



Fundamental verdsettelse av Netflix, Inc.

Ida Hetland & Naomi Larsen Hesbråten

Veileder: Øystein Gjerde

Selvstendig arbeid innen masterstudiet i økonomi og administrasjon

Hovedprofil i økonomisk styring

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Sammendrag

I denne masterutredningen er formålet å verdsette egenkapitalverdien til Netflix, Inc. Vi benytter fundamental verdsettelse som verdsettelsesteknikk, og det blir dermed tatt utgangspunkt i underliggende økonomiske forhold for å estimere fremtidige kontantstrømmer. Disse diskonteres så med utledede avkastningskrav for å komme frem til et verdiestimat per aksje.

For å analysere de underliggende økonomiske forholdene er det gjennomført en kvalitativ analyse basert på bransje- og selskappsspesifikke forhold. Hovedfunnene fra analysen er at videounderholdningsbransjen har opplevd høy vekst i senere år og konkurranseintensiteten klassifiseres som moderat. Herunder utgjør høye inngangsbarrierer en viktig faktor for å holde konkurransen på dette nivået, og for at dette skal vedvare er bransjen avhengig av å etterfølge den teknologiske utviklingen. Trusselen fra substitutter må også overkommes, og da særlig piratkopiering, ved å blant annet tilby et bedre kost/nytte-forhold. Vi argumenterer videre for at Netflix sitt mangfoldige innholdsbibliotek og unike innovasjonskultur kan gi opphav til varige, beholdte konkurransefortrinn og dermed danne en strategisk fordel på lang sikt.

Den strategiske analysen er videre kombinert med en kvantitativ analyse som tar utgangspunkt i offentliggjorte regnskapstall. I regnskapsanalysen omgrupperes Netflix sitt regnskap. Dette settes så opp mot videounderholdningsbransjens regnskap, gjennom en risiko- og lønnsomhetsanalyse. Vi finner at Netflix har god likviditet, men at soliditeten er noe presset sett i forhold til bransjen. Videre finner vi at Netflix har en driftsfordel på 2,5% basert på et tidsvektet gjennomsnitt, men grunnet en negativ finansieringsfordel har imidlertid selskapet en svak strategisk ulempe på 1,4%.

Med utgangspunkt i den strategiske analysen og regnskapsanalysen utarbeides et fremtidsregnskap. Basert på dette estimeres Netflix sin egenkapitalverdi ved å diskontere kontantstrømmene med avkastningskravet. Ved å deretter gjennomføre en simulerings- og sensitivitetsanalyse reflekteres usikkerheten i verdiestimatet. For å foreta en rimelighetsvurdering av verdiestimatet gjennomfører vi avslutningsvis en komparativ verdsettelse som baserer seg på sammenlignbare selskaper.

Det endelige verdiestimatet til Netflix estimeres til 134,9 USD per aksje per 24.04.17, mens aksjekursen er på 143,8 USD. Handelsstrategien vår tilsier således en holdanbefaling.

Forord

Denne masterutredningen er skrevet som en avsluttende del av masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole, våren 2017.

Arbeidet med utredningen har vært spennende og lærerikt, men også utfordrende. Vi ønsket å fordype oss i et tema hvor vi på en god måte fikk mulighet til å anvende den teoretiske kunnskapen vi har opparbeidet oss i løpet av våre fem år som økonomistudenter. Valg av tema falt derfor på strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av det amerikanske selskapet Netflix, Inc. På den måten fikk vi anledning til å kombinere kunnskap og teori fra flere ulike fagfelt. Samtidig fikk vi mulighet til å tilegne oss nyttig kunnskap om verdsettelse i praksis, samt inngående kunnskap om både Netflix og videounderholdningsbransjen. Dette er kunnskap vi vil ta med oss videre når vi etter sommeren tar steget ut i arbeidslivet, hvilket også var et viktig valgkriterium for oss da vi skulle velge tema for utredningen.

Vi ønsker avslutningsvis å rette en stor takk til vår veileder, Professor Øystein Gjerde, for grundig og god veiledning gjennom utarbeidelsen av vår masterutredning.

Bergen, juni 2017

Ida Hetland

Naomi Larsen Hesbråten

Innholdsfortegnelse

1 INNLEDNING	7
1.1 MOTIVASJON	7
1.2 FORMÅL OG PROBLEMSTILLING	7
1.3 AVGRENSNINGER	8
1.4 STRUKTUR	9
2 PRESENTASJON AV BRANSJEN OG NETFLIX	10
2.1 PRESENTASJON AV BRANSJEN	10
2.1.1 Historisk utvikling	11
2.1.2 Rettigheter for strømming og DVD-utleie	12
2.1.3 Tilbydere av internettbaserte TV-nettverk.....	14
2.2 PRESENTASJON AV NETFLIX	16
2.2.1 Forretningsområder og markedssegmenter	16
2.2.2 Historisk utvikling - Netflix gjennom 20 år	18
2.2.3 Utvikling i kundemasse og finansiell utvikling.....	22
3 VERDSETTELSESTEKNIKKER	25
3.1 OVERSIKT OVER VERDSETTELSESTEKNIKKER	25
3.1.1 Fundamental verdsettelse.....	25
3.1.2 Komparativ verdsettelse	27
3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse	29
3.2 VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK.....	29
3.3 RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.....	30
4 STRATEGISK ANALYSE	32
4.1 EKSTERN BRANSJEORIENTERT ANALYSE	33
4.1.1 PESTEL	33
4.1.2 Porters fem krefter.....	48
4.2 INTERN RESSURSORIENTERT ANALYSE	60
4.2.1 SVIMA	60
4.3 OPPSUMMERING - SWOT	66
5 REGNSKAPSANALYSE	69
5.1 FORBEREDELSE TIL REGNSKAPSANALYSE	69
5.1.1 Valg av analysenivå.....	70
5.1.2 Valg av analyseperiode	70
5.1.3 Valg av komparative selskaper.....	71
5.2 OMGRUPPERING FOR ANALYSE	72

5.2.1 Omgruppering av resultatregnskapet.....	72
5.2.2 Omgruppering av balansen.....	77
5.3 ANALYSE OG JUSTERING AV MÅLEFEIL	83
5.3.1 Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse.....	88
5.4 RAMMEVERK FOR FORHOLDSTALLSANALYSE	89
6 ANALYSE AV RISIKO	91
6.1 LIKVIDITETSANALYSE.....	91
6.1.1 Likviditetsgrad 1.....	92
6.1.2 Rentedekningsgrad.....	93
6.2 SOLIDITETSANALYSE	94
6.2.1 Egenkapitalandel.....	94
6.2.2 Netto driftsrentabilitet	95
6.3 OPPSUMMERING - SYNTETISK RATING.....	96
7 HISTORISK AVKASTNINGSKRAV	99
7.1 AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITAL	99
7.1.1 Risikofri rente	100
7.1.2 Markedets risikopremie.....	101
7.1.3 Egenkapitalbeta.....	103
7.1.4 Illikviditetspremie.....	107
7.1.5 Avkastningskrav til egenkapital for Netflix	107
7.2 AVKASTNINGSKRAV TIL NETTO FINANSIELL GJELD	108
7.2.1 Avkastningskrav til finansiell gjeld	108
7.2.2 Avkastningskrav til finansielle eiendeler.....	109
7.2.3 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld for Netflix	109
7.3 AVKASTNINGSKRAV TIL NETTO DRIFTSKAPITAL	110
8 ANALYSE AV LØNNSOMHET - STRATEGISK FORDEL.....	111
8.1 STRATEGISK FORDEL.....	111
8.2 DEKOMPONERING AV STRATEGISK FORDEL.....	112
8.2.1 Driftsfordel – Bransje, ressurs og gearing.....	114
8.2.2 Finansieringsfordel	120
8.3 OPPSUMMERING	123
9 FREMTIDSREGNSKAP	125
9.1 VALG AV BUDSJETTHORISONT OG DETALJNIVÅ	125
9.1.1 Valg av budsjetthorisont.....	126
9.1.2 Valg av detaljnivå.....	127

9.2 ANALYSE OG BUDSJETTERING AV DRIFTSINNTEKTSVEKST	127
9.3 ANALYSE OG BUDSJETTERING AV ANDRE BUDSJETTDRIVERE.....	130
9.3.1 Netto driftseiendeler	131
9.3.2 Netto driftsresultat.....	132
9.3.3 Netto finansiell gjeld	134
9.3.4 Netto finansiell gjeldskostnad	137
9.4 FREMTIDSRESULTAT, FREMTIDSBALANSE OG FRI KONTANTSTRØM.....	140
10 FREMTIDSKRAV OG FREMTIDIG STRATEGISK FORDEL	142
10.1 AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITAL	142
10.1.1 Risikofri rente	142
10.1.2 Markedets risikopremie.....	143
10.1.3 Egenkapitalbeta.....	143
10.1.4 Illikviditetspremie.....	143
10.1.5 Avkastningskrav til egenkapital for Netflix	144
10.2 AVKASTNINGSKRAV TIL NETTO FINANSIELL GJELD	144
10.2.1 Avkastningskrav til finansiell gjeld	145
10.2.2 Avkastningskrav til finansielle eiendeler.....	146
10.2.3 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld for Netflix	146
10.3 AVKASTNINGSKRAV TIL NETTO DRIFTSKAPITAL	147
10.4 ANALYSE AV FREMTIDIG STRATEGISK FORDEL	148
11 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	151
11.1 EGENKAPITALMETODEN	151
11.1.1 Fri kontantstrømmodellen	151
11.1.2 Superprofittmodellen.....	152
11.1.3 Superprofittvekstmodellen.....	152
11.2 SELSKAPSKAPITALMETODEN	153
11.2.1 Fri kontantstrømmodellen.....	153
11.2.2 Superprofittmodellen.....	153
11.2.3 Superprofittvekstmodellen.....	154
11.3 FØRSTE VERDIESTIMAT	154
11.4 KONVERGENS MOT ENDELIG VERDIESTIMAT	157
11.5 ANALYSE AV USIKKERHET	158
11.5.1 Konkursrisiko	159
11.5.2 Simuleringsanalyse.....	159
11.5.3 Sensitivitetsanalyse.....	164
11.6 OPPSUMMERING - VERDIESTIMAT OG USIKKERHET	166

12 KOMPARATIV VERDSETTELSE.....	168
12.1 KOMPARATIVE SELSKAPER	168
12.2 UTVALGTE MULTIPLIKATORER	169
12.2.1 <i>Pris/Bok</i>	169
12.2.2 <i>Pris/Fortjeneste</i>	170
12.2.3 <i>EV/EBITDA</i>	170
12.3 KOMPARATIVT VERDIESTIMAT	171
12.4 OPPSUMMERING	173
13 KONKLUSJON.....	174
13.1 OPPSUMMERING	174
13.2 HANDELSSTRATEGI	176
14 LITTERATURLISTE	177
15 VEDLEGG.....	192
16 TABELLOVERSIKT	196
17 FIGUROVERSIKT.....	199

1 Innledning

I dette kapitlet vil vi først innlede med et delkapittel som tar for seg vår motivasjon. Videre presenteres utredningens formål og problemstilling, samt hvilke avgrensninger vi har foretatt. Avslutningsvis vil vi gi en oversikt over utredningens struktur.

1.1 Motivasjon

Denne masterutredningen er gjennomført som en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av det amerikanske selskapet Netflix, en av verdens største tilbydere av internettbaserte TV-nettverk. Netflix opererer i en bransje som har gjennomgått store endringer de senere årene, noe som skyldes stor utvikling innen både teknologi og kundebehov. Forbrukere har i større grad fått øynene opp for internettbaserte TV-nettverk, og sammen med et stadig økende mediebruk, er det mye som peker i retning av økt etterspørsel i årene som kommer. Med en solid historisk vekst, en fenomenal tilpasningsevne, store ambisjoner for fremtidens innholdsbibliotek og sin nylige tiltreden som global tilbyder av internettbaserte TV-nettverk, er det mye som tyder på at Netflix vil kunne oppnå god lønnsomhet og suksess også på sikt. Disse faktorene gjør at vi finner det spennende å gjennomføre en analyse av Netflix. Dette forsterkes av at selskapet skiller seg noe ut, da det gjerne er få masterutredninger som går i dybden på selskaper som Netflix. Dette bidrar til å gjøre det hele mer utfordrende og interessant.

Vår masterutredning vil gi leseren en omfattende og grundig presentasjon av videounderholdningsbransjen generelt og spesielt Netflix, samt innsikt i hvorfor Netflix har klart å bli en av verdens største tilbydere av internettbaserte TV-nettverk i en stadig voksende bransje preget av stor endringstakt.

1.2 Formål og problemstilling

Formålet med masterutredningen vil være å estimere egenkapitalverdien til Netflix ved bruk av fundamental verdsettelse. Verdiestimatet vil følgelig reflektere underliggende økonomiske forhold ved Netflix, samt selskapets fremtidsutsikter. Ved å vurdere verdiestimatet opp mot selskapets markedsverdi på Nasdaq, vil vi således kunne konkludere hvorvidt Netflix synes å være over- eller underpriset. Dette vil videre danne grunnlag for vår anbefalte handelsstrategi. På bakgrunn av dette vil masterutredningens problemstilling være som følger:

«Hva er verdien av egenkapitalen til Netflix, Inc. per 24. april 2017?»

1.3 Avgrensninger

Vi har valgt å foreta en rekke avgrensninger for vår utredning, hovedsakelig når det gjelder produkt, geografi, informasjon og tid. Vi vil gå nærmere inn på hver av disse i det følgende.

Produkt

Netflix opererer per dags dato innenfor to forretningsområder; strømmetjenester og DVD-utleie, hvorav selskapet tilbyr sine medlemmer både egenprodusert innhold og lisensiert innhold. For vår utredning har vi hovedsakelig valgt å konsentrere oss om Netflix sitt største satsingsområde; strømmetjenesten. DVD-tjenesten er også en del av selskapets virksomhet, men denne tjenesten er i en nedgangsfase, og vil således ha liten påvirkning på det endelige verdiesestimater. Dette forretningsområdet vil av denne grunn bli lite berørt i videre analyser, men vil nevnes der det anses som passende, med den intensjon å skape et helhetlig bilde av Netflix som selskap.

Geografi

Til tross for at Netflix tilbyr sine tjenester i mer enn 190 land har vi valgt å ha hovedfokus på det amerikanske markedet. En geografisk avgrensning er helt nødvendig for å kunne utdypende analysere eksterne faktorer i den strategiske analysen. USA utgjør Netflix sitt desidert viktigste marked, og det faller dermed naturlig at vi hovedsakelig tar for oss dette. Videre vil vi i regnskapsanalysen og den fundamentale verdsettelsen verdsette selskapet globalt, og tar følgelig utgangspunkt i de konsoliderte årsregnskapene.

Informasjon

Den fundamentale verdsettelsen er utelukkende basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Som eksterne analytikere har vi således ikke hatt noe kontakt med interne kilder ved utarbeidelsen av masterutredningen. Videre er verdsettelsestidspunktet fastsatt til 24.04.17, og det tas dermed ikke hensyn til informasjon publisert etter denne datoen.

Tidsbegrensning

Når det gjelder analyseperioden vi har benyttet i regnskapsanalysen har vi valgt å avgrense denne til de fem siste årene, altså fra 2012 til 2016. I flere av tabellene som presenteres har vi imidlertid også inkludert regnskapstall fra 2011, ettersom disse vil være nødvendige ved beregning av forholdstall for 2012. Videre har vi valgt å sette budsjettperioden ved utarbeidelse

av fremtidsregnskapet til tolv år, altså fra 2017 til 2028. Vi presenterer samtidig tallene for 2029 og 2030, for å kunne vise fremskrivingen i konstant vekst.

1.4 Struktur

Masterutredningen bygger på Kjell Henry Knivsflå sin metode, som presentert i kurset BUS440 «Rekneskapsanalyse og verdivurdering». Med utgangspunkt i dette vil utredningen bestå av fem deler.

Den første delen består av en strategisk analyse, og inkluderer kapittel 2 til 4. I kapittel 2 gis en presentasjon av videounderholdningsbransjen og Netflix, mens kapittel 3 består av en presentasjon av utvalgte verdsettelsesteknikker, samt vårt valg av verdsettelsesteknikk. I kapittel 4 gjennomføres en strategisk analyse av interne og eksterne forhold for å avdekke hvorvidt Netflix er i besittelse av strategiske fordeler eller ulemper.

Den andre delen består av en regnskapsanalyse, og inkluderer kapittel 5 til 8. I kapittel 5 klargjør vi regnskapene gjennom omgruppering og justering, slik at de er bedre egnet for den fundamentale verdsettelsen. Videre utføres en analyse av risiko i kapittel 6, hvorav fokuset er på kortsiktig og langsiktig risiko. Relevante historiske avkastningskrav for Netflix estimeres i kapittel 7. På bakgrunn av dette gjennomføres så en analyse av selskapets lønnsomhet og strategiske fordel i kapittel 8.

Den tredje delen tar for seg den fremtidige utviklingen i selskapet, og inkluderer kapittel 9 og 10. I kapittel 9 utarbeides Netflix sitt fremtidsregnskap, mens kapittel 10 består av utarbeidelse av fremtidskrav.

Den fjerde delen tar for seg verdsettelsen, og inkluderer kapittel 11 og 12. I kapittel 11 gjennomføres selve verdsettelsen av Netflix i form av en fundamental verdsettelse, mens kapittel 12 består av en supplerende verdsettelse i form av komparativ verdsettelse ved hjelp av multiplikatormodellen.

Den femte og siste delen består av kapittel 13, som tar for seg handelsstrategien. Her gis en oppsummering av funnene, før vi avslutter det hele med en anbefalt handelsstrategi, som tar utgangspunkt i en sammenligning mellom utarbeidet verdiestimat og den aktuelle børskursen.

2 Presentasjon av bransjen og Netflix

I dette kapitlet vil vi gi en innføring i videounderholdningsbransjen og Netflix. Først presenteres bransjen, hvorav bransjens historiske utvikling vil gjennomgås, før vi ser nærmere på spesifikke forhold ved bransjen. Denne bakgrunnsinformasjonen vil således danne et sentralt grunnlag for den kvalitative og kvantitative analysen. Videre vil vi gi en detaljert presentasjon av Netflix, deres forretningsområder og hvordan selskapet har utviklet seg historisk.

2.1 Presentasjon av bransjen

Gjennom innovative distribusjonsmetoder for å tilby forbrukerne filmer og TV-serier, og gjennom god intuisjon når det gjelder endrede kundepreferanser, har Netflix vokst til å bli en dominerende aktør i videounderholdningsbransjen. Denne bransjen utgjør et komplekst økosystem som omfatter telekommunikasjon-, media- og underholdningssektoren (Gimpel, 2015). Dette er en bransje med intens konkurranse og høy endringstakt. Bransjen illustrerer et dynamisk skift ettersom nye aktører og stadig endrede kundebehov presser selskapene til å tilpasse forretningsmodellene sine deretter.

I Netflix sitt tilfelle er det særlig online videounderholdning som gjør seg gjeldende. Dette inkluderer strømming og nedlastning av videoer til datamaskiner eller andre internett-tilkoblede enheter. For vårt formål vil vi hovedsakelig fokusere på *Subscription Video On-Demand* (SVOD) aktørene, som kan defineres som aktører som tilbyr kundene sine ubegrenset tilgang til innhold for en gitt månedspris (Kaysen, 2015). Noen av de mest anerkjente amerikanske aktørene innenfor SVOD-kategorien er Netflix, HBO Now, Hulu og Amazon Prime, og det er de tre sistnevnte vi anser som Netflix sine største konkurrenter. På bakgrunn av dette vil vår definisjon av videounderholdningsbransjen i denne utredningen omfatte tilbydere av online videounderholdning med særlig fokus på amerikanske SVOD-aktører.

Når det gjelder DVD-utleie var dette tidligere en viktig del av Netflix sin virksomhet. Dette markedet hadde sin storhetstid på slutten av 1990-tallet og begynnelsen av 2000-tallet. I dag er derimot markedet på vei nedover og innen få år vil det sannsynligvis dø ut. Markedet for DVD-utleie har andre konkurrenter enn det som vil være vårt hovedfokus for denne utredningen, og ettersom det primært vil være strømmetjenester som vil ha fremtidig verdi velger vi å fokusere på dette og konkurrentene i dette markedet.

2.1.1 Historisk utvikling

Selv om online videounderholdning har vært tilgjengelig siden midten av 1990-tallet, har videounderholdningsbransjen utviklet seg mye de siste tiårene (Bauer, 2016). Dette skyldes hovedsakelig store teknologiske omveltninger og innovasjoner, samt hurtig adopsjon av bredbåndsinternett. Økosystemet som omfavner online video underholdning har hatt sterk vekst, både i form av raskere og mer pålitelig internetttilgang, samt økt bruk av smart-TV og smarttelefoner. Lineær-TV, hvor brukerne ser på kabelbaserte TV-program med et fastlagt sendeskjema, har hatt en langvarig suksess. Til tross for dette har brukerne blitt stadig mer misfornøyde med navigasjonen og kompleksiteten, da det er både tidsbegrensende og lite fleksibelt. Online video underholdning, på den annen side, tilbyr brukerne å se innhold når de vil, på hvilken skjerm de ønsker, og de får også muligheten til å personalisere opplevelsen til deres egen individuelle smak.

