulempa som i hovedsak skyldes en driftsmargin som er lavere enn den vi ser i bransjen. Fremover forventer vi at selskapet fokuserer på kostnadskutt ved at de utnytter fordelene sine bedre. På bakgrunn av dette forventes det på lang sikt at selskapet vil oppnå en ørliten strategisk fordel på omkring 0,36 %.

Med disse forventningene utarbeides et fremtidsbudsjett som danner grunnlaget for en verdsettelse ved hjelp av egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. I første steg av verdsettelsen gir de to modellene et verdiestimat på 242,5 kroner og 243,2 kroner per aksje. Avviket er på 0,27 %. Når vektene som benyttes for å beregne kapitalkravene oppdateres,

konvergerer estimatene mot hverandre. Etter ni oppdateringer gir begge modellene et estimat på 229 kroner per aksje. Estimatet er lavere enn bokført egenkapital per aksje. Dette skyldes at selskapet i årene frem til horisonten har en negativ nåverdi av superprofitt som overstiger nåverdien av den positive superprofitten på horisonten. Små justeringer i forutsetningene som er lagt inn fremtidsbudsjettet fører til at verdiestimatet endrer seg relativt mye. Spesielt estimatet på verdidrivere som omløp og driftsmargin, er avgjørende, jfr. kapittel 11. Verdiestimatet er på ingen måte absolutt.

13.2 Handelsstrategi

Vårt verdiestimat er 229 kroner per aksje per 31.12.14. Kursen på Oslo Børs var 205 kroner per aksje på samme tidspunkt. Markedet mener med andre ord at aksjen er verdt 12 % mindre enn vårt estimat. Vi mener at det ligger merverdier i selskapet som markedet ikke hensyntar. Når verdiestimatet overstiger børskursen bør handelsstrategien være å kjøpe. Samtidig vet vi fra sensitivitetsanalysen og simuleringene som vi gjennomførte i Crystal Ball at verdiestimatet vårt er forbundet med en ganske stor usikkerhet. Det prosentvise standardavviket fra simuleringen var på nesten 40 %. Vi forutsetter et handlingsrom på ± 15 %, noe som ikke er helt urimelig når man hensyntar usikkerheten i estimatet. Da bør aksjen holdes om børskursen er mellom 194 kroner og 263 kroner. Ettersom kursen per 31.12.14 var 205, gis det en hold-anbefaling for Gyldendal.