Det stadig økende tilbudet av strømmetjenester og muligheten for nedlastning av filmer og TV-serier til ulike internett-tilkoblede enheter har utfordret den lineære TV-modellen. Det har endret måten TV blir skapt, konsumert, levert og betalt på. Produksjonsstudioer har opplevd en markant nedgang i sine viktigste inntektskilder: TV-lisensiering og DVD-salg og -utleie. Kunden har i større grad blitt opptatt av tilgang, fremfor eierskap. Flere aktører i det lineære TV-markedet har imidlertid klart å tilpasse seg de nye markedsbetingelsene ved å tilby applikasjoner på internettbaserte plattformer (Ramsaran, 2014).

I løpet av de siste årene har «cord cutting» blitt et svært aktuelt alternativ til lineær-TV. Ifølge Oxford Dictionaries (u.å.) kan «cord cutters» defineres som personer som har kuttet ut tradisjonelle, lineære TV-sendinger levert av kabelselskapene, til fordel for abonnering på ulike strømmetjenester. Basert på en undersøkelse gjennomført av PwC, anslås det at antallet «cord cutters» utgjør 17% av den amerikanske befolkningen i 2016 (PwC, 2016b). Dette tallet vokser gradvis, og i løpet av de neste tiårene er det mye som tyder på at online videounderholdning vil komme til å erstatte tradisjonell, lineær-TV.

Strømmetjenester er i sterk vekst, særlig i USA, men også i stor grad globalt. I 2010 hadde det globale SVOD-markedet en omsetning på 2,6 millioner USD, mens det i 2015 hadde nådd en omsetning på 12,4 millioner USD. I 2020 er dette tallet forventet å nå 26,8 millioner USD (PR Newswire, 2015a). Størstedelen av denne omsetningen stammer fra USA, og dette gjenspeiler seg i at om lag halvparten av alle amerikanske husholdninger benytter en eller annen form for

strømmetjeneste. Også Europa utgjør en stor andel av den globale omsetningen, mens Asia representerer den hurtigst voksende regionen (PR Newswire, 2015b). Dette viser en svært positiv utvikling for strømmetjenester, og selv om de ikke nødvendigvis vil erstatte lineær-TV med det første, vil det forbli en populær tilleggsteneste for svært mange (Willcox, 2016).

2.1.2 Rettigheter for strømming og DVD-utleie

Netflix og andre aktører i videounderholdningsbransjen må tilegne seg rettigheter for innholdet de viderefremidler til kundene sine i form av strømming og DVD-utleie. Dette er i begge tilfeller kostbart, og utgjør derfor en stor del av selskapenes driftskostnader. Det er imidlertid relativt store forskjeller når det gjelder rettigheter for strømming og DVD-utleie. Kort fortalt kan man si at ved innkjøp av innhold til DVD-utleie vil kjøperens rettigheter være så og si ubegrensede, mens kostnadene er mer begrensede. For strømming, på den annen side, er rettighetene mer begrensede, mens kostnadene derimot kan ende med å bli nesten ubegrensede.

Forskjellene når det gjelder rettigheter har resultert i at innholdsbiblioteket som Netflix tilbyr gjennom sin strømmetjeneste er mye mindre enn biblioteket som tilbys kundene via DVD-utleie. Årsaken til dette er at man i USA har en doktrine kalt «The First Sale Doctrine». Denne doktrinen gjør seg gjeldende for DVD-utleie, og gir den som kjøper en kopi av et opphavsrettsbeskyttet arbeid fra opphavsrettshaver, retten til å selge, vise eller på en annen måte disponere denne kopien, uavhengig av opphavsrettshavers interesse. Retten til å distribuere kopien avsluttes derimot når eieren videreselger kopien (Criminal Resource Manual, u.å.).

Dette er svært relevant for Netflix sin DVD-tjeneste. For Netflix betyr det at når de kjøper inn et fysisk eksemplar av en film eller TV-serie, har de lov til å selge eller leie ut dette eksemplaret, uten å måtte kjøpe noen øvrige rettigheter av filmstudioet eller andre opphavsrettshavere. Selskapet har på den måten mulighet til å gå til innkjøp av enhver utgivelse som er i salg via DVD. De har imidlertid ikke lov til å kun kjøpe opp ett eksemplar av en utgivelse, for så å kopiere opp flere eksemplarer av denne. Hver av eksemplarene som benyttes i utleievirksomheten må stamme fra salg av en original kopi fra opphavsrettshaveren. Kostnaden forbundet med å anskaffe dette innholdet er dermed kun anskaffelseskostnaden av den fysiske DVD-filmen, dog ofte til gunstige innkjøpspriser, ettersom Netflix har inngått flere avtaler med en rekke ulike filmstudioer og TV-selskaper om inntektsdelingssamarbeid og gode innkjøpsordninger (Netflix, 2001).

«The First Sale Doctrine» gjør seg derimot ikke gjeldende for Netflix sitt andre forretningsområde, strømmetjenesten. Ved første øyekast kan det kanskje virke som om doktrinen gjelder for kjøp og salg av digitale filer til strømming også, men doktrinen har en presisering på dette området. Denne sier at privilegier som skapes gjennom første salgsprinsippet *ikke* gjelder dersom personen som har kommet i besittelse av kopien - ved å leie, lease, låne eller på annen måte få tak i kopien fra opphavsrettshaver - ikke har anskaffet seg eierskap av denne. Videre presiseres det at dataprogramvare i stor grad distribueres gjennom bruk av lisensieringsavtaler, og at under dette distribusjonssystemet vil dermed opphavsrettshaver forbli eieren av alle distribuerte kopier (Criminal Resource Manual, u.å.).

Basert på denne doktrinen faller dermed programvarer og andre digitale filtyper under et eget regelverk, hvilket gjør seg gjeldende for innholdet Netflix benytter i sin strømmetjeneste. Dette innebærer at Netflix må inngå kostbare lisensieringsavtaler med filmstudioer og produksjonsselskap for å få tilgang til innholdet for en viss periode innenfor en geografisk avgrensning, mens opphavsrettshaveren fremdeles vil stå som eier av det distribuerte innholdet. Doktrinen gjør det rettighetsmessig vanskeligere for Netflix å drive strømmetjenesten sammenlignet med DVD-utleie, da selskapet er avhengig av å hele tiden fornye sine lisenser med opphavsrettshaverne, og ikke kan kjøpe innholdet som en engangsutgift som ved kjøp av fysiske DVD-filmer. På bakgrunn av dette gjør doktrinen det derfor betydelig dyrere for Netflix å anskaffe innhold til sin strømmetjeneste sammenlignet med DVD-utleie. I tilfeller hvor Netflix for eksempel kan kjøpe 10 000 kopier av en stor filmtittel for 150 000 USD for å benytte til DVD-utleie, vil det koste selskapet en fast avgift på omkring 16 millioner USD å lisensiere den samme tittelen for bruk i strømmetjenesten (Epstein, 2010).

Lisensieringsavtalene inngås typisk som et resultat av budrunder, hvilket ofte innebærer eksklusiv tilgang til strømmerettighetene, slik at det oppstår konkurranse mellom de ulike aktørene. Ved avtaleperiodens slutt må aktørene vurdere hvorvidt de ønsker å fornye avtalen og hvor mye de eventuelt er villige til å betale for en fornyelse. Ifølge Netflix er dette en vurdering som gjøres på bakgrunn av faktorer som antall visninger av innholdet, kostnadseffektivitet og engasjement, i hvor stor grad innholdsbiblioteket har annet lignende innhold, samt kundenes tilbakemeldinger i form av rangering av innholdet (Netflix, Inc., 2017).

Når det gjelder Netflix sitt egenproduserte innhold, faller dette i de fleste tilfeller utenfor «The First Sale Doctrine», ettersom Netflix selv står som opphavsrettshaver. I disse tilfellene vil

derfor produksjonskostnadene utgjøre størsteparten av kostnadene, og siden disse utgjør kun en engangsutgift, kan Netflix avskrive disse over den tiden de finner det egenproduserte innholdet inntektsgenererende. I noen tilfeller, slik som for Netflix-serien «House of Cards», står imidlertid ikke Netflix som eier av innholdet (Pomerantz, 2013). Selskapet har i stedet inngått en lisensieringsavtale med produksjonsselskapet Media Rights Capital, slik at doktrinen i dette tilfellet gjør seg gjeldende.

2.1.3 Tilbydere av internettbaserte TV-nettverk

Bransjen for videounderholdning består av en rekke tilbydere av internettbaserte TV-nettverk. Vi vil i det følgende presentere de vi anser som Netflix sine største konkurrenter, nemlig HBO Now, Hulu og Amazon Prime Video. Disse har en rekke likhetstrekk med Netflix, og vil dermed være sentrale for den videre analysen.

HBO Now

HBO Now er en strømmetjeneste som leveres av det amerikanske TV-selskapet Home Box Office, Inc. (HBO, Inc.), som igjen eies av Time Warner, Inc. Tjenesten ble lansert i 2015, og for 14,99 USD per måned gis abonnentene tilgang til HBO sitt eksklusive bibliotek bestående av originale programmer, filmer og annet innhold (Lawler, 2015). Per dags dato har den relativt ferske tjenesten rett over én million medlemmer (Perez, 2017). I tillegg til HBO Now tilbyr HBO en relativt lik strømmetjeneste kalt HBO Go, som ble lansert i 2010 (Sandoval, 2010). Hovedforskjellen mellom disse to tjenestene er at man kun får tilgang til HBO Go ved å ha et TV-abonnement som inkluderer HBO, noe 130 millioner mennesker har verden over (Steel, 2016). Dette er derimot ikke nødvendig for å bli medlem av HBO Now, ettersom hovedformålet med tjenesten er å nå ut til de såkalte «cord cutters»; de som velger å benytte seg av konkurrerende tjenester slik som Netflix, fremfor tradisjonell lineær-TV.

Hulu

Hulu er, i likhet med de øvrige selskapene, et amerikansk selskap som tilbyr strømmetjenester, og har per 2017 omkring tolv millioner medlemmer (Hulu, u.å.). Selskapet ble lansert i 2008 av The Walt Disney Company, Comcast Corp. og Twenty-First Century Fox for å dekke en økende etterspørsel etter internettbasert innhold (Nath, 2016). Hulu tilbyr strømming av både filmer og TV-serier, men retter seg hovedsakelig mot TV-serier, hvorav de tilbyr innhold fra grunnleggerens egne TV-nettverk, samt innhold fra andre samarbeidspartnere. I 2017 kom selskapet med en ny tilleggstjeneste hvor medlemmene kan strømme live-TV (Welch, 2017).

Hulu sin forretningsmodell går dermed mer ut på å supplementere kabel-TV fremfor å erstatte det. I motsetning til Netflix får Hulu inn sine inntekter både gjennom månedlige abonnemeter og gjennom reklameinntekter, da de tilbyr to ulike abonnemeter; et abonnement for 7,99 USD per måned som inkluderer reklame og ett litt dyrere abonnement for 11,99 USD per måned hvor man unngår denne reklamen. Hulu tilbyr således både *Advertising Video On-Demand (AVOD)* og *Subscription Video-on-Demand (SVOD)* (Kaysen, 2015).

Amazon Prime Video

Amazon Prime Video er en strømmetjeneste som tilbys av e-handelsjiganten Amazon. Tjenesten ble lansert i 2011, og frem til 2016 var det en del av tilbudet som Amazon Prime medlemmer fikk benytte seg av (Nath, 2016). Fra og med 2016 ble Amazon Prime Video også tilgjengelig som en separat tjeneste (Stelter, 2016). For 8,99 USD per måned eller 99 USD per år får medlemmene tilgang til et stort bibliotek av filmer og TV-serier. Selskapet har klart å bygge et omfattende bibliotek på kort tid ved å inngå samarbeid med store aktører, slik som Warner Bros, Walt Disney Co. og CBS Corp (New Technology TV, 2016). Det er allikevel ikke alt innhold som kan strømmes kostnadsfritt da en del nyere innhold må betales for per episode eller per film. Denne formen for strømming kalles *Transactional Video On-Demand (TVOD)* (Kaysen, 2015). I motsetning til Netflix ble det tidlig mulig å laste ned innhold gjennom Amazon Prime Video, og i 2013 startet Amazon selv å produsere sitt eget innhold (McAlone, 2015). Mer enn 66 millioner er medlem av Amazon Prime, hvorav omkring 60% av disse kan klassifiseres som månedlige brukere av Amazon Prime Video (Del Rey, 2017).

Andre tilbydere

I tillegg til hovedkonkurrentene HBO Now, Hulu og Amazon Prime Video finnes det en rekke andre internettbaserte TV-nettverk som i mer eller mindre grad kan anses som Netflix sine konkurrenter, slik som Showtime, Sling TV og iTunes. På bakgrunn av Netflix sin internasjonale ekspansjon vil konkurrentene både kunne være amerikanske selskaper, selskaper som strekker seg over landegrensene, samt mer lokale aktører i de landene selskapet opererer. På den måten vil aktører som Viaplay, TV2 Sumo, NRK TV og Dplay kunne utgjøre en viktig trussel i det norske markedet, mens helt andre aktører vil spille en viktig rolle i andre land, slik som franske Orange eller italienske Chili.

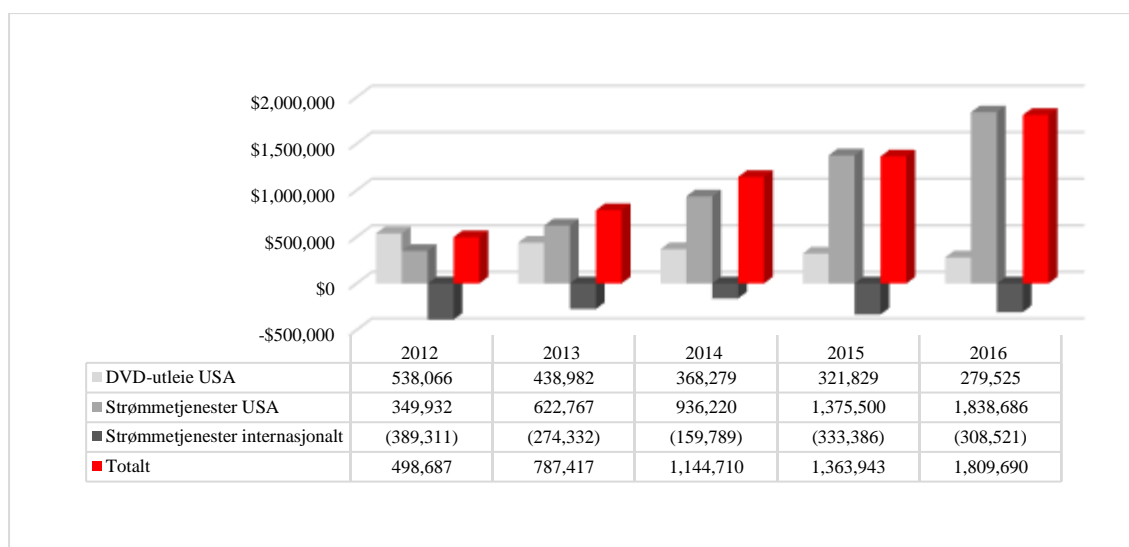
2.2 Presentasjon av Netflix

Netflix er et verdensledende internettbasert TV-nettverk. Selskapet opererer i mer enn 190 land, og har mer enn 93,8 millioner abonnenter som til sammen benytter mer enn 125 millioner timer på strømming daglig (Netflix, u.å.c). De tilbyr en ubegrenset strømmetjeneste hvor man kan se filmer og TV-serier til en uforpliktende og lav månedlig abonnementsavgift som befinner seg i prissjiktet 7,99 USD per måned til 11,99 USD per måned, avhengig av hva slags strømmekvalitet og hvor mange skjermer man ønsker å kunne benytte samtidig. Innholdsbiblioteket består av både nye og eldre filmer, samt egenprodusert innhold. I tillegg til dette tilbyr Netflix fysisk DVD-utleie til forbrukerne på det amerikanske markedet.

2.2.1 Forretningsområder og markedssegmenter

Netflix tilbyr per dags dato to ulike tjenester; en verdensomspennende strømmetjeneste, samt DVD-utleie per post til forbrukerne på det amerikanske markedet. Strømmetjenesten er en tjeneste som er i sterk vekst og byr på store muligheter for Netflix i fremtiden. DVD-tjenesten, på den annen side, har en svært avtakende etterspørsel da markedet for slike tjenester er i en nedgangsfase. På grunn av det enorme biblioteket av innhold som tilbys og manglende bredbåndsdekning i en del avsidesliggende områder, vil tjenesten kunne bidra til lønnsomhet for Netflix på kort sikt, mens på mellomlang sikt anslår Hastings at markedet for DVD-utleie sannsynligvis vil dø ut (Netflix, Inc., 2017).

Basert på Netflix sine to forretningsområder, kan markedene selskapet retter seg inn mot deles inn i tre ulike segmenter: strømmetjenester USA, strømmetjenester internasjonalt og DVD-utleie USA (Netflix, Inc., 2017). De tre ulike segmentene skiller seg relativt mye fra hverandre når det kommer til lønnsomhet, slik at dette vil være opplysende å se nærmere på for den videre analysen. Vi velger derfor å se på dekningsbidraget for de tre ulike segmentene de fem siste årene. Dette forholdstallet utgjør et viktig mål for de tre segmentenes operasjonelle prestasjon da det representerer hvert segments prestasjon før globale konsernkostnader. Forholdstallet er beregnet ved å ta driftsinntekter minus driftskostnader og markedsføringskostnader.



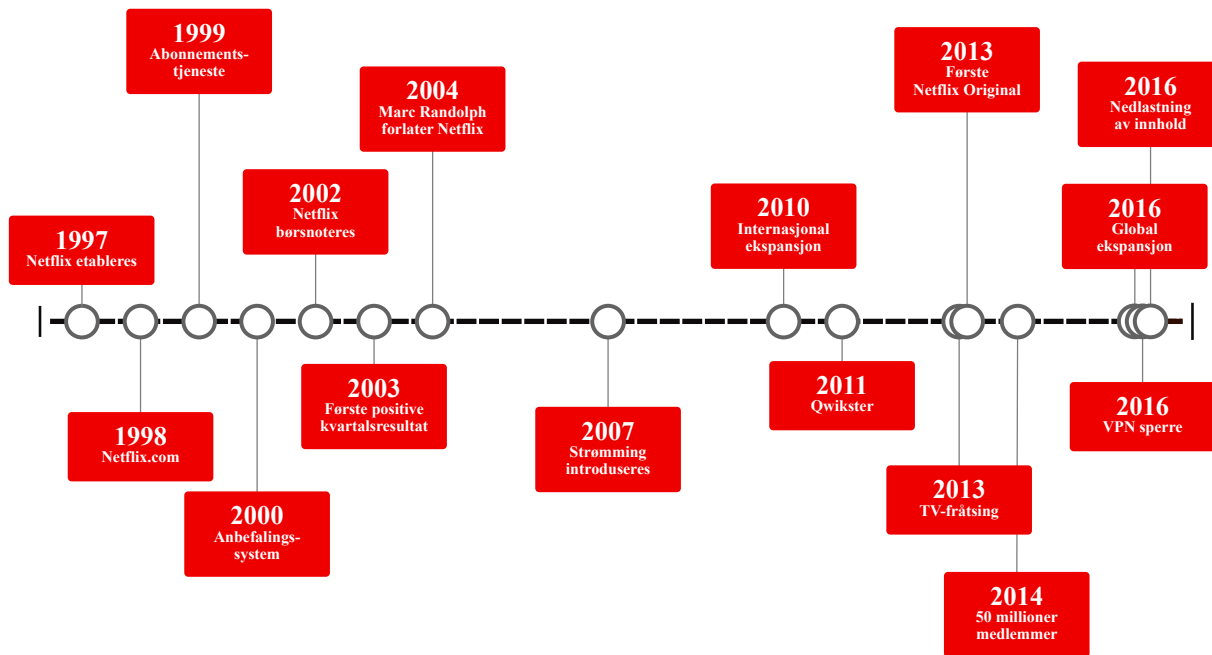
Figur 2.1: Utvikling i dekningsbidrag (i tusen) (Netflix, Inc., 2013-2017)

Både strømmetjenesten og DVD-utleien i USA bidrar til å skape et positivt dekningsbidrag for Netflix. Strømmetjenesten er i sterk vekst, noe som kan ses tydelig i figuren over. For å opprettholde dagens lønnsomhet har selskapet en strategi som omfatter å kontinuerlig forbedre medlemmenes opplevelse ved å tilby et større og bedre innhold av filmer og TV-serier, samt styrke tjenestens brukergrensesnitt og gjøre den tilgjengelig for enda flere forbrukere.

DVD-utleie er i en nedgangsfase. Interessen for tjenesten er avtakende, og Netflix sin medlemsbase innenfor DVD-utleie reduseres år for år. I samsvar med dette er dekningsbidraget fortsatt positivt, men tydelig avtagende.

De siste fem årene viser tallene for strømmetjenester internasjonalt et negativt dekningsbidrag. Dette gjelder derimot ikke for alle markedene Netflix opererer i utenfor USA. Gruppen av internasjonale markeder Netflix ekspanderte til først (Canada, Latin-Amerika, Storbritannia, Irland, de nordiske landene og Nederland) har hatt sterk vekst, og bidrar allerede til et positivt dekningsbidrag. Netflix har hatt store kostnader forbundet med sin globale ekspansjon. For å kunne gjøre innhold tilgjengelig i andre land, må selskapet kjøpe opp rettighetene til dette, i tillegg til å drive markedsføring i de respektive landene. Frem til selskapet klarer å øke kundemassen tilstrekkelig, vil dette medføre at kostnadene i stor grad vil overstige inntjeningen. I påvente av at det totale internasjonale markedet for strømmetjenester skal bli lønnsomt, har Netflix derfor uttalt at strategien til selskapet er å finansiere det midlertidige underskuddet i det internasjonale segmentet med overskuddet fra strømmetjenesten og DVD-utleie i USA, samt de lønnsomme markedene på internasjonal basis (Netflix, Inc., 2017).

2.2.2 Historisk utvikling - Netflix gjennom 20 år



Figur 2.2: Tidslinje Netflix

Netflix har siden det ble etablert 29. august 1997 revolusjonert måten mennesker ser film og TV-serier på. Grunnleggerne, Reed Hastings og Marc Randolph, var begge store teknologientusiaster og hadde erfaring med både utvikling og drift av internettsider, samt postordre. Randolph hadde tidligere vært med på å blant annet etablere MicroWarehouse, et databaserte postordre selskap, mens Hastings var en av grunnleggerne av programvareselskapet Pure Software. Hastings valgte å selge seg ut av Pure Software i 1997 for 700 millioner USD, og bestemte seg derfor for å bruke 2,5 millioner USD på å etablere Netflix sammen med sin tidligere kollega Randolph (Fundinguniverse, u.å.).

Ideen om Netflix og DVD-utleie gjennom post kom da Hastings hadde fått 40 USD i gebyr for å ha levert tilbake en film etter forfall. Forretningssidéen ble derfor å tilby utleie av DVD-filmer gjennom nettstedet *netflix.com*. Året etter, den 14. april 1998 lanserte Netflix verdens første nettsted for utleie av DVD. På denne tiden var det å eie en DVD-spiller ansett som en luksus i amerikanske husholdninger; kun 1% av befolkningen eide en DVD-spiller (Mathew, u.å.). Dette gjorde at det ble vanskelig for Netflix å oppnå gode salgsresultater. Hastings var allikevel positiv og overbevist om at investeringen hans kom til å gi god avkastning på sikt. En avgjørende faktor for dette var DVD-filmens fordeler sammenlignet med VHS, da DVD bød på betraktelig bedre kvalitet og lave fraktkostnader grunnet liten størrelse og lav vekt. I tillegg

til utleie av DVD-filmer, tilbød Netflix kundene å kjøpe filmer online. Dette valgte de å slutte med allerede i 1998 da e-handel giganten Amazon startet opp med det samme (Mathew, u.å.).

I starten betalte kundene en viss sum for hver film de fikk tilsendt i posten, mens i 1999 tok Netflix en strategisk beslutning om å endre betalingsmodellen ved å introdusere en abonnements-tjeneste (Netflix, u.å.a). Dette gikk ut på at medlemmene betalte en relativt lav månedlig avgift og fikk et ubegrenset antall filmleier i måneden. Dette har vist seg å bli en viktig del av Netflix sin strategi.

I år 2000 introduserte Netflix en applikasjonsteknologi som tilbød abonnementene forslag og anbefalinger basert på deres preferanser og historikk (Netflix, u.å.a). Senere samme år og påfølgende år inngikk Netflix en rekke inntektsdelingssamarbeid med filmdistributører som Columbia TriStar, Warner Home Video, Dreamworks, Twentieth Century Fox og Universal (Netflix, 2001). Dette ga Netflix muligheten til å kjøpe DVD-filmer til en rabattert pris, mens distributørene fikk en andel av de genererte inntektene.

For å holde seg konkurransedyktig, valgte Netflix å åpne en rekke distribusjonssentre rundt omkring i USA i 2002 (Netflix, 2002b). På den måten kunne de tilby raskere levering til en større del av befolkningen. Dette bidro til at medlemsbasen vokste sterkt, og Netflix tilegnet seg posisjonen som markedsleder i det amerikanske markedet for DVD-utleie (Mathew, u.å.). På denne tiden var videoutleiekjedene Blockbuster og Redbox sterke konkurrenter, hvorav Blockbuster, som endte med å legge ned sin virksomhet i 2010 (Potter, 2015), var Netflix sin desidert største konkurrent. Som tilsvarende på Netflix sin raskt økende kundemasse, iverksatte konkurrentene tiltak for å forsøke å vinne tilbake kundemassen de hadde tapt. Dette intensiverte konkurransen, og Netflix opplevde en stor økning i antall abonnementsoppsigelser.

En rekke andre hendelser skjedde også i 2002. Dette var blant annet året Netflix ble børsnotert, hvorav de solgte 5,5 millioner aksjer til pålydende 15 USD (Netflix, 2002a). I tillegg valgte Randolph, første administrerende direktør for Netflix, å fratrukke sin stilling i Netflix dette året, men han beholdt sin rolle i styret frem til 2004 (Thomas, 2012).

I juni 2003 kunne Netflix for første gang vise til et positivt kvartalsresultat. Selskapet opplevde videre stor vekst, og i 2007 startet Netflix å gå bort fra sin originale kjernevirksomhet ved å tilby medlemmene muligheten til å strømme innhold (Netflix, u.å.a). Dette innebar at

medlemmene, i tillegg til å få tilsendt DVD-filmer, umiddelbart kunne se filmer og TV-serier på sine egne datamaskiner uten noen ekstra kostnad. Allerede tidlig på 2000-tallet kom nåværende administrerende direktør, Hastings, med en uttalelse hvor han anslo at dette kom til å skje, ettersom forbrukerne kom til å ønske å ha tilgang til filmer på en enklere, raskere og mer direkte måte enn DVD-utleie kunne tilby (Copeland, 2010).

Mellom 2008 og 2010 inngikk Netflix flere viktige samarbeidsavtaler med selskaper innen forbrukerelektronikk. Disse tillot Netflix å distribuere sin strømmetjeneste via ulike enheter, deriblant Xbox, internett-tilkoblede TV-er, og ulike Apple-produkter (Netflix, u.å.a).

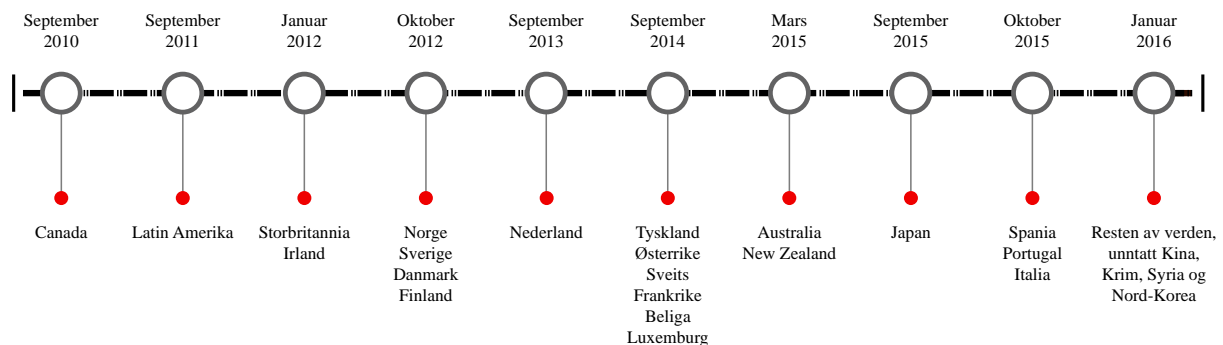
I 2010 begynte Netflix å ekspandere internasjonalt (Netflix, Inc., 2017). Det første landet de lanserte sin strømmetjeneste til utenfor Nord-Amerika var Canada. Innen 2013 hadde de ekspandert til Latin-Amerika, Storbritannia, Irland, de nordiske landene og Nederland. Disse markedene ble ansett som aktuelle å ekspandere til da de alle oppfylte kriteriene om god teknologisk infrastruktur og god betalingsevne.

I 2011 valgte Netflix å gjøre en endring i abonnementsstilbudet som kunne fått fatale konsekvenser for selskapets fremtid. Frem til 2011 kunne medlemmene både benytte seg av DVD-utleie og strømmetjenesten gjennom samme abonnement. Denne goden valgte imidlertid Netflix å fjerne ved å dele fysisk DVD-utleie og strømmetjenestene inn i to ulike abonnementer. I denne sammenheng annonserte Hastings at de ville opprette et nytt selskap, Qwikster, som skulle håndtere DVD-markedet, mens Netflix skulle fortsette å tilby strømmetjenesten. Ettersom dette betydde en prisøkning på hele 60% for kundene som ønsket å benytte begge tjenestene, var det så mange som 800 000 medlemmer som valgte å si opp abonnementet sitt (Sandoval, 2012). Hastings valgte derfor til slutt å trekke tilbake forslaget om å benytte to selskaper, men holdt seg likevel til planen om å ha to separate abonnementer (Wolverton, 2011).

På tross av motgangen i 2011, møtte Netflix på flere oppturer i 2012. Dette året vant selskapet sin første Emmy Award for beste seertid. Året etter ble de nominert til hele 31 Emmy Awards i samme kategori (Netflix, u.å.a), hvorav de vant tre av disse. Netflix har i senere år vunnet totalt 22 Emmy Awards i kategorien beste seertid (Statista, u.å.a). Netflix har i tillegg vært nominert til og vunnet en rekke andre priser for sitt egenproduserte innhold, deriblant Golden Globe og Academy Awards (Netflix, Inc., 2017).

I 2013 startet Netflix å produsere eget innhold, hvorav «*House of Cards*» var en av de første seriene som ble produsert. I denne sammenheng eksploderte ordet «*binge-watching*» («TV-fråtsing»). Dette innebærer at hele sesonger av nye serier legges ut, fremfor å benytte den tradisjonelle modellen hvor det legges ut eksempelvis en episode i uken. Egenprodusert innhold har vist seg å være svært suksessfullt og verdiskapende for Netflix, og har bidratt til å løse problemet knyttet til rettigheter. De har klart å skape en revolusjonær økonomisk modell ved at de kan tilby fulle sesonger umiddelbart, fremfor å først bestille piloter og teste disse, før de kan tilby fulle sesonger (Ramsaran, 2014). Fra å ha et budsjett for egenprodusert innhold på 300 millioner USD i 2013, hadde Netflix et budsjett på hele 5 milliarder USD i 2016 (Levy, 2016). På lang sikt har Netflix et mål om å opparbeide seg et konkurransefortrinn ved at nærmere 50% av innholdet i biblioteket deres skal være deres eget originale innhold (Trefis Team, 2016).

Som vist i figur 2.3 har Netflix fortsatt å ekspandere til nye land og i 2016 lanserte selskapet strømmetjenesten globalt, ved å ekspandere til 130 nye land (Netflix, 2016). Per 2017 er Netflix tilgjengelig over hele verden med unntak av Kina, Nord-Korea, Syria og Krim (Netflix, u.å.b).

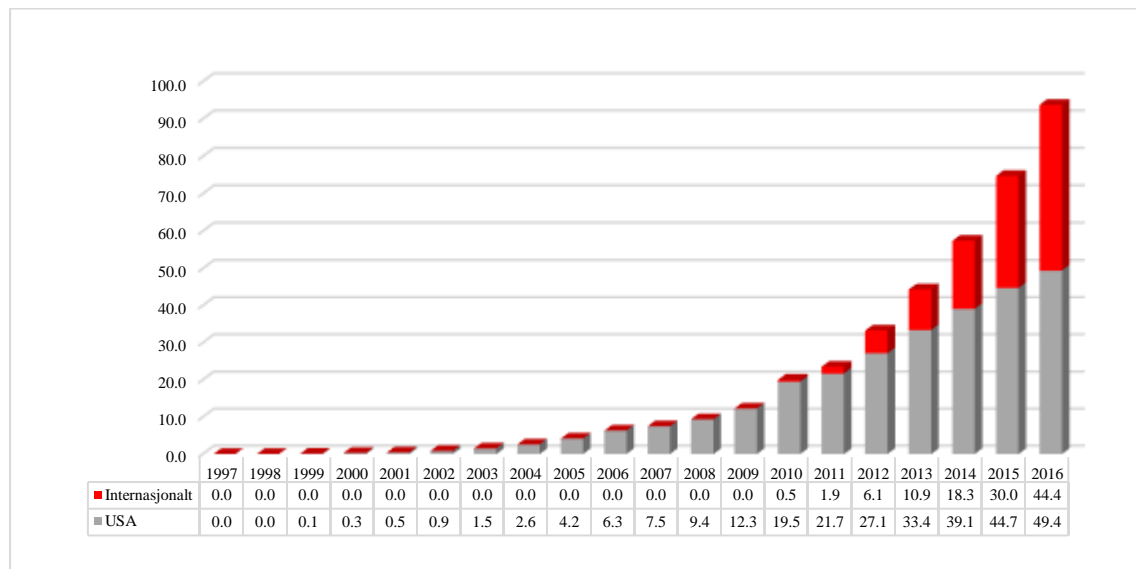


Figur 2.3: Tidslinje ekspansjon (Netflix, Inc., 2017)

Sommeren 2016 satte Netflix opp en VPN sperre, som hindrer abonnementene fra å få tilgang til innholdsbibliotekene i andre geografiske områder enn det de selv tilhører. Dette ble dårlig tatt imot, og medførte en god del kritikk fra Netflix sine medlemmer, hvorav en del av kritikken rettet seg inn mot at dette ville føre til økt bruk av piratkopiering (Greenberg, 2016a). Til tross for denne nedturen, opplevde Netflix en opptur mot slutten av 2016. 30. november 2016 kom nemlig en teknologisk forbedring som mange av medlemmene hadde ventet på; selskapet gjorde det mulig å laste ned filmer og TV-serier, slik at man kunne se innholdet uten å være tilkoblet til Internett (O'Brien, 2016). På grunn av manglende rettigheter gjelder dette imidlertid kun for utvalgte filmer og TV-serier per første kvartal 2017.

2.2.3 Utvikling i kundemasse og finansiell utvikling

Netflix har hatt en formidabel vekst både når det gjelder utvikling i kundemasse og når det gjelder finansiell utvikling. I 2002 nådde Netflix én million medlemmer. Netflix opplevde på denne tiden en enorm vekst og av figur 2.4 ser vi at de allerede i 2005 hadde 4,2 millioner medlemmer (Netflix, u.å.a). Den økende populariteten skyldtes i stor grad Netflix sitt brede tilbud av filmer, som gjerne ikke var tilgjengelig i like stor grad hos konkurrentene.



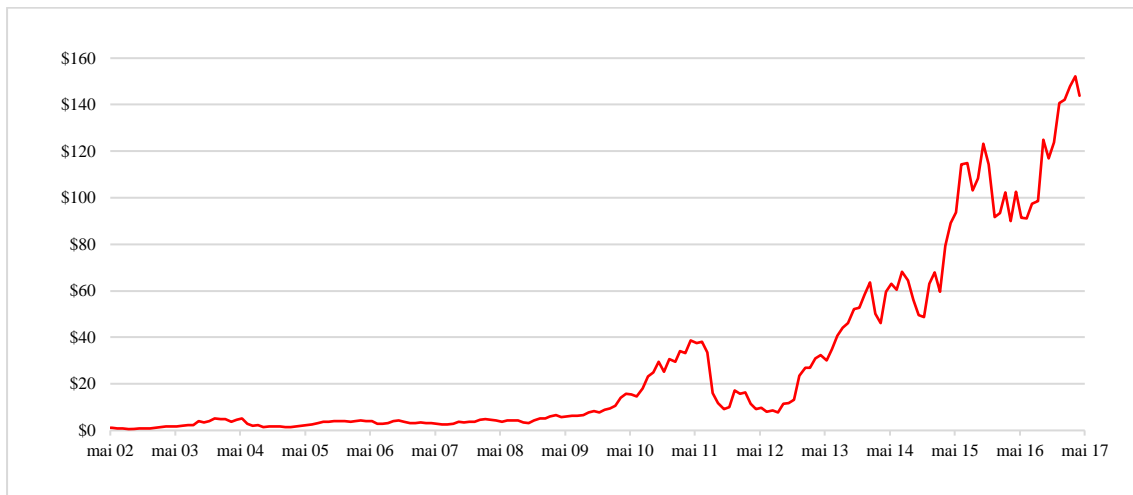
Merk: Frem til 2010 inkluderer USA strømmetjenester og DVD-utleie, mens det i etterfølgende år kun inkluderer strømmetjenesten

Figur 2.4: Utvikling i antall abonnenter (i millioner) (Netflix, Inc., 2003-2017)

Siden Netflix introduserte strømmetjenesten som en del av tilbudet sitt i 2007 har medlemsbasen deres vokst ytterligere. Dette, sammen med starten på den internasjonale ekspansjonen i 2010, har resultert i en tredobling av antall abonnenter i løpet av de siste fem årene. Ved utgangen av 2016 hadde Netflix hele 93,8 millioner medlemmer og forblir dermed den SVOD-aktøren med størst kundemasse i markedet for online videoundertøring.

Antallet medlemmer kunne imidlertid vært høyere, hadde det ikke vært for at mange brukere av Netflix deler abonnementet sitt med venner og familie. Det er estimert at 65% av Netflix sine brukere deler konto med andre personer, hvorav 19% deler konto med tre eller flere personer (Archer, 2016). Tar man derimot med i betraktningen at en stor andel av disse brukerne befinner seg i samme husholdning, er imidlertid ikke tallet like skremmende.

I likhet med den positive utviklingen i kundemassen har Netflix også hatt en eksepsjonell finansiell utvikling. Den finansielle utviklingen kan illustreres med følgende figur:



Figur 2.5: Historisk aksjekurs justert for aksjesplitt (Netflix, Inc., 2017)

Kort tid etter Netflix sin børsnotering i mai 2002 falt aksjekursen relativt kraftig som følge av intensiv konkurranse mellom aktørene i markedet. Netflix opplevde deretter en kursoppgang frem til 2004 grunnet sin dominerende posisjon innen DVD-utleie. Samme året den 12. februar foretok selskapet en 2-for-1 aksjesplitt som en form for dividendeutbetaling til sine aksjonærer (Netflix, Inc., 2017).

Netflix har siden hatt en relativ stabil utvikling i aksjekursen frem til 2009. Fra og med 2010 har Netflix opplevd en kraftigere og mer volatil vekst. Oppturen i siste halvdel av 2010 skyldes hovedsakelig investorenes positive forventninger knyttet til lanseringen av strømmetjenesten og den internasjonale ekspansjonen. Den etterfølgende nedgangen i 2011 kan forklares av annonsering om å opprette selskapet Qwikster, jamfør delkapittel 2.2.1. I den forbindelse sank aksjekursen med drastiske 70% i løpet av bare fire måneder (Netflix, Inc., 2017).