Referanser

- Bestselgerforlaget AS. (2015). OSLO - Se Regnskap, Roller og mer Lastet, 07.03.15, fra <http://www.proff.no/selskap/bestselgerforlaget-as/oslo/forlag/Z0I3KVPM/>
- Bloomsbury Publishing PLC. (2014). Annual report 2013 Lastet ned 12.04.15, fra http://www.bloomsbury-ir.co.uk/annual_reports/2013/pdf/2013ar.pdf
- Bokhandlerforeningen. (2009). Bokavtalen Lastet ned 16.01.2015, fra <http://www.bokhandlerforeningen.no/Bransjeavtalen/Bokavtalen>
- Bokhandlerforeningen. (2015a) Lastet ned 16.01.2015, fra http://www.bokhandlerforeningen.no/Om_DNB/158
- Bokhandlerforeningen. (2015b). Bransjestatistikk 2013 Lastet ned 16.01.15, fra http://www.forleggerforeningen.no/filemanager/download_file/file/719606.pdf/Bransjestatistikk%202013.pdf
- Boye, K. (1998). *Verdsettelse*. Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Cappelen Damm Forlag. (2015). Om forlaget Lastet ned 03.02.15, fra <https://www.cappelendamm.no/cappelendamm/om-forlaget/index.action>
- Cappelen Damm Holding AS. (2015a). Online Kreditt- og Markedsverktøy|Proff Forvalt Lastet ned 26.02.15, fra <https://www.forvalt.no/Default.aspx?ReturnUrl=%2fforetaksindex2%2ffirma%2fFirmaSide.aspx%3forgrnr%3d991172041&orgnr=991172041>
- Cappelen Damm Holding AS. (2015b). Oslo - Se Regnskap, Roller og mer Lastet ned 26.01.15, fra <http://www.proff.no/selskap/cappelen-damm-holding-as/oslo/forlag/Z0IC2TSW/>
- Dahl, G. A. & Boye, K. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis* ([Ny utg.]. utg.). Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Damodaran, A. (2015). Damodaran Online: Home Page for Aswath Damodaran Lastet ned 25.04.15, fra <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>
- Dyrnes, S. (2004). Verdsettelse med bruk av multiplikatorer Lastet ned 23.04.15, fra http://www.idunn.no/pof/2004/01/verdsettelse_med_bruk_av_multiplikatorer
- Egeland, T. (2014, 20.02.14). Når forfattere forlater sitt forlag (II): Jørgen Jæger Lastet ned 07.03.15, fra <http://www.forfatterforeningen.no/artikkel/nar-forfattere-forlater-sitt-forlag-ii-jorgen-jaeger#.VPsgrTd0yP8>
- Erik Must AS. (2015). Se Regnskap, Roller og mer Lastet ned 16.01.15, fra <http://www.proff.no/selskap/erik-must-as/oslo/kontor-og-teletjenester/Z0IAVT0J/>
- Fernández, P. (2004). Market Risk Premium: Required, historical and expected Lastet ned 29.04.15, fra <http://core.ac.uk/download/pdf/6536299.pdf>
- Forfatteren 0105. (2015) Lastet ned 07.03.15, fra http://skrift.no/forfatteren/0501_Hele_nummeret.pdf
- Framstad, A. P. & Aarø, J. T. (2015). All time high på Oslo Børs: – Ikke euforisk stemning Lastet ned 23.05.15, fra <http://e24.no/boers-og-finans/all-time-high-paa-oslo-boers-ikke-euforisk-stemning/23429802>
- Fri Bokhandel SA. (2015). Om oss Lastet ned 07.03.15, fra http://www.fribokhandel.no/om_oss
- Gjems-Onstad, O. (2015). Store norske leksikon Lastet ned 16.01.15, fra <https://snl.no/bokhandel>
- Gyldendal A/S. (2015). 2014 Årsrapport Lastet ned 19.03.15, fra http://files.shareholder.com/downloads/ABEA-5B7SC6/3842433228x0x812514/4BBB75C7-36FB-4F2A-83B6-71C1CBD3519A/AArsrapport_2014.pdf
- Gyldendal ASA. (2013). Årsrapport 2012 Lastet ned 16.01.15, fra http://www.gyldendalasa.no/filarkiv/pdf/arsrapporter/arsrapport_2012_gyldendal_asa.pdf
- Gyldendal ASA. (2014). Årsrapport 2013 Lastet ned 16.01.15, fra http://www.gyldendalasa.no/filarkiv/pdf/arsrapporter/arsrapport_gyldendal_asa_2013.pdf
- Gyldendal ASA. (2015a). Aksjonærliste Lastet ned 16.01.15, fra http://www.gyldendalasa.no/filarkiv/pdf/aksjonarlister/aksjonarer_2014_per_31.12.14.pdf

Gyldendal ASA. (2015b). Børs og katedral Lastet ned 16.01.15, fra http://www.gyldendalasa.no/om_gyldendal/verdidokument/

Gyldendal ASA. (2015c). Forlagssentralen Lastet ned 16.01.15, fra <http://www.gyldendalasa.no/hovedomrader/forlagssentralen/>

Gyldendal ASA. (2015d). Gyldendals Historie Lastet ned 16.01.15, fra http://www.gyldendalasa.no/om_gyldendal/historie/

Gyldendal ASA. (2015e). Selskapsstruktur Lastet ned 16.01.15, fra http://www.gyldendalasa.no/om_gyldendal/selskapsstruktur/

Gyldendal ASA. (2015f). Årsrapport 2014 Lastet ned 29.04.15, fra http://www.gyldendalasa.no/filarkiv/pdf/arsrapporter/arsrapport_2014_gyldendal_asa.pdf