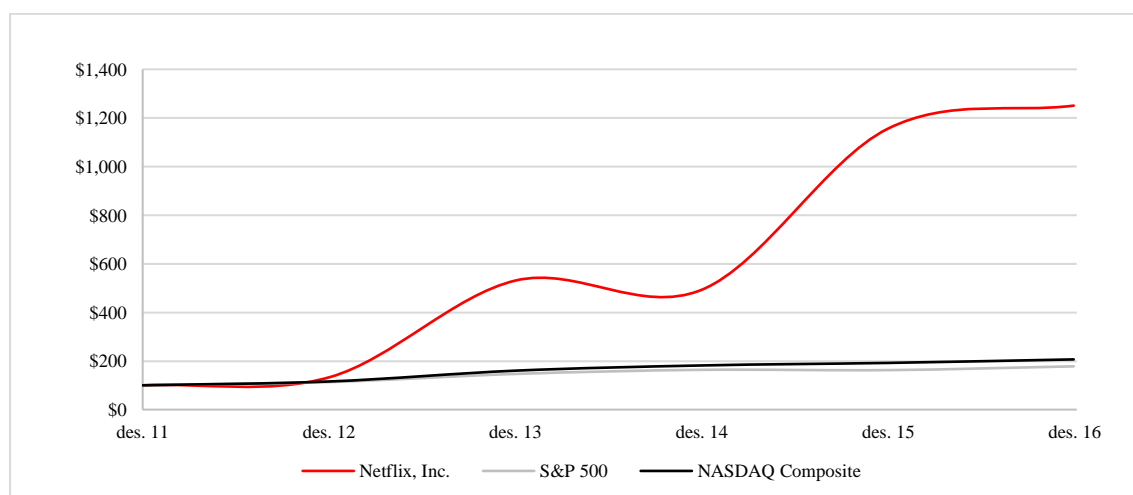
Fra 2012 steg aksjekursen kraftig igjen og Netflix opplevde en formidabel vekst. Kursoppgaven i de etterfølgende årene var sterkt preget av selskapets lansering av egenprodusert innhold. I 2015 hadde aksjen en kraftig oppgang. Dette kan forklares av at selskapet foretok en prisøkning på abonnentene sine, mens de samtidig klarte å beholde mesteparten av kundemassen. 15. juli samme år gjennomførte Netflix nok en aksjesplitt. Netflix var på daværende tidspunkt en av de

dyreste aksjene i S&P 500 indeksen i absolutte termer. 7-for-1 splitten ga mindre investorer muligheten til å ta del i tradingen av aksjen, og aksjekursen fortsatte å stige (Netflix, Inc., 2017).

I første halvår av 2016 var aksjekursen påvirket av usikkerhet blant investorer knyttet til den enorme globale ekspansjonen, samt at veksten i kundemassen ikke hadde levd opp til tidligere forventninger i kvartalsrapporten (Netflix, Inc., 2017). I tillegg foretok Netflix en ytterligere prisøkning på abonnementene sine, noe som preget aksjekursen negativt (Reuters, 2016). I siste halvdel økte derimot investorenes forventninger til ekspansjonen igjen. Aksjekursen steg tilsvarende, og nådde igjen historisk toppkurs.

Vi ser dermed at Netflix har hatt en eventyrlig aksjekursutvikling siden selskapet ble børsnotert i 2002. Selskapet har hele tiden klart å trosse negative prognoser og har stadig funnet nye måter å styrke veksten på. Den nylige globale ekspansjonen indikerer ytterligere vekst fremover og aksjekursutsiktene tilsier at selskapet vil fortsette å levere avkastning til sine aksjonærer på sikt.

Figur 2.6 viser den totale kumulative aksjeavkastningen til Netflix sammenlignet med NASDAQ Composite Index og S&P 500 Index. Aksjeavkastningene er målt ved siste handelsdag hvert år de siste fem årene, og er justert for aksjesplitter. Den totale kumulative avkastningen forutsetter en investering på 100 USD i Netflix og de respektive indeksene ved begynnelsen av perioden, samt reinvestering av dividendeutbetalinger. I likhet med figur 2.5, ser vi at Netflix også her er i en vekstfase og har hatt en langt sterkere utvikling enn de representerte indeksene.



Figur 2.6: Total kumulativ avkastning (Netflix, Inc., S&P 500, NASDAQ Composite, 2017)

3 Verdsettelsesteknikker

I dette kapitlet vil vi først gi en kort innføring i de mest relevante verdsettelsesteknikkene som kan benyttes for å verdsette Netflix. Videre vil vi vurdere og begrunne vårt valg av verdsettelsesteknikk. Til slutt presenteres rammeverket for den valgte teknikken, hvilket vil danne grunnlaget for den videre verdsettelsen.

3.1 Oversikt over verdsettelsesteknikker

Det finnes flere ulike teknikker for verdsettelse. Vi skiller hovedsakelig mellom fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. Hvilken teknikk som er best egnet i verdsettelsen av et bestemt selskap avhenger i stor grad av bransjen selskapet opererer i, hvilken fase i livssyklusen selskapet er i, samt selskapets utsikter til fortsatt drift eller avvikling (Kaldestad & Møller, 2016, s. 33-34). Videre vil valget også avhenge av tilgang til nødvendig informasjon, tid til rådighet, og krav som stilles til verdiestimatets pålitelighet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 33). Det er viktig å påpeke at teknikkene vanligvis ikke anses som alternativer til hverandre. De har alle sine styrker og svakheter, og bør således ses på som supplement for å gi et mest mulig presist verdiestimat. I praksis utgjør imidlertid tid gjerne en knapp faktor, og man må dermed ofte gjøre et valg mellom teknikkene. Likevel vil man i mange tilfeller ha stor nytte av å utføre en forenklet analyse ved bruk av en annen verdsettelsesteknikk for å vurdere det endelige verdiestimatet. Vi vil i det følgende gi en innføring i de ulike verdsettelsesteknikkene.

3.1.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er en verdsettelsesteknikk som bygger på analyse av underliggende forhold. Basert på offentlig tilgjengelig informasjon gjennomføres en strategisk regnskapsanalyse, bestående av en kvalitativ strategisk analyse og en kvantitativ regnskapsanalyse. Innsikt opparbeidet gjennom disse analysene benyttes så til utarbeidelse av fremtidsregnskap og -krav, som igjen danner grunnlag for den fundamentale verdsettelsen. Utgangspunktet for den fundamentale verdsettelsen er en nåverdiberegning av fremtidige kontantstrømmer, slik at man ved å neddiskontere de forventede fremtidige kontantstrømmene med tilhørende avkastningskrav vil komme frem til et verdiestimat (Kaldestad & Møller, 2016, s. 29). Hensikten med denne neddiskonteringen er å ta hensyn til pengenes tidsverdi og risikojustere tallene for deres alternativavkastning. Avslutningsvis utledes en handelsstrategi

om hvorvidt man bør selge, holde eller kjøpe på bakgrunn av aksjekursen på verdsettelsestidspunktet og verdiestimatet man har utarbeidet.

Ettersom det alltid vil foreligge usikkerhet knyttet til det endelige verdiestimatet, anbefaler Damodaran (2012, s. 58) å utføre en analyse av usikkerheten til det estimerte verdiestimatet. Årsaken er at man gjennom verdsettelsen gjerne har gjort en rekke forenklinger og valg basert på usikre forutsetninger, som igjen har stor innvirkning på verdiestimatet man oppnår. I tillegg består den fundamentale verdsettelsen av prognoser knyttet til en usikker fremtid. I denne sammenheng vil derfor en simulerings- og sensitivitetsanalyse kunne gi nyttig innsikt. Ved å endre på viktige nøkkelvariabler vil man dermed kunne se hvordan verdiestimer påvirkes.

Når fundamental verdsettelse tas i bruk må, som nevnt, en rekke forutsetninger ligge til grunn. For det første stiller analysen krav til informasjonstilgang, og da særlig når det gjelder finansielle data for analyseperioden. Følgelig egner verdsettelsesteknikken seg best for selskaper som befinner seg i den modne fasen av livssyklusen, blant annet på grunn av mer stabile finansielle data. Dette gjør at fremtidige kontantstrømmer kan estimeres med større sikkerhet. For det andre er det viktig for verdsettelsen at det eksisterer komparative selskaper som kan danne et bransjegjennomsnitt.

En ulempe ved fundamental verdsettelse er at denne teknikken gjerne er mer tidkrevende og omstendelig enn de to andre teknikkene. Resultatet man får er i tillegg gjerne mer sensitivt overfor viktige data, slik som avkastningskrav, inntektsvekst og marginer (Dahl & Boye, 1997, s. 37). Disse faktorene gjør at teknikken i mindre grad benyttes av analytikere. Det er i tillegg krevende å lage gode prognoser for hvordan kontantstrømmene vil bli i fremtiden, både når det gjelder tidsbruk og innsikten som kreves. Det er også gjerne slik at man ikke alltid har tilgang på den informasjonen man trenger for å kunne estimere de fremtidige kontantstrømmene.

Er det imidlertid slik at nåværende kontantstrømmer er positive og estimatene for fremtidige perioder virker pålitelige, vil fundamental verdsettelse kunne være en mindre utfordrende teknikk å anvende på selskaper og eiendeler (Damodaran, 2012, s. 11). Sammenlignet med de andre verdsettelsesteknikkene er det i tillegg en mer helhetlig tilnærming. Teknikken gir samtidig verdifull innsikt i selskapet slik at man i større grad er i stand til å vurdere de forutsetningene som ligger til grunn for estimatene. Fundamental verdsettelse er i tillegg sentral

ved bruk av de andre verdsettelsesteknikkene, og er derfor en teknikk det er viktig å forstå (Damodaran, 2012, s. 11).

Ved fundamental verdsettelse skiller man mellom to ulike metoder: egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden (Damodaran, 2012, s. 12). Begge metodene bygger på samme prinsipielle tilnærming, men har relativt ulik fremgangsmåte. Dersom bruken er konsistent vil imidlertid begge metodene gi samme verdiestimat, gitt at alle krav beregnes ved bruk av virkelige verdivekter (Damodaran, 2012, s. 14).

Egenkapitalmetoden

Ved bruk av egenkapitalmetoden foretar man en direkte verdsettelse av egenkapitalen. Dette innebærer at man neddiskonterer den fremtidige kontantstrømmen til egenkapitalen ved hjelp av et egenkapitalkrav (Damodaran, 2012, s. 13). Dette kan gjøres ved å benytte fire ulike modeller: utbyttmodellen, fri kontantstrømmmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Fri kontantstrømmmodellen er gjerne den mest brukte og vanligste modellen å ta utgangspunkt i. Modellene har ulike fremgangsmåter, men dersom de benyttes konsistent vil de alle gi et sammenfallende verdiestimat.

Selskapskapitalmetoden

Ved bruk av selskapskapitalmetoden foretar man på den annen side en mer indirekte verdsettelse av egenkapitalen. For å finne verdien av egenkapitalen må man først finne verdien av selskapet («Enterprise value», EV). Videre trekker man fra verdien av selskapets finansielle gjeld og eventuelle minoritetsinteresser (Damodaran, 2012, s. 13-14), og følgelig vil man sitte igjen med egenkapitalverdien. I denne sammenheng kan selskapsverdien defineres i form av tre ulike mål: total kapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital. Ettersom total kapitalen i liten grad skiller mellom driftsrelaterte og finansielle poster, foretrekkes gjerne de to sistnevnte, sysselsatt kapital og netto driftskapital. Selskapskapitalmetoden kan gjennomføres ved bruk av tre ulike modeller: fri kontantstrømmmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Som ved egenkapitalmetoden har modellene ulik fremgangsmåte, men er allikevel ekvivalente og vil gi sammenfallende verdiestimat ved konsistent bruk.

3.1.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse er en verdsettelsesteknikk der en verdsetter et selskap basert på hva tilsvarende selskaper eller eiendeler blir omsatt for i markedet (Kaldestad & Møller, 2016, s.

30). Ved komparativ verdsettelse kan man benytte to ulike modeller; multiplikatormodellen og substansverdimodellen (Damodaran, 2012, s. 19).

Multiplikatormodellen

Ved bruk av multiplikatormodellen estimeres selskapets egenkapitalverdi ved å sammenligne verdien av egenkapitalen eller selskapskapitalen til verdsettelsesobjektet med børs- eller selskapsverdien til komparative selskaper innenfor samme bransje (Kaldestad & Møller, 2016, s. 31). I så måte utgjør en multiplikator forholdet mellom selskapets børs- eller selskapsverdi og nøkkeltall hentet fra finansregnskapet (Penman, 2013, s. 76). Eksempler på multiplikatorer som brukes mye i praksis er pris/bok, pris/fortjeneste og EV/EBITDA (Penman, 2013, s. 76). Fordelen med multiplikatormodellen er at den er enkel, intuitiv, samt lite tid- og ressurskrevende. Modellen anses som et godt supplement til fundamental verdsettelse. I tillegg vil bruk av multiplikatorer gi større sannsynlighet for å fange opp stemningen i markedet, da disse måler relativ verdi og ikke egenverdi. Utfordringen er imidlertid at det ofte er vanskelig å finne gode sammenligninger, slik at man må foreta nødvendige justeringer når det gjelder fundamentale forhold. Bruk av multiplikatorer kan samtidig resultere i feilbeslutninger, ettersom variabler som risiko, vekst og fremtidig kontantstrømpotensial i stor grad ignoreres. Videre kan stemningen i markedet bidra til at selskapet som verdsettes overvurderes eller undervurderes, avhengig av om stemningen er optimistisk eller pessimistisk. Modellen er samtidig sårbar for manipulasjon ved utvelgelse av multiplikatorer og komparative selskaper (Damodaran, 2012, s. 453).

Substansverdimodellen

Substansverdimodellen estimerer selskapets egenkapitalverdi ved å ta utgangspunkt i selskapets eiendeler og gjeld, i stedet for dets egenkapital. Egenkapitalverdien estimeres således ved å legge sammen markedsverdien av selskapets eiendeler, for så å trekke fra markedsverdien av selskapets gjeld (Penman, 2013, s. 82). Dette forutsetter at man enten kan hente inn nødvendig informasjon ved bruk av observerbare markedsverdier på selskapets eiendeler, eller at det lett lar seg gjøre å estimere verdier ved å sammenligne med salgsverdien til lignende eiendeler i markedet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 31). I praksis viser det seg imidlertid at dette er utfordrende. I et tradisjonelt selskap hvor bruksverdien til de materielle eiendelene gjerne er høyere enn salgsverdien, vil modellen følgelig undervurdere verdiene. I tillegg er modellen lite egnet for bransjer hvor selskapene i stor grad er i besittelse av immaterielle eiendeler, da det er vanskelig å estimere markedsverdien til slike eiendeler. Til tross for dette er modellen relativt

godt egnet for oppstartsselskaper og i de tilfellene hvor det er stor usikkerhet knyttet til fortsatt drift eller avvikling (Knivsflå, 2016p).

3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse er en verdsettelsesteknikk som tar utgangspunkt i realopsjoner. En opsjon defineres som en rett, men ikke en plikt, til å kjøpe eller selge et underliggende aktivum innen eller på et bestemt tidspunkt i fremtiden, til en forhåndsbestemt pris (Damodaran, 2012, s. 87). Ved realopsjoner utgjør en fremtidig forretningsbeslutning eller investeringsmulighet det underliggende aktivumet. Realopsjoner gjør det mulig å avhende, utvide eller utsette en investering til et senere tidspunkt, og innebærer i så måte en fleksibilitet. I tradisjonell fundamental verdsettelse kan verdien av denne fleksibiliteten ofte undervurderes ved at den vanskelig lar seg reflektere i fundamentalverdien. I en opsjonsbasert verdsettelse blir dermed verdien av realopsjoner inkludert separat, slik at verdien av selskapet er summen av nåverdien av den statiske verdien og nåverdien av fleksibiliteten (Kaldestad & Møller, 2016, s. 32)

En stor utfordring med verdsettelsesteknikken er imidlertid at det er stor usikkerhet knyttet til beregningen av variablene som inngår. Eksempelvis vil volatiliteten og opsjonens levetid i mange tilfeller være svært usikre, og dermed redusere påliteligheten til det endelige verdiesestimater. I tillegg er det også risiko for at man innregner fleksibiliteten dobbelt i en opsjonsbasert verdsettelse. Dette vil kunne skje dersom nåverdien av fleksibiliteten er inkludert i den neddiskonterte kontantstrømmen eller i vekstfaktoren, ettersom opsjonsbasert verdsettelse forutsetter at en fundamental verdsettelse av den statiske verdien ligger til grunn (Kaldestad & Møller, 2016, s. 32)

3.2 Valg av verdsettelsesteknikk

I vår verdsettelse av Netflix velger vi å ta i bruk fundamental verdsettelse som hovedteknikk. Verdsettelsesteknikken tillater svært grundige analyser i alle steg av verdsettelsesprosessen, og er i tillegg den teknikken som i størst grad gjenspeiler Netflix sine underliggende verdier og fremtidsutsikter. Netflix ble etablert i 1997 og børsnotert i 2002, og vi har dermed god tilgang på historiske regnskapstall og offentlig informasjon, hvilket er en forutsetning for fundamental verdsettelse. Videre egner verdsettelsesteknikken seg best for selskaper i en moden fase av livssyklusen, med en stabil finansiell utvikling. Således kan dette utgjøre en svakhet i verdsettelsen av Netflix, ettersom selskapet fortsatt er i en vekstfase. Vi vil derfor supplementere den fundamentale verdsettelsen med en komparativ verdsettelse i form av

multiplikatormodellen. Dette vil føre til at stemningen i markedet også tas i betraktning, samtidig som det vil danne et sammenligningsgrunnlag og bidra til å øke verdiesimatets presisjon.

I praksis er det ofte problematisk å benytte seg av opsjonsbasert verdsettelse. Årsaken til dette er, som nevnt, at de fleste variablene som er nødvendige i beregningen av opsjonsverdier er preget av høy estimatusikkerhet. Videre er det ingen tydelige realopsjoner å identifisere på nåværende tidspunkt for Netflix, og metoden er i så måte lite egnet for våre formål.

3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Vi vil i denne utredningen ta utgangspunkt i Penman sitt rammeverk for fundamental verdsettelse. Dette rammeverket tar utgangspunkt i offentlig informasjon og består av fem steg: strategisk analyse, regnskapsanalyse, fremtidsregnskap, verdsettelse og handelsstrategi (Penman, 2013, s. 85). Disse fem stegene vil kort presenteres i det følgende.

Steg 1: Strategisk analyse

Strategisk analyse er en kvalitativ analyse hvor man ser nærmere på selskapets underliggende økonomiske forhold (Palepu, Healy & Peek, 2013, s. 13). Gjennom offentlig informasjon er målet å få innsikt i selskapets nåværende og fremtidige lønnsomhet ved å avdekke sentrale lønnsomhetsdrivere internt i selskapet, i makroomgivelsene og i bransjen. Man vil samtidig få innsikt i hvilke risikoer som kan true lønnsomheten. Den strategiske analysen består gjerne av en intern ressursorientert analyse og en ekstern bransjeorientert analyse. Innsikten man får gjennom den strategiske analysen danner et godt grunnlag for vurdering av kvaliteten på den kvantitative regnskapsanalysen, og representerer samtidig et viktig steg på veien mot å utarbeide et fremtidsregnskap og et estimat på selskapets egenkapitalverdi.

Steg 2: Regnskapsanalyse

Regnskapsanalysen er en kvantitativ analyse av de underliggende økonomiske forholdene i et selskap (Palepu et al., 2013, s. 14). Denne analysen vil supplementere den strategiske analysen ved at det settes tall på rentabilitet og risiko, slik at strategisk fordel og risiko kvantifiseres (Knivsflå, 2016a). Det vil være to målsettinger ved en slik analyse; å vurdere hvorvidt regnskapet reflekterer underliggende økonomiske realiteter, samt å analysere de historiske regnskapstallene slik at det er mulig å forstå hva som historisk sett har drevet lønnsomheten. I regnskapsanalysen vil regnskapstallene fra selskapets årsrapporter omgrupperes, slik at de blir

bedre egnet for bruk i en investororientert analyse. For å gi en bedre prediksjonsverdi må tallene i tillegg justeres for eventuelle målefeil.

Steg 3: Fremtidsregnskap

Det tredje steget går ut på å utarbeide et fremtidsregnskap og fremtidskrav. Dette gjøres på bakgrunn av innsikten om underliggende risiko og strategisk fordel fra den strategiske regnskapsanalysen i første og andre steg (Knivsflå, 2016j). I denne forbindelse må utviklingen til en rekke sentrale budsjett drivere prognostiseres og fremskrives, ettersom disse vil danne grunnlag for det forventede fremtidsregnskapet. Med bakgrunn i økonomisk teori estimerer man deretter de tilhørende avkastningskravene, også kalt fremtidskrav.

Steg 4: Verdsettelse

På bakgrunn av fremtidsregnskap og fremtidskrav utarbeidet i steg tre, gjennomføres så selve verdsettelsen. Ved bruk av fundamental verdsettelse, herunder egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden, estimeres verdien av egenkapitalen. Som nevnt er disse to metodene relativt ulike i praksis, men dersom man er konsistent i bruken vil begge metodene allikevel gi det samme verdiestimatet, gitt at alle krav beregnes ved bruk av virkelige verdivekter (Damodaran, 2012, s. 14). Egenkapitalverdien estimeres i begge tilfeller ved å først neddiskontere relevante fremtidsverdier med et risikojustert krav, slik at man får et første verdiestimat. Videre anvendes verdiestimatet i en konvergeringsprosess for å finne det endelige fundamentale verdiestimatet. Avslutningsvis må det gjennomføres en justering for konkurrisiko, samt en usikkerhetsanalyse. I tillegg bør supplerende verdsettelsesteknikker benyttes for å få et mer presist verdiestimat.

Steg 5: Handelsstrategi

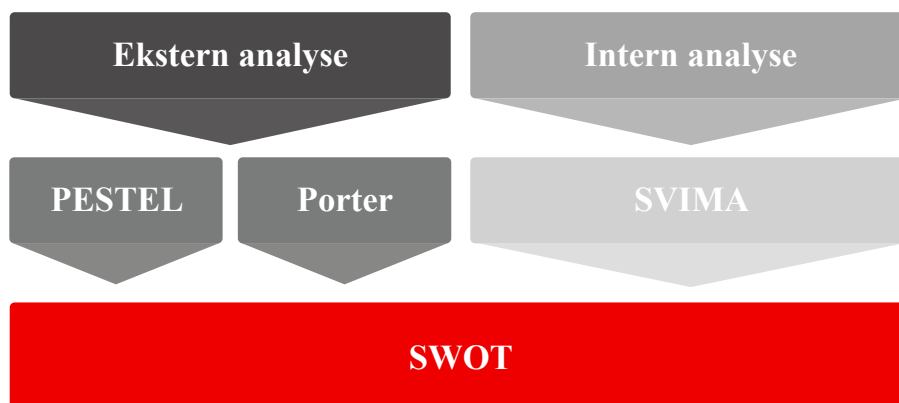
Det siste steget i den fundamentale verdsettelsen er å avgjøre hvilken handelsstrategi som anbefales på bakgrunn av verdiestimatet man har kommet frem til. I den forbindelse settes endelig verdiestimat opp mot børskursen på verdsettelsestidspunktet, og man må så gjøre en vurdering om hvorvidt aksjenes markedsverdi synes å være over- eller underpriset. På bakgrunn av denne vurderingen utarbeides en handelsstrategi med en anbefaling om å enten selge, holde eller kjøpe aksjen (Penman, 2013, s. 86).

4 Strategisk analyse

Vi skal i dette kapitlet gjennomføre en strategisk analyse for å få innsikt i bransjen for videounderholdning, samt Netflix sine underliggende økonomiske forhold. Basert på dette vil vi kunne komme med et anslag på selskapets strategiske fordel. Dette vil være viktig for få en bedre forståelse av den kvantitative historiske analysen, samt gi et godt grunnlag for å estimere de fremtidige kontantstrømmene og prognosene. Den strategiske analysen danner dermed et viktig grunnlag for den videre verdsettelsen av Netflix og den endelige handelsstrategien.

Den strategiske analysen består av to deler; en ekstern bransjeorientert analyse og en intern ressursorientert analyse. For den eksterne bransjeorienterte analysen vil vi ta utgangspunkt i PESTEL-rammeverket for å få innsikt i viktige makroforhold og ytre påvirkninger i bransjens omgivelser, samt Michael Porters fem krefter for å analysere attraktiviteten og lønnsomheten i bransjen. Den eksterne analysen vil så legge grunnlag for å vurdere hvorvidt det eksisterer forhold i omgivelsene som gir eller kan gi opphav til bransjefordeler. Videre vil den interne ressursorienterte analysen basere seg på SVIMA-modellen, hvorav selskapets interne ressurser vil kartlegges og analyseres. Målet vil være å avdekke eventuelle konkurransefortrinn, altså identifisere forhold som kan gi opphav til ressursfordeler. Avslutningsvis vil vi oppsummere de viktigste funnene fra den strategiske analysen gjennom en SWOT-analyse.

Ved å benytte et utvalg ulike rammeverk vil resultatet fra den strategiske analysen kunne styrkes, ettersom de sammen vil bidra til å eliminere svakhetene ved hvert enkelt verktøy. Figur 4.1 viser den strategiske analysens struktur, og følgelig sammenhengen mellom de ulike analyseverktøyene:



Figur 4.1: Den strategiske analysens struktur

4.1 Ekstern bransjeorientert analyse

Den eksterne bransjeorienterte analysen gir et oversiktlig bilde av bransjen, samt forholdene som omgir selskapet, både i form av kortsiktige og langsiktige muligheter og trusler (Johnson, Whittington, Scholes, Angvix, & Regnér, 2013, s. 33). PESTEL-rammeverket og Porters fem krefter vil, som nevnt, benyttes for å belyse dette. En rekke ulike faktorer vil ha innvirkning på makro- og bransjeforholdene i videounderholdningsbransjen. På bakgrunn av kapittel 2 har vi derfor gjort et utvalg av de faktorene vi mener har størst innvirkning på bransjen og konkurransesituasjonen.

4.1.1 PESTEL

PESTEL er en samfunns- og trendanalyse som benyttes for å analysere hvilke makrofaktorer som påvirker selskapene i en bestemt bransje. Det strategiske rammeverket deler makrofaktorene inn i seks ulike, men ofte korrelerte kategorier: politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske forhold (Johnson et al., 2013, s. 34). Disse kategoriene understreker at makroomgivelsene ikke bare handler om økonomiske krefter, men også en rekke andre viktige forhold. Formålet med rammeverket er å sette fokus på hvilke makrofaktorer som er mest kritiske for selskapene, både i dag og i fremtiden (Løwendahl & Wenstøp, 2010, s. 209). Vi velger i denne utredningen å kombinere politiske og juridiske forhold som følge av høy korrelasjon mellom disse to makrofaktorene.

4.1.1.1 Politiske og juridiske forhold

Politiske og juridiske forhold omfatter lover, reguleringer og politiske beslutninger fra myndighetene som kan påvirke bransjen, og følgelig aktørene i denne bransjen (Henry, 2008, s. 53). Vi vil i det videre vektlegge følgende forhold: bransjemessige reguleringer i form av nettverksnøytralitet, internasjonale reguleringer, immaterielle rettigheter og skattepolitikk. Disse forholdene vil ha innvirkning på videounderholdningsbransjens daglige drift og fremtidige vekstpotensial.

Bransjemessige reguleringer - Nettverksnøytralitet

For aktørene i videounderholdningsbransjen er *nettverksnøytralitet* svært viktig, da det vil ha stor innvirkning på infrastrukturen. Nettverksnøytralitet er prinsippet om at internettleverandører (ISPs) og staten skal behandle all data på Internett likt, uavhengig av innhold, bruker, plattform, applikasjon og enhet (Net Neutrality, u.å.). Alle forbrukere vil dermed ha lik tilgang til alt lovlig innhold, enten man ønsker å se en film på Netflix eller lytte

til musikk på Spotify. Prinsippet krever at alle internettleverandører tilbyr samme tilgang på data og datahastighet til alle, og at trafikk til en tjeneste eller nettside ikke kan blokkeres eller degraderes. Internettleverandører har heller ikke lov til å inngå spesielle avtaler med tjenester og nettsider slik at de får forbedret internetttilgang og hastighet.

Per april 2017 foreligger det forskrifter i både USA og Europa som krever nettverksnøytralitet (Global Net Neutrality Coalition, u.å.). Disse forskriftene har imidlertid vært gjenstand for voldsom debatt de siste årene, og da særlig i USA. Barack Obama-administrasjonen var svært positive til nettverksnøytralitet, noe Donald Trump-administrasjonen derimot ikke er. Nåværende leder for *The Federal Communications Commission (FFC)*, Ajit Pai, uttalte i januar 2017 at FFC gjorde en feil da de innførte nettverksnøytralitet, ettersom det har medført stor usikkerhet i bredbåndsmarkedet, hvilket er negativt for investeringer og markedsvekst (Fiegerman, 2017). Det er derfor mye som tyder på at det vil forekomme *dereguleringer* på dette området (Free Press, u.å.). Ifølge Pai vil bredbåndsmarkedet ha større nytte av å være mer deregulert enn det er i dag, og dersom det skulle bli aktuelt vil de nye reguleringene støttes opp av godt etablerte prinsipper for konkurranselovgivning (Shepardson, 2017).

Ved at regelverket for nettverksnøytralitet endres vil tilbydere av strømmetjenester, slik som Netflix, kunne møte stor trussel. Strømmeselskapenes eksistens avhenger av Internett, og på grunn av det store båndbreddebehovet slike tjenester medfører, vil dette kunne føre til høyere kostnader for forbrukerne. Dersom forbrukernes kostnad blir for høy som følge av manglende nettverksnøytralitet, vil dette kunne ha negativ innvirkning på etterspørselen. Fraværet av en slik lov kan videre bety at internettleverandørene kan redusere hastighet og tilgang til enkelte nettsider, så sant strømmeselskapene ikke betaler ekstra for dette (Fiegerman, 2017). Dette kan føre til at noen internettleverandører prioriterer visse strømmetjenester over andre, slik at det oppstår dårligere konkurransevilkår og monopollignende tilstander. Dette vil da gjøre det vanskelig for de som holdes utenfor og nå frem til forbrukerne, særlig i de tilfellene hvor internettleverandørene eier sine egne kringkastningsnettverk. Eksempelvis vil dette gjelde for Comcast som er eier av NBC Universal (Ulanoff, 2017), som vil kunne favorisere tilgang til eget innhold, fremfor innhold fra andre selskaper.

På grunn av ovenstående forhold er Netflix og en rekke andre selskaper opptatt av å bevare nettverksnøytraliteten, selv om trusselen tilknyttet manglende nettverksnøytralitet ikke er like stor for store og velkjente selskaper, som for mindre aktører. De store selskapene har gjerne et

merkenavn mange kjenner, en stor medlemsbase, samt større mulighet til å forhandle gjensidig fordelaktige avtaler med store internettleverandører. Dette er fordeler som mindre og gjerne nyoppstartede selskaper ikke har, noe som kan gjøre det vanskelig for dem å skape fotfeste, og følgelig drive lønnsomt.

Internasjonale reguleringer

En rekke av aktørene i videounderholdningsbransjen opererer internasjonalt, og dette bringer med seg en rekke utfordringer, ettersom ulike lands *lover og regler* kan bidra til å *hindre selskapenes vekst* i de respektive landene. I forbindelse med den globale ekspansjonen i 2016 møtte Netflix blant annet på problemer i det muslimske landet Indonesia. Landets største telekommunikasjonstilbyder, PT Telekomunikasi Indonesia Tbk, begynte å blokkere Netflix, da selskapet mente at Netflix ikke hadde tillatelse til å operere (Lecher, 2016). Videre hevdet de at innholdet Netflix tilbød var både voldelig og seksuelt, og følgelig ikke møtte landets sensurstandarder. Dette har bydd på store utfordringer for Netflix, og skaper følgelig vanskeligheter når det gjelder å tilby strømmetjenesten i Indonesia.

Per 2017 tilbyr Netflix sin strømmetjeneste i mer enn 190 av verdens land. Til tross for dette opererer ikke selskapet i Kina, verdens største potensielle marked. Årsaken til dette er at sensur og andre regulatoriske begrensninger gjør det svært vanskelig for strømmeselskapene å ekspandere til dette markedet (Poletti, 2016). Selskapene møter i tillegg stor konkurranse fra en rekke aktører som allerede er godt etablert på det kinesiske markedet, hvorav disse gjerne har svært tette bånd med myndighetene og i tillegg ofte får statlig støtte (Greenberg, 2016b).

Videre er Europa et viktig marked for aktørene som tilbyr strømmetjenester. Ifølge EU benytter så mange som halvparten av internett-brukerne i EU seg av strømmetjenester (Fossheim, 2017). I begynnelsen av 2017 besluttet EU-kommisjonen, Ministerrådet og Europaparlamentet å liberalisere regelverket som gjør at abonnementene av en strømmetjeneste ikke får sett på innhold fra sitt eget hjemland når de befinner seg i et annet land innenfor EU (Fossheim, 2017). Dette nye regelverket er planlagt å tre i kraft i begynnelsen av 2018, og vil gjelde alt fra filmer, TV-serier, sportsbegivenheter, e-bøker, videospill og musikkjenester (Amundsen, 2017). Med dagens regelverk er det vanskelig å få tilgang til innhold fra andre land, noe som har ført til varierende innholdsbibliotek. I praksis ønsker EU å forhindre at tilbyderne av strømmetjenester bruker medlemmenes IP-adresser til å identifisere hvilket land de befinner seg i. Dermed vil folk kunne reise rundt i Europa og fortsatt ha tilgang til strømmetjenestene de abonnerer på,

men som de tidligere ikke fikk benyttet fullt ut eller i det hele tatt i andre land på grunn av rettighetsproblemer. Det er imidlertid verdt å merke seg at dette nye regelverket ikke vil resultere i at de forskjellige landene vil få det nøyaktig samme innholdsbiblioteket. Endringen som trer i kraft vil ikke gjøre at medlemmene vil kunne se innhold fra hele Europa, men dette kan selvfølgelig endre seg i fremtiden.

Med denne regelverksendringen tar EU således et skritt nærmere et digitalt indre marked på forbrukernes premisser, som ikke lengre skaper kunstige barrierer som bryter med selve prinsippet om et felles marked (Amundsen, 2017). Dette gjør at strømmetjenestene vil kunne tilby medlemmene sine en bedre tjeneste, som de kan utnytte hvor enn de befinner seg i store deler av Europa. Det vil i tillegg bidra til å gjøre lovlige tjenester mer attraktive, til fordel for eksempelvis piratkopiering.

Immaterielle rettigheter

Tatt i betraktning at videoinnhold er hovedproduktet i videounderholdningsbransjen, utgjør *immaterielle rettigheter* en vesentlig del av både konkurransen og inntektskilden for de ulike aktørene. Lovene som omhandler immaterielle rettigheter omfatter alt fra opphavsrettigheter og patenter til varemerker og lisensiering. For aktørene i videounderholdningsbransjen er det særlig regelverket for programvare og andre digitale filtyper som gjør seg gjeldende, jamfør delkapittel 2.1.2. Foretas det *lovendringer* på dette området vil det kunne påvirke selskapene som tilbyr strømmetjenester i stor grad. Dette kan blant annet ha innvirkning på selskapenes mulighet til å distribuere innhold til abonnentene, noe som vil kunne ha betydelig effekt på lønnsomheten (Fritz, 2009).

Skattepolitikk

Med strømmetjenestenes inntog i markedet, har også *beskatning for bruk av Internett* blitt et mye omdiskutert tema i den amerikanske politikken. Det er i dag fremdeles mange forbrukere av tradisjonell kabel-TV, men allikevel blir andelen «cord-cutters» stadig større. Kabelselskapene er ikke de eneste som taper penger på dette. Etersom de månedlige kostnadene til kabel-TV er beskattet, i motsetning til internettbasert strømming, vil også amerikanske byer og stater oppleve inntektstap i form av reduserte skatteinntekter.

For å kompensere for inntektstapet har flere amerikanske stater og byer innført skatt for bruk av Internett. I 2015 var Chicago den første amerikanske storbyen til å vedta en skatt på 9% på

digitale underholdningstjenester. Denne skatten er høyere enn den lokale skatten på kabel-TV, og rammer ikke bare strømmetjenester, men også spill-, lyd-, og musikkjenester (Grabar, 2016)

«Internet Tax Freedom Act», har imidlertid begrenset innføringen av internettskatter i USA. Dette er en lov vedtatt i 1998, som fastsetter at ingen statlig eller politisk underavdeling av en stat kan ilegge skatt på Internett eller diskriminerende skatter på elektronisk handel (Stupak, 2016). Utfordringen ligger derfor i hvorvidt skattene tilknyttet internettbaserte strømmetjenester anses som diskriminerende ifølge denne loven (Wright, 2016), hvorav mange hevder at internettskatten krenker forbruker rettigheter. Det er derfor viktig at aktørene innen videounderholdning følger nøye med på aktuelle lovreguleringer innen dette temaet videre fremover, da dette kan utgjøre en potensiell stor trussel.

4.1.1.2 Økonomiske forhold

Økonomiske forhold tar for seg hvordan utviklingen i nasjonal og internasjonal økonomi påvirker videounderholdningsbransjen (Johnson et al., 2013, s. 36). I det videre vil vi se nærmere på følgende forhold: konjunkturutvikling og etterspørsel, arbeidsledighet, renteutvikling, valutakursutvikling og inntektsnivå. Vi vil hovedsakelig konsentrere oss om utviklingen i amerikansk økonomi, ettersom Netflix og de sammenlignbare aktørene driver sin hovedvirksomhet i USA. Det er imidlertid verdt å merke seg at den økonomiske situasjonen i andre land vil kunne være av tilsvarende betydning, da flere av aktørene har ekspandert internasjonalt og følgelig opererer i flere land.

Konjunkturutvikling og etterspørsel

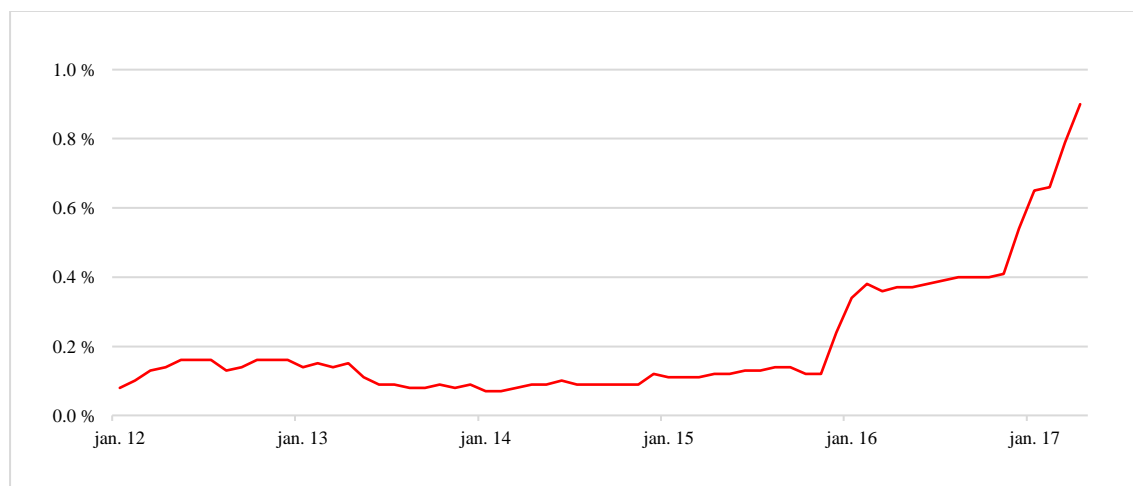
Bruttonasjonalprodukt (BNP) er verdien av de varer og tjenester som produseres i et land i løpet av et år, og er et vanlig mål på veksten i et land. Nominell BNP-vekst for USA var i 2016 på 1,6%, og BNP-vekst for hele verden var på 3% (OECD, 2017). Dette er lavere enn gjennomsnittet på lang sikt, og indikerer at verdensøkonomien er inne i en lavkonjunktur. Ettersom strømmetjenester gjerne blir sett på som et luksusgode er det naturlig å anta at etterspørselen er synkende under økonomiske nedgangstider. Det har imidlertid vist seg at *etterspørselen* etter strømmetjenester historisk sett har hatt betydelig vekst uavhengig av den økonomiske situasjonen. Det kan dermed virke som at videounderholdningsbransjen i *mindre grad er utsatt for den generelle konjunkturutviklingen*.

Arbeidsledighet

Arbeidsledigheten i USA har hatt en nedadgående trend de siste fem årene, hvorav den per mars 2017 lå på 4,5% (NCSL, 2017). Synkende arbeidsledighet som følge av bedre økonomiske tider vil normalt sett føre til økt lønnsomhet blant selskaper. I videounderholdningsbransjen kan det tenkes at situasjonen er en annen. En synkende arbeidsledighet vil føre til at mennesker har mindre tid til rådighet, og mange vil gjerne i mindre grad bruke fritiden på videounderholdning. På den annen side, vil økt disponibel inntekt som følge av en lavere arbeidsledighetsrate kunne resultere i at forbrukerne kan ta seg råd til strømming fremfor rimeligere TV-løsninger.

Renteutvikling

Den generelle konjunkturutviklingen påvirker videre fastsettelsen av den amerikanske styringsrenten. Den amerikanske styringsrenten har holdt et historisk lavt nivå det siste tiåret for å stimulere til økt forbruk og økonomisk vekst. USAs sentralbank, Federal Reserve, vedtok imidlertid i desember 2015 å øke styringsrenten. Dette var den første endringen i renten siden 2008, da sentralbanken styrte etter en nullrentepolitikk. I desember 2016 og mars 2017 ble styringsrenten satt opp med ytterligere 25 basispunkter og ligger per dags dato i intervallet 0,75% til 1,00% (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2017). Den nylig økte styringsrenten tilsier økte forventninger til den amerikanske økonomien.