Gyldendal ASA. (2015g). Årsrapporter Lastet ned 26.02.15, fra <http://www.gyldendalasa.no/investorinformasjon/arsrapporter/>

Gyldendal Norsk Forlag. (2015). Gyldendal tenker miljø Lastet ned 03.02.15, fra <http://www.gyldendal.no/Om-Gyldendal/Miljoe>

H. Aschehoug & Co W. Nygaard AS. (2015). Oslo - Se Regnskap, Roller og mer Lastet ned 16.01.15, fra <http://www.proff.no/selskap/h.-aschehoug-co-w.-nygaard-as/oslo/forlag/Z0I3KLS1/>

H. Aschehoug & Co W.Nygaard. (2015a). Aschehougs historie Lastet ned 16.01.15, fra <http://www.aschehoug.no/Om-Aschehoug/Aschehougs-historie/Aschehougs-historie>

H. Aschehoug & Co W.Nygaard. (2015b). Vi kan det vi driver med. Vi har bøker i blodet. Lastet ned 03.02.15, fra <http://www.aschehoug.no/Om-Aschehoug/Hvem-er-vi/Om-Aschehoug>

Hem, M. (2015). Sidrumpet bokbransje. (19.05.15).

Holmboe, L. E. (2012). *En studie av nyetableringer i forlagsbransjen*. Lastet ned fra https://teora.hit.no/bitstream/handle/2282/1265/Holmboe_2.pdf?sequence=1

Jakobsen, E. W. & Lien, L. (2001). *Ekspansjon: strategi for forretningsutvikling*. Oslo: Gyldendal fakta.

Kagge Forlag AS. (2015). Oslo - Se Regnskap, Roller og mer Lastet ned 07.03.15, fra <http://www.proff.no/selskap/kagge-forlag-as/oslo/forlag/Z0I3KD42/>

Kaldestad, Y. & Møller, B. (2011). *Verdivurdering: teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Oslo: Revisorforeningen.no.

Karlsen, A. (2011, 27.01.15). Bøker: 7 minutter PC: 71 minutter. lastet ned fra <http://www.aftenposten.no/nyheter/iriks/Boker-7-minutter-PC-71-minutter-5355167.html>

Kinserdal, A. (2005). *Finansiell rapportering og analyse: Financial reporting and analysis* (13. utg. utg.). Oslo: Cappelen akademisk forl.

Knivsflå, K. H. (2015a). Avkastningskrav, målestokk for rentabilitet Lastet ned 24.05.15, fra <http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2015/BUS440%20-%2009.pdf>

Knivsflå, K. H. (2015b). Forelesningsnotat i BUS440, regnskapsanalyse og verdivurdering Lastet ned våren 2015, fra <http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>

Knivsflå, K. H. (2015c). Framtidskrav og strategisk rentabilitetsanalyse Lastet ned 24.05.15, fra <http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2015/BUS440%20-%2015.pdf>

Knivsflå, K. H. (2015d). Framtidsrekneskap Lastet ned 24.05.15, fra <http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2015/BUS440%20-%2013.pdf>

Knivsflå, K. H. (2015e). Fundamental verdivurdering Lastet ned 25.05.15, fra <http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2015/BUS440%20-%2016.pdf>

Knivsflå, K. H. (2015f). Justering av målefeil Lastet ned 24.05.15, fra <http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2015/BUS440%20-%2007.pdf>

Knivsflå, K. H. (2015g). Komparativ verdivurdering Lastet ned 24.05.15, fra <http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2015/BUS440%20-%2021.pdf>

Knivsflå, K. H. (2015h). Kredittvurdering, syntetisk rating Lastet ned 19.01.15, fra <http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2015/BUS440%20-%2008.pdf>

Knivsflå, K. H. (2015i). Omgruppering av balanse og kontantstraum Lastet ned 24.05.15, fra <http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2015/BUS440%20-%2004.pdf>

Knivsflå, K. H. (2015j). Omgruppering for analyse Lastet ned 15.02.15, fra <http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2015/BUS440%20-%2004.pdf>