Figur 4.2: Utvikling i effektiv styringsrente (Effective Federal Funds Rate, 2017)

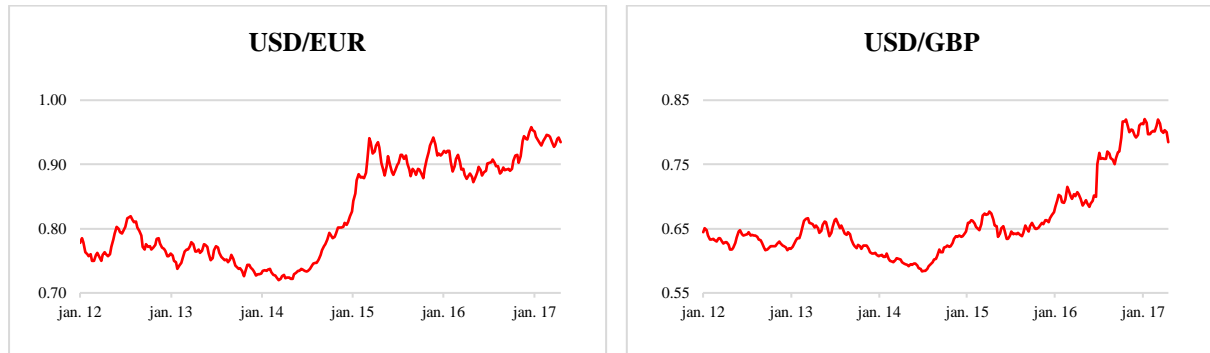
Prognoser viser at forventninger knyttet til den fremtidige styringsrenten er svært usikre (Oyedele, 2016). Det spekuleres mye i om Federal Reserve vil øke takten i renteøkninger ytterligere i løpet av 2017. Dette skyldes hovedsakelig den nyvalgte presidenten, Donald

Trump, som gjennom valgkampen har lovet skattecutt og økte investeringer i infrastruktur. Dette taler for økt aktivitet i økonomien, og tilsvarende økt inflasjon.

Styringsrenten påvirker blant annet bankenes innskudds- og utlånsrenter. Strømmeselskapene investerer typisk store summer i distribusjonsrettigheter og markedsføring, hvilket har ført til *stor låneaktivitet i bransjen*. Rentenivået utgjør på denne måten en stor trussel. Ifølge årsrapporten til Netflix er imidlertid den langsiktige gjelden i faste rentebetingelser, hvilket gjør dem mindre eksponert for endringer i rentenivået (Netflix, Inc., 2017).

Valutakursutvikling

En stor del av omsetningen i videounderholdningsbransjen handles i utenlandsk valuta. Dette gjør at aktørene er *eksponert overfor valutarisiko*. Store svingninger i valutakursen vil påvirke kontantstrømmer og resultat, og kan således utgjøre en stor trussel for selskapene. Den amerikanske dollaren (USD) har i løpet av de siste tre årene styrket seg kraftig i forhold til viktige utenlandske valutaer som euro (EUR) og britiske pund (GBP). Dette gjør det dyrere for amerikanske selskaper med USD som funksjonell valuta å drive virksomhet internasjonalt.

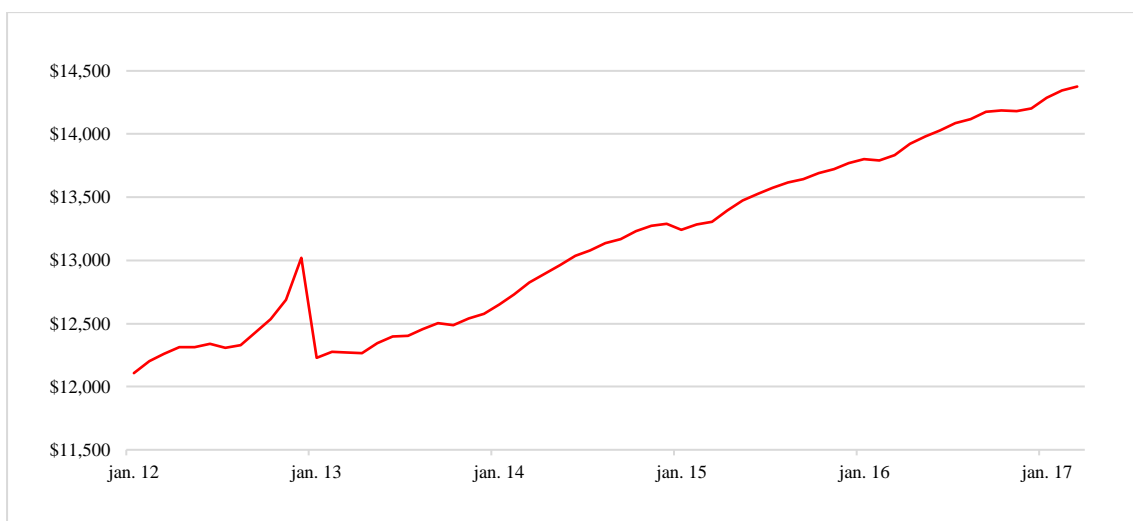


Figur 4.3: Valutakursutvikling (Oanda FX Rates, 2017)

I 2016 sto Netflix sine internasjonale inntekter og driftskostnader for henholdsvis 36% og 48% av de konsoliderte beløpene (Netflix, Inc., 2017). Dette utgjør dermed en stor markedsrisiko for selskapet, og avhenger av mange faktorer som vanskelig lar seg predikere. Netflix har i tillegg valgt å ikke anvende valutakontrakter eller derivater for å hedge risikoen knyttet til valutaeksponeringen, dette til tross for den enorme globale ekspansjonen i 2016. Av årsrapporten går det frem at de snarere engasjerer seg i naturlig hedging, ved at utgiftene i de internasjonale markedene blir betalt i lokal valuta for å sammenstille inntekten som blir opptjent fra medlemmene (Netflix, Inc., 2017).

Inntektsnivå

Amerikanske husholdningers økonomi er svært god sammenlignet med mange andre land. Dette henger sammen med en stadig *økende disponibel inntekt* blant amerikanerne, som det fremkommer av figur 4.4, noe som igjen fører til økt kjøpekraft og følgelig økt konsum (Kochhar, 2015). Basert på en undersøkelse utført av McKinsey, føler amerikanske forbrukere seg bedre når det gjelder deres økonomiske situasjon enn de gjorde for ett år siden (Magni, Martinez, & Motiwala, 2016). Dette fører til økt etterspørsel etter produkter og tjenester, deriblant strømmetjenester. Per 2016 utgjorde andelen som abonnerer på minst én strømmetjeneste 46% av amerikanere (Hill, 2016).



Figur 4.4: Utvikling i årlig disponibel inntekt (i milliarder) (Disposable Personal Income, 2017)

4.1.1.3 Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle forhold omfatter endringer i trender, kulturelle forhold og konsumentoppførsel (Henry, 2008, s. 56). I det følgende vil vi se nærmere på sosiale trender, demografi og kulturelle forskjeller, samt hvordan disse faktorene påvirker etterspørselen etter strømmetjenester.

Sosiale trender

Menneskers mediebruk har hatt en tydelig oppgang de siste årene. Per 2016 brukte en gjennomsnittlig amerikaner totalt 12 timer og 5 minutter* på ulike medier hver dag, noe som er en økning på nesten 1 time siden 2011 (eMarketer, 2016). Av disse timene ble 5 timer og 43 minutter benyttet på digitale medier, hvorav 1 time og 8 minutter gikk til digital video. Dette er en økning i bruk av digital video på mer enn 220% siden 2011. Samtidig kan man se at tradisjonell TV-titting har en noe avtakende trend. Stadig flere ser ut til å være misfornøyd med

de høye utgiftene, samt det delvis utdaterte konseptet lineær-TV bygger på (Plunkett Research Ltd., 2014). Derfor er det mange som velger å kutte lineær-TV helt ut, eller redusere omfanget av TV-pakkene de abonnerer på.

GJENNOMSNIITTLIG TIDBRUK PÅ MEDIER PER DAG FOR AMERIKANERE OVER 18 ÅR						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Digital	3:34	4:10	4:48	5:09	5:28	5:43
Mobil (ikke anrop)	0:46	1:28	2:15	2:37	2:53	3:06
Radio	0:16	0:26	0:32	0:39	0:44	0:47
Sosiale nettverk	0:04	0:09	0:18	0:23	0:26	0:29
Video	0:03	0:09	0:17	0:22	0:26	0:29
Annet	0:23	0:44	1:08	1:14	1:16	1:20
Datamaskin**	2:30	2:24	2:16	2:14	2:12	2:11
Video	0:12	0:20	0:22	0:23	0:24	0:25
Sosiale nettverk	0:21	0:22	0:17	0:16	0:15	0:14
Radio	0:12	0:07	0:06	0:06	0:06	0:06
Annet	1:45	1:35	1:31	1:28	1:27	1:26
Andre tilkoblede enheter	0:18	0:18	0:17	0:19	0:23	0:26
Video	0:06	0:06	0:07	0:09	0:13	0:14
Annet	0:12	0:12	0:10	0:10	0:10	0:12
TV**	4:34	4:38	4:31	4:22	4:11	4:05
Radio**	1:34	1:32	1:30	1:28	1:27	1:27
Print**	0:46	0:40	0:35	0:32	0:30	0:28
Aviser	0:28	0:24	0:20	0:18	0:17	0:16
Magasin	0:19	0:17	0:15	0:13	0:13	0:12
Annet***	0:39	0:38	0:31	0:26	0:24	0:22
Totalt	11:08	11:39	11:55	11:57	12:00	12:05

Merk: *Tidsbruk per medium inkluderer all tid brukt på dette mediet, uavhengig av multitasking; for eksempel vil én time foran datamaskin og TV samtidig telle som én time for datamaskin og én time for TV. ** inkluderer all internettaktivitet på datamaskin, *** ekskluderer digital.

Figur 4.5: Gjennomsnittlig tidsbruk på medier per dag for amerikanere over 18 år (eMarketer, 2016)

Utviklingen i mediebruk byr på store muligheter for strømmeselskapene, og henger i stor grad sammen med en rekke ulike trender, slik som økende bruk av mobiltelefoner og applikasjoner. I 2011 brukte den gjennomsnittlige amerikaner mobiltelefonen i 46 minutter per dag. Per 2016 hadde dette tallet økt til 3 timer og 6 minutter, hvilket tilsvarer en økning på mer enn 300% (eMarketer, 2016). Dette viser tydelig at mobiltelefonen har blitt og vil fortsette å være en viktig del av menneskers liv, noe som gjør det viktig å tilby gode og tilpassede mobilapplikasjoner.

Videre ønsker mennesker i større og større grad å bestemme selv hvor, når og hva slags videoinnhold de skal se på (Ooyala, 2015). Ved å benytte seg av ulike strømmetjenester vil dette behovet kunnet dekkes, særlig etter hvert som innholdstilbudet har blitt bedre og bedre. I tillegg har det skjedd endringer i forbrukernes atferd og preferanser når det kommer til hvordan de ser på TV, da det som nevnt har blitt stadig mer *populært med «TV-fråtsing»* blant

abonnentene. Det har dermed blitt en økende trend at de ulike strømmetjenestene gir medlemmene tilgang til alle episodene av en TV-serie samtidig. I en studie gjennomført av Netflix, hvor om lag 1 500 amerikanske forbrukere ble spurt, svarte 61% at respondentene at de «TV-fråtser», noe som i denne studien ble definert som å se mer enn to episoder av en TV-serie rett etter hverandre (Ohannessian, 2013).

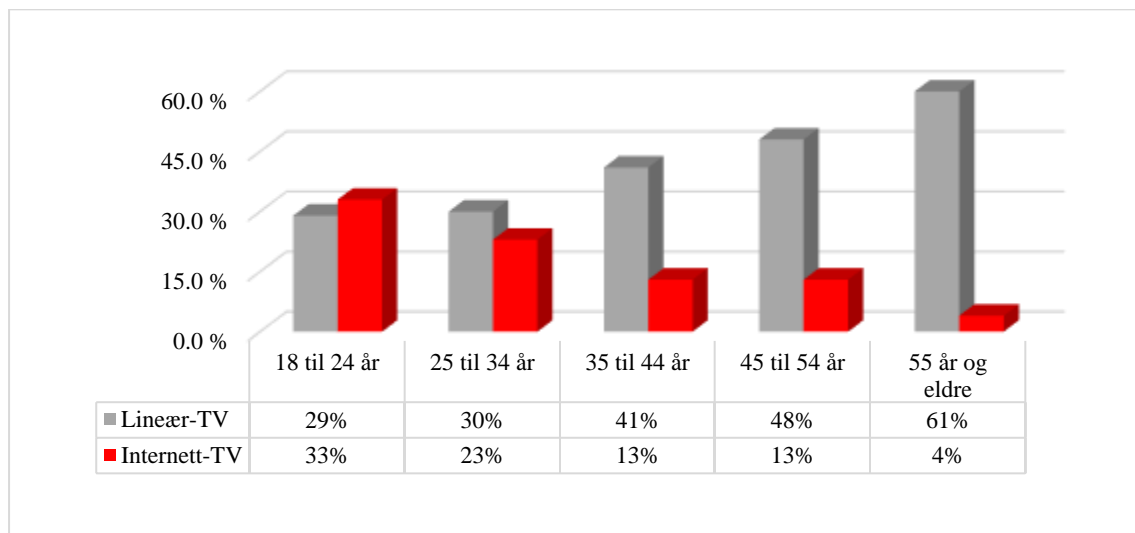
En annen viktig utvikling er at mange mennesker opplever hverdagen som stadig mer hektisk og stressende med et økende press og prestasjonsjag. For mange har dermed strømmetjenester og «TV-fråtsing» blitt en slags flukt fra den virkelige verden. En studie utført i samarbeid med Netflix viser at så mange som 76% av «TV-fråtserne» ser «TV-fråtsing» som et velkomment avbrekk i en travel hverdag (Bailey, 2015).

En siste viktig og truende trend er *piratkopiering*. Piratkopiering kan defineres som «kopiering av åndsverk eller lyd- eller videoopptak, uten tillatelse fra rettighetshaverne» (Piratkopiering, 2009). Dette har med tiden blitt et betydelig, men også ødeleggende underholdningsalternativ. Ifølge Edward J. Appel (2015, s. 114) koster piratkopiering den amerikanske økonomien 20,5 milliarder USD årlig, og til tross for at strømmetjenester har hatt en positiv effekt på bruken av piratkopiering, har andelen fildelinger økt med om lag 50% i USA siden 2010 (Steele, 2015). Medieorganisasjoner verden over jobber kontinuerlig for å stoppe dette, men for hver fildelende internettside som legges ned, er det enda flere som opprettes. I tillegg er det gjerne en lav andel av de som driver med fildeling som blir straffeforfulgt, slik at mange ikke ser noen trussel forbundet med dette (Steele, 2015). Det er derfor mange som velger å benytte seg av piratkopiering, da det er både gratis og byr på et bredt utvalg av innhold. Denne trenden utgjør en stor trussel for strømmeselskapene, og vil kunne ha en svært negativ effekt på etterspørselen etter strømmetjenester, særlig fordi piratkopiering bidrar til at selskapenes egenproduserte og eksklusive innhold mister noe av sin eksklusivitet. Ifølge Netflix utgjør piratkopiering en av deres største konkurrenter, hvorav særlig pirattjenesten Popcorn Time har vist seg å være en viktig aktør (Brownell, 2015).

Demografi

Andelen mennesker som er vokst opp i et samfunn hvor *teknologi og Internett* har vært en sentral faktor, er økende. Per dags dato omfatter dette hovedsakelig de menneskene som er en del av milleniumsgenerasjonen (22-40 år) og generasjon Z (0-21 år) (Team CGK, 2016). Det at disse menneskene er vokst opp med teknologi, påvirker hvordan de forholder seg til teknologi

og i hvor stor grad teknologi er en del av livet deres. Som det fremkommer av figur 4.6, bruker de yngre generasjonene mye mer tid på internettbasert TV sammenlignet med de eldre generasjonene, som i stor grad fortsatt holder seg til tradisjonell lineær-TV (Spangler, 2016). Dette tyder på et stort fremtidig potensial for de ulike strømmetjenestene, da andelen vokst opp med teknologi og Internett vil komme til å være enda større i fremtiden.



Figur 4.6: Prosentandel bruk på lineær-TV og Internett-TV i USA 2015 (Statista, u.å.b)

Kulturelle forskjeller

Ved internasjonal ekspansjon og etablering i nye, fremmede markeder, vil *kulturelle forskjeller* utgjøre en utfordring for aktørene i videounderholdningsbransjen. Hva slags innhold som etterspørres og tillates i de ulike landene, vil kunne avhenge av holdninger, etnisitet og religion. Dette vil igjen ha innvirkning på i hvilken grad blant annet vold, sex og politisk kritikk vil godtas. For å få innpass er det derfor viktig for aktørene å ha evnen til å tilpasse tjenesten til de ulike landene og deres smakspreferanser. Disse kulturelle forskjellene medfører at lokale konkurrenter gjerne vil ha et fortrinn, ettersom disse vil ha mer kunnskap om de kulturelle forskjellene og preferansene i området. Dette medfører en trussel for aktørene.

4.1.1.4 Teknologiske forhold

Teknologiske forhold omfatter hvordan innovasjon, forskning og teknologiutvikling kan ha innvirkning på bransjen (Johnson et al., 2013, s. 36). Vi vil i det følgende se nærmere på hvordan den teknologiske utviklingen har påvirket og kommer til å påvirke videounderholdningsbransjen i fremtiden.

I videounderholdningsbransjen er teknologi en avgjørende faktor når det kommer til selskapenes evne til å lykkes. Teknologi har stor innvirkning på ulike faktorer, som produktattributter, ressurser, kompetanse, konkurransevne og prestasjoner, og kan utgjøre skillet mellom det å være en sterk konkurrent og en svak konkurrent. Den *teknologiske utviklingen* i bransjen er i stadig endring og konkurransen mellom de ulike selskapene er stor når det kommer til teknologi. Selskapene må hele tiden tilstrebe å være ledere innen innovasjon og kreativitet for å ligge i forkant av konkurransen.

De siste tiårene har brakt med seg flere teknologiske fremskritt, hvilket har åpnet døren for nye muligheter. Kanskje den viktigste teknologiske utviklingen for videounderholdningsbransjen er den forbedrede *tilgangen og hastigheten til Internett*, spesielt i de mer utviklede landene. I dag er det helt normalt å ha internettforbindelse uavhengig av hvor du er, og ikke bare på datamaskiner, men også på smarttelefoner, nettbrett og andre smartenheter med internettforbindelse og høyoppløselige skjermer. Dette har fullstendig endret måten mennesker lever på i dag, og vi har opplevd et raskt skifte fra å fysisk leie eller kjøpe DVD-er til å se filmer og TV-programmer gjennom Internett.

Det kan tenkes at etterspørselen etter videounderholdning vil fortsette å øke fremover. Dersom bransjen skal møte etterspørselsveksten, vil det kreve forskning og tilstrekkelig tilgang på *teknologisk kompetanse* for å sikre teknologiutvikling. Dette krever at selskaper investerer store summer i forskning og utvikling. Ettersom plattformer, leveringsmetoder og forbruk utvikler seg raskt, tvinges selskapene til å tilpasse seg hurtig og de må hele tiden fortsette å modernisere forretningsmodellen for å opprettholde markedsandeler.

4.1.1.5 Miljømessige forhold

Miljømessige forhold omhandler hvordan selskapenes drift påvirker miljøet. I det videre vil vi diskutere bransjens miljøpåvirkning og da særlig med fokus på energiforbruk og klimautslipp.

Intuitivt kan miljømessige forhold virke som en lite avgjørende faktor for aktørene i videounderholdningsbransjen, ettersom driften tilknyttet strømmetjenester hovedsakelig foregår på Internett. Dette er imidlertid ikke nødvendigvis tilfelle, da det relativt *store energiforbruket* strømmetjenestene krever har stor innvirkning på miljøet. Gjennomsnittlig energiforbruk for å lade en mobiltelefon eller en datamaskin kan anses for å være nesten ubetydelig. Andelen energi som kreves for å strømme en video eller bruke en applikasjon på en

slik enhet er imidlertid ikke like ubetydelig. Årsaken til dette er at strømming av video eller bruk av en applikasjon medfører bruk av tjenester fra datasentre lokalisert over hele verden, og disse datasentrene bruker energi for å utføre de ulike prosessene som kreves for å overføre data gjennom nettverket og videre til forbrukerens enhet (Bawden, 2016).

I Netflix sitt tilfelle skulle man kanskje tro at overgangen fra fysisk DVD-utleie til strømming ville medføre en redusert *miljøpåvirkning* på grunn av den eliminerte forsendelsesprosessen. Slik er det derimot ikke, da energien som benyttes i forbindelse med frakt av utleide DVD-filmer faktisk er lavere enn energien som forbrukes ved strømming av filmer (Mathews, 2014). En studie sponset av *The American Coal Association* viser at én times strømming per uke tilsvarer et energiforbruk per år på mer enn det to nye kjøleskap forbruker (Myers, 2015). Med tanke på at en gjennomsnittlig Netflix abonnement bruker i overkant av ni timer på strømming per uke, hvilket utgjør 875 millioner timer strømming totalt sett, er det ingen tvil om at strømming krever en massiv andel energi (Netflix, Inc., 2017).

De siste ti årene har datasentre gått fra å forbruke omtrent ingenting til å forbruke omkring 3% av den globale elektrisitetsforsyningen. I tillegg står datasentrene for omkring 2% av det totale klimagassutslippet, noe som gir datasentrene et karbonutslipp på nivå med flybransjen (Bawden, 2016). Dette utslippet er økende og vokser med mer enn 13% hvert år, noe som i stor grad skyldes den eksploderende etterspørselen etter strømmetjenester (Finley, 2015).

Denne veksten i energiforbruk blir enda mer foruroligende når man tar med i beregningen at energikildene i denne sammenheng i hovedsak består av kull og naturgass, og ikke fornybare kilder som vind- eller solenergi. Energien som driver blant annet Amazon sitt datasenter Amazon Web Services (AWS) er sterkt avhengig av kull, naturgass og kjernekraft (González, 2017). AWS opererer som skyleverandør for en rekke store aktører, deriblant Netflix, og utgjør derfor en viktig del av driften for disse, noe som bidrar til å styrke andelen utslipp ytterligere.

Heldigvis har Amazon og store deler av de konsumentrettede internettelskapene startet en *gradvis overgang til mer fornybare energikilder*, selv om det fortsatt er en lang vei å gå for å oppveie den eksepsjonelle veksten i internettrafikk. Dette er en svært nødvendig utvikling, særlig fordi andelen energi forbrukt av datasentrene vil komme til å øke kraftig i årene som kommer (Bawden, 2016). Dette vil medføre et stort press på verdens kraftsystemer, uavhengig av om industrien klarer å skifte til 100% fornybar energi. Fortsetter ting slik de er i dag, vil ikke

datasentrenes nåværende vekst være bærekraftig utover de neste ti til femten årene, og vil således bli en stor bidragsyter til klimaendringene langt utover det de allerede er. Ifølge Ian Bitterlin, Storbritannias fremste datasenterekspert, vil den eneste langsiktige løsningen på energiproblemet innebære betydelige kutt i folks internettbruk i fremtiden, til tross for en revolusjon i datalagringskapasitet (Bawden, 2016). Dette vil følgelig utgjøre en trussel for strømmeselskapene, og det er viktig at de tar dette med i betraktning, til tross for at det ikke nødvendigvis har direkte innvirkning på dagens lønnsomhet.

4.1.1.6 Delkonklusjon

Vi kan oppsummere resultatene fra PESTEL-analysen i følgende figur:

MODERAT-HØY	<p>Politiske og juridiske forhold</p> <ul style="list-style-type: none"> - Fare for deregulering av nettverksnøytralitet - Internasjonale reguleringer begrenser veksten - Immaterielle rettigheter øker kostnadene - Ytterligere innføringer av internettskatt reduserer etterspørselen
MODERAT	<p>Økonomiske forhold</p> <ul style="list-style-type: none"> - Lite utsatt for den generelle konjunkturutviklingen i økonomien - Etterspørselsvekst - Eksponert for rentesvingninger - Eksponert for valutasvingninger - Høyt inntektsnivå
HØY	<p>Sosiokulturelle forhold</p> <ul style="list-style-type: none"> - Økt mediebruk - «TV-fråtsing» åpner for vekst - Piratkopiering hindrer veksten - Økende andel mennesker oppvokst med Internett - Kulturelle forskjeller svekker konkurranseevnen i forhold til lokale aktører
HØY	<p>Teknologiske forhold</p> <ul style="list-style-type: none"> - Stor teknologisk endringstakt - Mer tilgjengelig Internett - Sikring av teknologisk kompetanse
MODERAT	<p>Miljømessige forhold</p> <ul style="list-style-type: none"> - Stort energiforbruk - Miljøpåvirkning gjennom klimautslipp - Gradvis overgang til fornybare energikilder

Figur 4.7: Oppsummering PESTEL

Basert på analysen kan vi oppsummere med at *nettverksnøytralitetsprinsippet, etterspørselsvekst, økt mediebruk, piratkopiering, teknologiske omveltninger* og *energiforbruk* er faktorer som er særlig kritiske for videounderholdningsbransjen. Hittil har bransjen evnet å møte økt etterspørselsvekst samtidig som den har klart å etterfølge den teknologiske utviklingen. Piratkopiering har imidlertid utvilsomt vært og er fortsatt svært ødeleggende for bransjen, men vil neppe være skjebnesvangert fremover. Samlet sett vurderer vi således bransjen for å være lønnsom med muligheter for å oppnå bransjefordeler.

4.1.1.7 Begrensninger ved PESTEL

PESTEL-rammeverket har en rekke begrensninger, og det er viktig å være klar over disse for å forhindre at de påvirker bransjeanalysen.

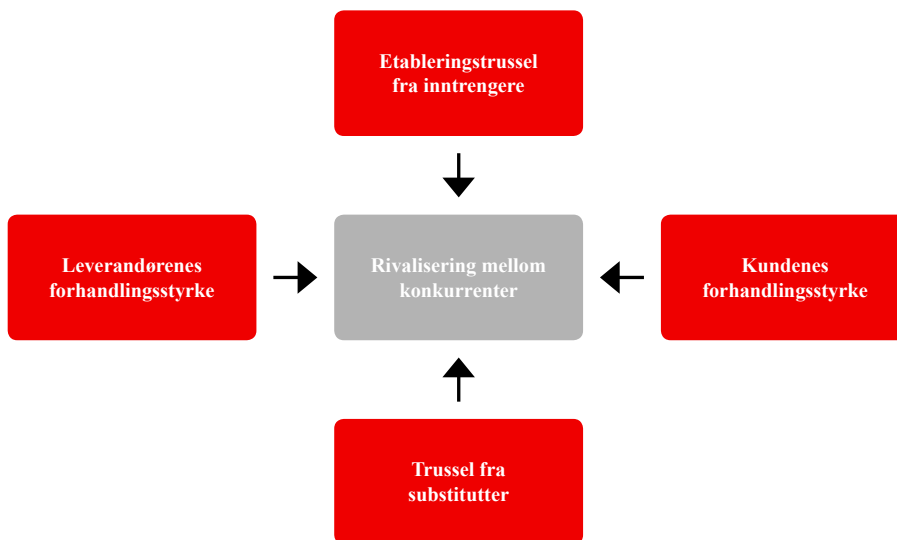
Først og fremst er PESTEL utelukkende en ekstern analyse av makroforhold i bransjen. Analysen gjør ingen vurderinger av interne forhold, og må følgelig kombineres med andre analyseverktøy for å gi et mer helhetlig bilde og for kunne gi en forståelse av hvordan aktørene i bransjen vil respondere på mulighetene og truslene i omgivelsene. I tillegg til dette tar ikke de seks makrofaktorene hensyn til mer generelle strukturelle utviklingstrekk ved dagens markeder, slik som globalisering, noe som er blitt mer og mer viktig i dagens samfunn.

Videre er de eksterne makrofaktorene som vurderes i en PESTEL analyse gjerne svært dynamiske og kan ha en uforutsigbar og raskt endringstakt. Det kan bety at produktene og tjenestene har kortere levetid enn tidligere, og at kundebehov og teknologi endrer seg stadig raskere (Løwendahl & Wenstøp, 2010, s. 211). Dette krever derfor regelmessig gjennomgåelse av de ulike forholdene, og kan gjøre det utfordrende å predikere hvorfor og hvordan faktorene som har størst innvirkning i dag vil påvirke bransjen i fremtiden, samt hvilke faktorer som vil kunne utgjøre potensielle muligheter og trusler i fremtiden (Henry, 2008, s. 61). Dette er svært aktuelt for Netflix, ettersom både kundebehov og teknologi har en svært rask og noe uforutsigbar endringstakt.

Til tross for de nevnte begrensningene ved PESTEL fungerer allikevel rammeverket godt i Netflix sitt tilfelle. Det gir et godt overordnet bilde av videounderholdningsbransjen, og danner derfor et verdifullt grunnlag for videre analyse av bransjen gjennom Porters fem krefter.

4.1.2 Porters fem krefter

Michael Porters fem krefter benyttes til å kartlegge attraktiviteten, lønnsomheten og konkurranseintensiteten i bransjen gjennom fem ulike krefter. Disse består av *intern rivalisering mellom konkurrenter*, *etableringstrussel fra eksterne inntrengere*, *trussel fra substitutter*, *kundenes forhandlingsmakt* og *leverandørens forhandlingsmakt*, som vist i figur 4.8. Ifølge Jakobsen og Lien (2001, s. 52) vil bransjen være lite attraktiv dersom konkurransekraftene er sterke, da det betyr at konkurransen intensiveres slik at lønnsomheten presses ned.



Figur 4.8: Porters fem krefter (Johnson et al., 2013, s. 42)

4.1.2.1 Intern rivalisering mellom konkurrenter

Intern rivalisering mellom konkurrenter er av stor betydning for konkurransesituasjonen og følgelig bransjens lønnsomhet. Dersom det foreligger høy grad av rivalisering vil det generelt sett medføre en mindre attraktiv og lønnsom bransje. Den interne rivaliseringen vil påvirkes av styrken på de fire andre konkurransekraftene. I tillegg vil følgende seks forhold være av betydning (Johnson et al., 2013, s. 42-44):

- Antallet aktører og likheten mellom disse
- Bransjevekst
- Produktdifferensiering
- Byttekostnader
- Andel faste kostnader
- Avviklingsbarrierer

Markedet for strømmetjenester består av *en rekke aktører, men kun et fåtall av disse kan defineres som store*. I denne sammenheng stikker Netflix, Amazon Prime Video, Hulu og HBO Now seg mest ut. På det amerikanske markedet har Netflix den klart sterkeste posisjonen med 44% av markedsandelene, mens Amazon Prime Video, Hulu og HBO Now har henholdsvis 19%, 10% og 1% av markedsandelene (MarketingCharts, 2016). Disse aktørene har mange likhetstrekk, men *skiller seg allikevel en del fra hverandre*, jamfør delkapittel 2.1.3. Ifølge Porter (2008), bidrar disse ulikhetene til å redusere den interne rivaliseringen, da dette gjør at forbrukerne i større grad evner å skille de ulike aktørene fra hverandre.

Markedet for strømmetjenester er relativt fersk og befinner seg fortsatt i en *vekstfase* med økende etterspørsel og stadig ekspansjon. Dette gjør at den interne rivaliseringen mellom konkurrentene reduseres, sammenlignet med et marked i en nedgangsfase. Det vil fortsatt være konkurranse mellom aktørene om å kapre deler av kundemassen, men presset vil allikevel være mindre ettersom det vil være lettere for flere aktører å vokse og oppnå suksess samtidig, uten at det går på bekostning av de andre aktørene (Porter, 2008).

For at strømmeselskapene skal kunne tilby kundene sine et variert innholdsbibliotek er de avhengig av å kjøpe rettighetene fra opphavsrettshaver. Det oppstår da gjerne budkriger mellom aktørene, som igjen fører til at prisene på innhold presses opp og marginene presses tilsvarende ned. Hovedårsaken til disse budkrigene er at det ofte vil være en rekke aktører som ønsker å vinne de eksklusive distribusjonsrettighetene til populære filmer og TV-serier. Dette vil gi en stor strategisk fordel med tanke på å tiltrekke seg og holde på kundene, særlig om de mest populære filmene og TV-seriene kun er tilgjengelig på én aktørs plattform. I tillegg vil aktørenes stadig voksende andel av egenprodusert innhold, samt teknologiske fortrinn i form av blant annet gode navigasjonssystemer og avanserte anbefalingssystemer, bidra til å forsterke denne strategiske fordelene. Til sammen vil disse faktorene bidra til å skape en *viss grad av differensiering* mellom tilbyderne, slik at det ikke bare er pris som vil være avgjørende for kundene. Er utvalget stort nok og skiller seg ut, vil flere kunder kunne anse de ulike aktørens tjenester som heterogene og i så måte se på dem som komplementær. Dermed vil de kunne være interessert i å abonnere på tjenester fra flere tilbydere samtidig. Sammenlagt vil disse forholdene virke formildende på graden av intern rivalisering.

Byttekostnadene er relativt lave i denne bransjen, noe som bidrar til å intensivere konkurransen. Ingen av aktørene opererer med bindingstid, slik at kundene står fritt til å avslutte abonnementet

sitt akkurat når de måtte ønske. Det er ingen ekstrakostnader forbundet med å melde seg inn, og mange av aktørene tilbyr i tillegg en gratis prøveperiode. Dette gjør det dermed enkelt for kundene å abonnere på tjenesten til en aktør den ene måneden, for så å bytte over til en annen den neste måneden. Det er derfor viktig for aktørene å sørge for å tilby et innhold som kundene verdsetter høyt nok til at de ønske å abonnere på tjenesten over tid. I så måte vil faktorer som eksklusivt innhold, egenproduserte serier og muligheten til å rangere innhold spille en viktig rolle. Dette vil til en viss grad bidra til å øke kundenes byttekostnad.

Videre befinner Netflix seg i en bransje som krever relativt store *kapitalinvesteringer*, da det foreligger store kostnader forbundet med oppkjøp av rettigheter og produksjon av innhold. Kostnadene aktørene betaler i forbindelse med disse oppkjøpene av rettigheter består gjerne av en fast avgift som betales til opphavsrettshaver, og *kostnadene kan derfor i stor grad kategoriseres som faste*. Inntektene aktørene får inn i form av abonnementsavgift vil gå til å dekke denne faste kostnaden. Aktørene vil således ha et insentiv til å gjennomføre tiltak for å kapre flere kunder, slik at de kan få dekket en større andel av de faste kostnadene. Ettersom lisensavtalene gjerne kan være gjeldende for en lengre periode, vil disse bidra til å skape en *avviklingsbarriere* for aktørene siden alle investeringene vil gå tapt dersom selskapet avvikles. Til sammen vil disse faktorene bidra til å øke graden av intern rivalisering i bransjen. Dette kan føre til at det oppstår priskriger mellom konkurrentene, eller til at aktørene tar i bruk andre taktikker, slik som blant annet kostbare reklamekampanjer (Johnson et al., 2013, s. 44).

Totalt sett vurderes den interne rivaliseringen i videounderholdningsbransjen til moderat. Lave byttekostnader, moderate avviklingsbarrierer og en høy andel faste kostnader tilsier isolert sett en relativt høy grad av intern rivalisering. På den annen side er bransjen i dag i en vekstfase hvor den globale etterspørselen etter strømmetjenester er i vekst. Bransjen består videre av et fåtall store aktører som på mange områder skiller seg fra hverandre, og tjenestene som tilbys er til en viss grad differensiert. Dette bidrar derfor til å dempe den interne rivaliseringen i bransjen.

4.1.2.2 Etableringstrussel fra eksterne inntrengere

Etableringstrussel fra eksterne inntrengere handler om hvor stor risiko det er for at nye aktører dukker opp og hvor lett det er for disse å etablere seg i markedet (Johnson et al., 2013, s. 44). Nye aktører vil ønske å etablere seg i lønnsomme og attraktive markeder, og dette representerer en trussel for de allerede etablerte selskapene. Ifølge Porter (2008) vil det kunne eksistere ulike inngangsbarrierer i et marked, hvilket vil gjøre det mer eller mindre aktuelt og attraktivt for en

ekstern aktør å gå inn i markedet. Dersom det foreligger lave inngangsbarrierer, vil dette føre til økt trussel fra eksterne inntrenger. Ifølge Johnson et al. (2013, s. 44-45) vil følgende inngangsbarrierer avgjøre hvor attraktivt det vil være å etablere seg i markedet:

- Stordriftsfordeler
- Kundelojalitet
- Kapitalinvesteringer
- Tilgang til distribusjonskanaler
- Byttekostnader

I markedet for strømmetjenester eksisterer det *stordriftsfordeler*. Stordriftsfordeler innebærer at gjennomsnittskostnaden synker jo flere enheter som produseres, noe som vil påvirke lønnsomheten positivt. For Netflix og de andre aktørene i videounderholdningsbransjen vil dette si at et større antall abonnementer vil resultere i lavere kostnader, da det vil være flere enheter å fordele de faste kostnadene på. Nye inntrengere vil sannsynligvis ha høyere enhetskostnader grunnet mindre kundemasse i starten. Dette kan skape vanskeligheter i konkurranse med de eksisterende aktørene, da sistnevnte tåler lavere priser enn sine nyetablerte konkurrenter, som gjerne risikerer kortvarige priskriger i etableringsfasen. Dette utgjør således en betydelig inngangsbarriere.

Dersom de største selskapene i bransjen i tillegg har opparbeidet seg sterk kundelojalitet ved at de har et anerkjent varemerke som kundene kan identifisere seg med, vil dette gjøre det vanskelig for nye aktører å vokse seg store nok til å kunne oppnå stordriftsfordeler, også på lengre sikt. Dette kan skape problemer for nye aktører, da det også kan tenkes at større selskaper kan forhandle frem bedre avtaler når det gjelder rettigheter og samarbeidspartnere. Vi anser likevel ikke dette som en avgjørende inngangsbarriere. Dette skyldes at aktørene til tider kan ha vanskeligheter med å kontinuerlig tilby et oppdatert og tilfredsstillende strømmehold. Et resultat av dette er at en del kunder ikke vil være *lojale* mot én aktør, men heller vil forholde seg til flere aktører og/eller vil bytte mellom flere aktører over tid.

De viktigste kriteriene for at tilbydere av strømmetjenester skal fremstå som konkurransedyktige, er at de klarer å tiltrekke seg kunder, samt at de får tilgang til distribusjonsinnhold. Dette krever store og *kostbare investeringer* i markedsføringskampanjer

og lisensieringsrettigheter. Ettersom nye aktører gjerne ikke har like stor kapital i forhold til sine etablerte konkurrenter kan det bli vanskelig å konkurrere i budrunder om det mest populære og eksklusive distribusjonsinnholdet. Dette utgjør en høy inngangsbarriere da det i mange tilfeller er dette innholdet som i størst grad tiltrekker kunder.

I hvilken grad nye aktører får *tilgang til ulike distribusjonskanaler* vil også kunne representere en inngangsbarriere. Aktører tilbyr ofte sine strømmetjenester gjennom egne nettsider, noe som vil bidra til å senke barrieren. I mange tilfeller stiller imidlertid kundene også krav til at tjenesten skal leveres gjennom alternative enheter, slik som Apple-TV, Xbox, Playstation eller andre internettbaserte plattformer. For at dette skal la seg gjøre er nyetablerere avhengig av viktige samarbeidsavtaler med slike selskaper. Disse samarbeidene er gjerne utfordrende og kostbare å inngå, hvilket forsterker inngangsbarrieren.

Som tidligere nevnt, eksisterer det *lave byttekostnader* mellom de ulike aktørene, da forbrukerne står relativt fritt til å bytte mellom ulike tilbydere. Dette utgjør følgelig ikke en betydelig inngangsbarriere for inntrengere.

Totalt sett representerer stordriftsfordeler og store kapitalinvesteringer til markedsføringsprosjekter og rettigheter høye inngangsbarrierer, og bidrar følgelig til å redusere trusselen fra eksterne inntrengere. På den annen side trekker den noe begrensede kundelojaliteten, samt de lave byttekostnadene i retning av lave inngangsbarrierer, noe som er med på å presse konkurranseintensiteten opp og lønnsomheten tilsvarende ned. Avslutningsvis kan vi oppsummere med at trusselen fra eksterne inntrengere er lav til moderat i bransjen for videounderholdning. Til tross for dette har Hastings selv uttalt at barrierene for å etablere seg i markedet vil komme til å synke på sikt, ettersom alle som kan lage en applikasjon med det formål å kringkaste det de ønsker, har muligheten til å tilby sin egen strømmetjeneste (Media Convention Berlin 2015 - Talk with Netflix CEO Reed Hastings, 2015).

4.1.2.3 Trussel fra substitutter

Substitutter kan beskrives som produkter eller tjenester som dekker den samme funksjonen eller behovet som produktene eller tjenestene i det aktuelle markedet, men som allikevel er annerledes fordi de opererer i et annet marked (Johnson et al., 2013, s. 45). Tilgangen på gode substitutter vil kunne påvirke lønnsomheten i bransjen, ettersom de presenterer kunden for et alternativt produkt, til en alternativ pris. Trusselen fra substitutter vil avhenge av forhold som

pris, kvalitet og kundens villighet til å benytte et annet produkt eller tjeneste (Henry, 2008, s. 75). I tillegg vil følgende forhold påvirke substituttens trusselnivå (Johnson et al., 2013, s. 45):

- Kost/nytte-forholdet
- Produktdifferensiering
- Byttekostnader

Som tilbyder av strømmetjenester opererer man blant et *mylder av alternative produkter og tjenester*. Ifølge Netflix selv utgjør deres konkurrenter ikke bare andre tilbydere av strømmetjenester, men også substitutter som lineær-TV, piratkopier, transaksjonsbasert innhold (TVOD), dataspill, kino, internettsurfing, bøker, sosialisering på Facebook og andre kilder til underholdning (Netflix, Inc., 2017). Målet til Netflix er å vinne forbrukernes «moments of truth», det vil si at forbrukerne velger Netflix til fordel for andre kilder til underholdning når de ønsker å slappe av, blir stimulert og underholdt, men ikke helt vet hva de skal finne på.