- Knivsflå, K. H. (2015k). Regnskapsbasert måling og målefeil Lastet ned 24.05.15, fra <http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2015/BUS440%20-%2006.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2015l). Rekneskap og verdi Lastet ned 19.01.15, fra <http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2015/BUS440%20-%2002.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2015m). Rekneskapsanalyse, ramme og "trailing" Lastet ned 28.01.15, fra <http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2015/BUS440%20-%2003.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2015n). SK-metoden og verdikonvergens Lastet ned 25.05.15, fra <http://euribor.rente.nhh.no/master/bus440/plansjar/2015/BUS440%20-%2017.pdf>
- Kulturdepartementet. (1995a, 1995-02-11). Mangfold i media. *Stimuleringstiltak bokbransjen* Lastet ned 16.01.15, fra <http://omega.regjeringen.no/nb/dep/kud/dok/nouer/1995/nou-1995-3/10/7.html?id=335408>
- Kulturdepartementet. (1995b, 1995-02-11). Mangfold i media. *Områder uten eierbegrensninger* Lastet ned 16.01.15, fra <http://omega.regjeringen.no/nb/dep/kud/dok/nouer/1995/nou-1995-3/10/16.html?id=335427>
- Kulturdepartementet. (2013). Prop. 144 L (2012–2013) Lastet ned 21.01.2015, fra <https://www.regjeringen.no/nb/dokumenter/prop-144-l-20122013/id725129/?docId=PRP201220130144000DDDEPIS&q=&navchap=1&ch=15>
- Kulturrådet. (2014). Innkjøpsordningene for litteratur Lastet ned 21.01.2015, fra <http://www.kulturradet.no/innkjopsordningene>
- Langberg, Ø. K. (2015). Rentene i Norge er de laveste på 200 år.
- Libris. (2015). Om Libris Lastet ned 23.01.15, fra <http://www.libris.no/Om-Libris>
- Lomeland, R. R. (2015). Dette er Miljøfyrtårn Lastet ned 03.02.15, fra <http://www.miljofyrtarn.no/detteer>
- Lundjan, A. C. (2011). Norske bøker trykkes ute. lastet ned fra <http://www.aftenposten.no/kultur/litteratur/Norske-boker-trykkes-ute-5569163.html>
- Medienorge & Den norske Forleggerforeningen. (2015). Medienorge Lastet ned 27.05.15, fra <http://medienorge.uib.no?cat=statistikk&medium=boker,oppdatering&queryID=141>
- MMI, I. (2014). Leserundersøkelsen 2014 Lastet ned 27.01.15, fra http://www.forleggerforeningen.no/filemanager/download_file/file/719890.pdf/Leserundersøkelsen%202014.pdf
- Møller, B. (1989). *Bedriftsverdsettelse*. Oslo: Ad Notam.
- NFF. (2015). Eksplosjon av småforlag i Norge - Norsk faglitterær forfatter-og oversetterforening Lastet ned 27.01.15, fra <http://www.nffo.no/nyheter/eksplosjon-av-smforlag-i-norge.aspx>
- Nissen-Meyer, J., Aakvik, J. A. & Sørheim, T. I. (2015, 20.03.15). Her er aksjene nesten ingen handler i Lastet ned 20.03.15, fra <http://e24.no/boers-og-finans/wilson/her-er-aksjene-nesten-ingen-handler-i/23227796>
- Norges Bank. (2015). Nibor-rente Lastet ned 29.03.15, fra <http://www.norges-bank.no/en/Statistics/Historical-monetary-statistics/Short-term-interest-rates/>
- Norli. (2015). Om Norli Lastet ned 23.01.15, fra <http://www.norli.no/webapp/wcs/stores/servlet/StaticContent?storeId=10651&errorViewName=AjaxOrderItemDisplayView&url=OmNorliLibris.html&evtype=CpgnClick&langId=-101&catalogId=10051&ddkey=http:ClickInfo>
- Nygårdshaug, G. (2015, 13.03.14). Forfatternes digitale framtid Lastet ned 08.03.15, fra <http://www.dagbladet.no/2014/03/13/kultur/meninger/hovedkronikk/kronikk/eboker/32283103/>
- Opsahl, P. C. (2015). Aschehoug forlag – Store norske leksikon Lastet ned 03.02.15, fra https://snl.no/Aschehoug_forlag
- Opsahl, P. C. & Johannessen, L. B. (2012). Store norske leksikon Lastet ned 16.01.15, fra <https://snl.no/forlag>
- Orell Füssli Holding AG. (2015a). Financial Report 2013 Lastet ned 12.04.15, fra http://www.orellfuessli.com/reports/2013/annual/download/OF_Financial_Report.pdf

- Orell Füssli Holding AG. (2015b). History Lastet ned 20.03.15, fra <http://www.orellfuessli.com/en/group/history/>
- Orkla. (2015) Lastet ned 25.04.15, fra <http://www.orkla.no/>
- Oslo Børs. (2015). Nibor-rente Lastet ned 29.03.15, fra <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk/Nibor>
- Porter, M. E. (1980). *Competitive strategy: techniques for analyzing industries and competitors*. New York: Free Press.
- PWC & Norske Finansanalytikeres Forening. (2014). Risikopremien i det norske markedet Lastet ned 29.04.15, fra http://www.pwc.no/no_NO/no/publikasjoner/deals/rWoSkopremieundersokelse2014.pdf
- Rannem, Ø. (2012). Digitalt trykk Lastet ned 03.02.15, fra https://snl.no/digitalt_trykk
- Roos, G., Krogh, G. v. & Roos, J. (2010). *Strategi: en innføring* (5. utg. med Lisa Boldt-Christmas. utg.). Bergen: Fagbokforl.
- Røhne, B. (2015). Lesebrett Lastet ned 03.02.15, fra <https://snl.no/lesebrett>
- Røhne, B. & Storsveen, O. A. (2014). Store norske leksikon Lastet ned 16.01.2015, fra <https://snl.no/Bokavtalen>
- Schibsted Forlag AS. (2015). Oslo - Se Regnskap, Roller og mer Lastet ned 07.03.15, fra <http://www.proff.no/selskap/schibsted-forlag-as/oslo/forlag/Z0IJPZXW/>
- Schibsted Norge. (2015). Schibsted Lastet ned 30.04.15, fra <http://www.schibsted.com/no/Om-Schibsted/Schibsted-Norge/>
- Schiøtz, A. (2014). *Ja takk, begge deler?* Lastet ned fra http://www.bokhandlerforeningen.no/Digitalisering/8949/Masteroppgave_2014._Ja_takk_begge_deler..pdf
- Slaatta, T. & Rønning, H. (2012). Rapport om småforlag Lastet ned 27.01.15, fra <http://www.nffo.no/viewfile.aspx?id=1021>
- SSB. (2012). Tidsbruksundersøkelsen 2010 Lastet ned 03.02.15, fra <http://www.ssb.no/tidsbruk/>
- SSB. (2014). Nøkkeltall for børsnoterte selskaper Lastet ned 18.02.15, fra <http://www.ssb.no/virksomheter-foretak-og-regnskap/statistikker/regnbors/kvartal/2014-12-08#content>
- SSB. (2015). Statistisk årbok 2013, Tabell 454 Lastet ned 21.05.15, fra <http://www.ssb.no/a/aarbok/tab/tab-454.html>
- Store norske leksikon. (2015). Cappelen Damm AS Lastet ned 03.02.15, fra https://snl.no/Cappelen_Damm_AS
- Tanum AS. (2015). Om Tanum Lastet ned 23.01.15, fra <http://www.tanumbokhandel.no/om-tanum.106857.no.html>
- Universitetsforlaget. (2015). Oslo - Se Regnskap, Roller og mer Lastet ned 07.03.15, fra <http://www.proff.no/selskap/universitetsforlaget/oslo/forlag/Z0IGA3UY/>
- Wikipedia. (2015a). Bloomsbury Publishing Lastet ned 20.03.15, fra http://en.wikipedia.org/wiki/Bloomsbury_Publishing
- Wikipedia. (2015b). Gyldendal Danmark Lastet ned 20.03.15, fra <http://en.wikipedia.org/wiki/Gyldendal>