Til tross for at en rekke forbrukere har høy betalingsvillighet, vil kost/nytte-forholdet ofte være en avgjørende faktor ved valg mellom ulike produkter og tjenester (Beaver & Boland, 2015). Kostnaden kan komme i form av en pengesum, en innsats eller i form av sanksjoner. Trusselen fra substitutter vil ifølge Porter (2008) være høy når substituttet tilbyr et bedre kost/nytte-forhold enn produktet eller tjenesten i det aktuelle markedet. Substituttene som gjør seg gjeldende for strømmeselskapene har et kost/nytte-forhold som i stor grad varierer. Piratkopiering anses i den forbindelse gjerne som en av de største truslene, da det har et relativt gunstig kost/nytte-forhold. Dette skyldes at tjenesten ikke medfører noen kjøpskostnad, men heller en risiko for sanksjoner på grunn av lovbrudd. Lineær-TV, på den annen side, byr på ubegrenset tilgang til en moderat kostnad, mens kostnaden forbundet med transaksjonsbasert innhold vil avhenge av hvor aktiv den aktuelle brukeren er. Disse ulikhetene gjør det vanskelig å gi et konkret svar på hvorvidt substituttene har et bedre kost/nytte-forhold enn tjenestene i videounderholdningsbransjen. Det er allikevel mye som tyder på at Netflix og de andre strømmeselskapene har et *konkurransedyktig kost/nytte-forhold* sammenlignet med substituttene. For å oppnå dette tilbyr de ulike aktørene relativt lave priser, og jobber kontinuerlig med å utvikle sine tjenester, både når det gjelder teknologi og innhold.

Videre spiller produkt- og tjenstedifferensiering en viktig rolle for i hvilken grad substituttene utgjør en trussel. Som nevnt tidligere foreligger det en *viss grad av differensiering* mellom de

ulike strømmetjenestene som tilbys. Faktorer som eksklusive distribusjonsrettigheter og egenprodusert innhold vil kunne bidra til å øke tjenestenes verdi hos kundene og reduserer følgelig trusselen fra substituttene, da forbrukerne ikke nødvendigvis kan få tilgang til det samme innholdet gjennom substituttene. Ifølge Hastings er eksklusivt innhold et viktig satsningsområde for Netflix (Netflix, Inc., 2017), hvilket utgjør en viktig faktor for mange forbrukere. Dette er imidlertid ikke tilfelle for alle forbrukere, slik at for denne kundegruppen vil trusselen fra substitutter være betraktelig større. Dette forsterkes igjen av de *lave byttekostnadene* som eksisterer ved overgang til substituttene. Dermed vil ulikheter i pris eller preferanser kunne føre til at noen forbrukere eksempelvis velger å erstatte et abonnement fra Netflix med transaksjonsbasert innhold fra iTunes.

Avslutningsvis kan det konkluderes med at aktørene i videounderholdningsbransjen har en god posisjon i markedet, mye på grunn av et fordelaktig kost/nytte-forhold. Til tross for dette er byttekostnadene relativt lave, og det foreligger kun en viss grad av differensiering. På grunnlag av dette vil derfor forbrukernes tilbøyelighet til å velge andre substitutter trolig være moderat til høy, slik at substituttene vil utgjøre en relativt stor trussel for tilbyderne av strømmetjenester.

4.1.2.4 Kundenenes forhandlingsmakt

Kundenenes forhandlingsmakt handler om kundenenes mulighet til å presse aktørene på pris eller kvalitet. Dersom kundene har stor forhandlingsmakt, kan dette sette ulike konkurrenter opp mot hverandre, og følgelig føre til redusert lønnsomhet. Følgende forhold vil kunne påvirke kundenenes forhandlingsmakt (Johnson et al., 2013, s. 45-46):

- Relativ kundekonsentrasjon og kjøpsvolum
- Byttekostnader
- Produktdifferensiering
- Kundenenes kunnskap om og vektlegging av produktene på konkurransearenaen

Videounderholdningsbransjen har de siste årene i større grad gått over fra å primært være drevet av leverandørene, til å også være drevet av kundene. Den største kundegruppen i bransjen er milleniumsgenerasjonen. Disse ønsker i økende grad enkle, personlige og rimelige løsninger når det kommer til videounderholdning. Tilbyderne av strømmetjenester er på sin side avhengige av å ikke miste seere eller abonnenter. Dette gjelder særlig aktørene som ikke

genererer reklameinntekter. For disse utgjør abonnementsinntektene den viktigste inntektskilden, og aktørene er således mer *avhengig av kundene* enn kundene er av dem.

Kundegruppen som benytter seg av strømmetjenester er stor og hver enkelt kunde står derfor for en *svært liten andel av selskapenes inntjening*. De har følgelig *liten eller ingen påvirkningskraft* på verken pris eller innhold. Følger kundene derimot en trend kan forhandlingsmakten forsterkes betraktelig, jamfør nedgangen i antall abonnenter i forbindelse med etableringen av Qwikster i 2011. I tillegg er kundene svært sensitive overfor prisendringer, hvilket taler for økt forhandlingsmakt, da prissensitive kunder generelt sitter med mye makt. Det vil derfor være viktig for aktørene å være bevisste på endringer i konkurrentenes priser.

Kundene har relativt mange alternativer å velge mellom når det gjelder strømming. Selv om et bytte mellom tilbydere krever at kundene tilpasser seg nye rutiner og systemer, gikk det frem av delkapittel 4.1.2.1 at *byttekostnadene* er lave. Det er heller ikke uvanlig at kundene har flere abonnenter samtidig, da ulike medlemskap kan virke utfyllende for hverandre. De ulike aktørene er, som nevnt, til en *viss grad differensiert*, hvilket resulterer i at en del kunder vil forholde seg lojale, selv om dette ikke gjelder hele kundemassen. Dette bidrar til å forsterke kundenes forhandlingsposisjon.

Videre har kunden god *tilgang på informasjon* knyttet til eksempelvis pris, innhold og teknologi. Det er kostnadsfritt og enkelt for kunden å sammenligne tjenestene som tilbys, og dersom tjenestene ikke lenger tilfredsstillter kundenes preferanser er det enkelt å bytte mellom ulike aktører.

Til tross for at kundegruppen er lite konsentrert, kan kundenes forhandlingsmakt i totalt sett defineres som moderat. Som vi har sett har strømmetjenester en viss grad av differensiering. Samtidig er aktørene i stor grad avhengige av kundene, og sammen med lave byttekostnader bidrar dette til å styrke kundenes forhandlingsmakt. En faktor som imidlertid bidrar til å svekke forhandlingsmakten er at hver kunde står for en svært liten andel av inntjeningen, og er derfor avhengig av å følge en trend for å kunne utøve sin forhandlingsmakt.

4.1.2.5 Leverandørens forhandlingsmakt

Leverandørens forhandlingsmakt handler om leverandørens mulighet til å presse kundene på pris eller kvalitet. Dersom leverandørens makt er stor vil det oppstå høy grad av avhengighet

for kjøperne, og de vil dermed ha vanskeligere for å bytte over til andre leverandører. I slike tilfeller vil leverandørene kunne utgjøre en trussel ved at de kan heve prisen eller redusere kvaliteten på produkter og tjenester som de forsyner bransjen med. Flere av de samme forholdene som avgjør kundenes forhandlingsmakt vil også spille inn her, men vil være motsatte for leverandørens forhandlingsmakt (Johnson et al., 2013, s. 46):

- Relativ leverandørkonsentrasjon
- Viktigheten av leverandørens produkter som produksjonsfaktorer for kjøperen
- Mulighet for integrasjon

I videounderholdningsbransjen kjøper strømmeselskapene distribusjonsrettigheter gjennom direkte kjøp, lisensieringsavtaler og inntektsdelingsavtaler. Disse avtalene er primært anskaffet fra studioer, nettverk og distributører (Carroll, Menenberg, & Kwok, 2009), og det vil følgelig være disse som utgjør leverandørene i markedet, og som vil kontrollere prisene aktørene må betale for distribusjonsrettighetene.

Bransjen er preget av *mange, men relativt få store* leverandører av distribusjonsinnhold. Det eksisterer imidlertid mange strømmeselskaper som kjøper rettighetene for å distribuere innholdet videre gjennom strømming. Videre er produsentene, i motsetning til strømmeselskapene, diversifisert over flere markeder, hvorav de i tillegg tilbyr innhold til blant annet kinoer, tv-leverandører og DVD-salg –utleie. Dette taler for at leverandørens forhandlingsmakt er høy. For å unngå å bli for avhengige av én eller et fåtall leverandører ønsker derfor ofte strømmeselskapene å differensiere seg ved å benytte seg av flere ulike leverandører.

Videoinnhold er den *viktigste eiendelen* til ethvert strømmeselskap. Dette forårsaker hard konkurranse om innholdet, noe som fører til høyere rettighetsavgifter. Når avtaleperioden for en distribusjonsrettighet har utløpt, må partene inn i nye forhandlinger. Dersom det dreier seg om populære og inntektsgenererende utgivelser har leverandørene makt til å presse prisene opp. Leverandørene kan i tillegg velge å ikke forlenge kontrakten dersom den anses som ulønnsom eller de ikke lenger ønsker å assosieres med selskapet.

I senere tid har flere strømmeselskaper startet med *baklengs vertikal integrasjon* ved at de tilbyr egenprodusert innhold. Dette setter press på leverandørene og bidrar til å svekke deres forhandlingsmakt. Til tross for dette er de fleste strømmeselskapene i stor grad avhengige av

variasjon i innholdet de distribuerer, og det vil følgelig være nødvendig å ha tilgang til eksterne produsenter av innhold.

Det er imidlertid ikke bare strømmeselskapene som har integrert vertikalt. En rekke av leverandørene av videoundeholdning har startet med *forlengs vertikal integrasjon*, ved at de tilbyr sine egne strømmetjenester. Et eksempel er strømmetjenesten Xfinity Streampix, som leveres av massemedia- og telekommunikasjonskonglomeratet Comcast (Jenckes, 2012). Denne utviklingen kan dermed føre til tilfeller hvor leverandørene ikke ønsker å fornye utløpende lisensavtaler eller eventuelt at disse avtalene øker kraftig i pris. Dette bidrar følgelig til å forsterke leverandørenes forhandlingsmakt.

En viktig leverandør for en rekke av strømmeselskapene er AWS, som drives av Amazon. Som nevnt tidligere opererer AWS som *skyleverandør* for en rekke store aktører, slik som Netflix og Hulu (Bouma, 2017), hvorav de tilbyr tilgang til sine stabile og pålitelige servere for dataoppbevaring og prosessorkraft (Smith, 2014). Dette gjør at AWS har relativt stor forhandlingsmakt. Strømmeselskapene er avhengige av å tilegne seg nye medlemmer, og for å være i stand til dette, kreves det at tjenesten som tilbys er nettopp pålitelig og stabil. Dessuten er det helt sentralt at tilbyderne av strømmetjenester kan skalere sine servere, slik at de er i stand til å tilby det innholdet som kundene etterspør. Skulle det være slik at Amazon ikke lengre har interesse av å drive forretninger med eksempelvis Netflix, kan dette bli svært kostbart ettersom Netflix har tilpasset sine datasystemer og programvarer til AWS sine tjenester (Netflix, Inc., 2017). I så tilfelle vil Netflix kunne bygge sine egne datasentre eller gå over til andre leverandører, som Microsoft, Google eller IBM, men et slikt skifte vil medføre høye omkostninger. Til tross for denne risikoen og det faktum at Amazon utgjør en stor og viktig konkurrent, skriver Netflix i sin årsrapport at selskapet per dags dato ikke anser det som sannsynlig at Amazon vil utnytte AWS for å oppnå et konkurransefortrinn overfor Netflix (Netflix, Inc., 2017).

Avslutningsvis kan vi oppsummere med at leverandørenes forhandlingsmakt er moderat til høy. Hovedårsaken til dette er det lave antallet store leverandører i bransjen, samt strømmeselskapenes avhengighet av leverandørenes produkt. Dette innebærer at leverandørene kan foreta en prisøkning eller velge å tilby innhold av lav kvalitet. I tillegg har en rekke leverandører begynt å tilby egne strømmetjenester, noe som forsterker forhandlingsmakten ytterligere. Det at ulike strømmeselskaper i større grad har begynt å tilby egenprodusert innhold, trekker imidlertid leverandørenes forhandlingsmakt noe ned.

4.1.2.6 Delkonklusjon

Hovedpunktene fra Porters fem krefter oppsummeres i figur 4.9:

MODERAT	Intern rivalisering mellom konkurrenter <ul style="list-style-type: none">- Bransjen er konsentrert, med aktører som skiller seg noe fra hverandre- Bransjen er i en vekstfase med økende etterspørsel- Eksklusive rettigheter og egenprodusert innhold skaper en viss grad av differensiering- Ingen bindingstid for medlemmene- Store kapitalinvesteringer og stor andel faste kostnader- Lisensavtaler skaper avviklingsbarrierer
LAV-MODERAT	Trussel fra eksterne inntrengere <ul style="list-style-type: none">- Stordriftsfordeler skaper kostnadsfortrinn- Noe begrenset kundelojalitet- Rettigheter og markedsføringskampanjer krever store kapitalinvesteringer- Tilgang til distribusjonskanaler krever kostbare samarbeidsavtaler- Ingen bindingstid for medlemmene
MODERAT-HØY	Trussel fra substitutter <ul style="list-style-type: none">- Stort antall substitutter- Konkurransedyktig kost/nytte-forhold for strømmetjenestene- Eksklusive rettigheter og egenprodusert innhold skaper en viss grad av differensiering- Lave byttekostnader ved overgang til substituttene
MODERAT	Kundenes forhandlingsmakt <ul style="list-style-type: none">- Aktørene er i stor grad avhengige av sine kunder- Lav kundekonsentrasjon- Enkeltkunder har relativt liten påvirkningskraft- Lave byttekostnader- Aktørens tjenester har en viss grad av differensiering- Kundene har god tilgang til informasjon om tjenestene
MODERAT-HØY	Leverandørens forhandlingsmakt <ul style="list-style-type: none">- Få store leverandører- Aktørene benytter flere ulike leverandører for å bli mer uavhengige- Leverandørens produkter er svært viktige for aktørene- Flere strømmeselskaper tilbyr egenprodusert innhold (baklengs vertikal integrasjon)- Flere leverandører tilbyr egne strømmetjenester (forlengs vertikal integrasjon)- En rekke aktører er svært avhengige av skyleverandøren AWS

Figur 4.9: Oppsummering Porters fem krefter

Fra Porters fem krefter kan *lisensieringsrettigheter*, *substitutter*, *eksklusive rettigheter* og *egenprodusert innhold*, *stordriftsfordeler* og *bransjens vekstfase* fremheves som sentrale faktorer for å beskrive konkurransesituasjonen i bransjen. Lisensieringsrettigheter krever store

kapitalinvesteringer for aktørene og bidrar til å intensivere konkurransen. Det store antallet konkurransedyktige substitutter, og særlig piratkopiering resulterer i en forsterket trussel fra substituttene, noe som gir økt konkurranseintensitet. Eksklusive rettigheter og egenprodusert innhold kan imidlertid føre til redusert konkurranseintensitet, da dette fører til en viss grad av differensiering mellom aktørene. Videre bidrar stordriftsfordeler til å skape et kostnadsfortrinn, noe som øker lønnsomheten og reduserer trusselen fra eksterne inntrengere. Sist, men ikke minst bidrar bransjens vekst til å redusere presset i bransjen, slik at det blir lettere for flere aktører å sikre lønnsom drift samtidig. Samlet sett vurderer vi konkurranseintensiteten i videounderholdningsbransjen som moderat. Bransjen anses for å være relativt attraktiv og lønnsom, hvilket taler for at aktørene er i posisjon til å oppnå bransjefordeler.

Det er verdt å merke seg at konkurransesituasjonen i markedet for DVD-utleie er en helt annen enn i markedet for strømming. Førstnevnte har som nevnt kommet i en tydelig *nedgangsfase*, hvor konkurransen har hardnet etter hvert som den digitale distribusjonen av innhold gradvis har utkonkurrert fysisk DVD-utleie. Bransjen kjennetegnes av *mange aktører med lav grad av differensiering*. Dette skyldes først og fremst «The First Sale Doctrine», som gjør det mulig for enhver aktør å drive fysisk utleievirksomhet med akkurat det innholdsbiblioteket de måtte ønske. Dette bidrar til å forsterke den interne rivaliseringen i markedet. En *høy andel variable kostnader* tilknyttet innkjøp og frakt holder imidlertid rivaliseringen på et moderat nivå. Videre er trusselen fra inntrengere lav, ettersom markedet anses som lite attraktivt, hvorav hovedfokuset til de gjenværende aktørene er på å begrense nedgangen i medlemsbasen, samt hente ut så mye profitt som mulig uten å investere nevneverdig med midler. Vi anser også trusselen fra leverandører som lav, da leverandørenes forhandlingsmakt begrenses av «The First Sale Doctrine». Konkurranseintensiteten i DVD-markedet kan totalt sett defineres som moderat, til tross for at markedet anses å være lite attraktivt.

4.1.2.7 Begrensninger ved Porters fem krefter

Michael Porters fem krefter er et sentralt rammeverk for å analysere lønnsomhet og attraktivitet i en bransje, og er i Netflix sitt tilfelle et velegnet rammeverk for analyse av de eksterne omgivelsene. Til tross for dette er det imidlertid viktig å få frem hvilke begrensninger som eksisterer ved rammeverket, slik at vi forhindrer at disse påvirker analysen i negativ retning.

Først og fremst er rammeverket kritisert for å ha for sterkt fokus på *verdikapring* og følgelig for lite fokus på *verdiskapning*. Dermed ignoreres det faktum at selskaper kan skape økt

lønnsomhet gjennom kontinuerlig samarbeid med de andre i bransjen (Jakobsen & Lien, 2001, s. 52). Videre er rammeverket relativt statisk og gir kun et øyeblikksbilde av omgivelsene. Dette forutsetter dermed at markedene i stor grad er stabile. Dette er imidlertid ikke alltid tilfelle i dagens dynamiske markeder, hvor det kontinuerlig foregår endringer. Bransjen Netflix befinner seg i er svært dynamisk, da teknologiske innovasjoner og uforutsette endringer er svært vanlig, slik at store endringer kan forekomme på kort tid.

På grunnlag av de ovennevnte begrensningene ved Porters rammeverk vil man derfor gjerne få en sterkere analyse om man kombinerer det med andre analyseverktøy, noe vi har tatt hensyn til ved å gjennomføre en PESTEL-analyse. Dette har gitt oss en bedre forankret ekstern analyse, samt et mer helhetlig bilde av mulighetene og truslene i bransjen.

4.2 Intern ressursorientert analyse

Den interne ressursorienterte analysen har som formål å kartlegge selskapets interne forhold, herunder selskapets strategiske ressurser. Ifølge Johnson et al. (2013, s. 70) kan en ressurs defineres som en innsatsfaktor selskapet har eller lett kan få tilgang til. For å analysere Netflix sine interne ressurser vil vi benytte analyseverktøyet SVIMA. På bakgrunn av kapittel 2 og den eksterne analysen i kapittel 4 har vi gjort et utvalg av de interne ressursene vi mener kan utgjøre potensielle fortrinn for Netflix.

4.2.1 SVIMA

SVIMA er et nyttig rammeverk for å kartlegge og kategorisere Netflix sine ressurser for å vurdere hvorvidt disse gir eller har potensial til å gi opphav til midlertidige eller varige ressursfordeler og konkurransefortrinn. For at en ressurs skal kunne skape et konkurransefortrinn, og følgelig bidra til god inntjening, må den tilfredsstillende følgende fem kriterier: *sjelden*, *viktig*, *ikke-imiterbar*, *mobiliserbar* og *appropriert* (Jakobsen & Lien, 2001, s. 88-89). Figur 4.10 viser SVIMA-rammeverkets utforming:

Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobiliserbar	Appropriert	Utfall
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt varig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Varig, ikke beholdt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig, beholdt fortrinn

Figur 4.10: SVIMA-rammeverket (Jakobsen & Lien, 2001, s. 88-89)

I det følgende vil vi gjennomgå hver av de fem kriteriene:

Sjelden: For å kunne karakterisere en ressurs som sjelden, kan ikke nåværende og potensielle konkurrenter besitte den aktuelle ressursen i tilsvarende kvalitet og kvantitet. Dersom ressursen er tilgjengelig for hele bransjen, vil den ikke kunne gi opphav til lønnsomhet utover det som er å forvente i bransjen.

Viktig: Ressursen må generere en fordel som utgjør en forskjell. Dette innebærer at ressursen må ha innvirkning på kundenes betalingsvilje og/eller selskapets kostnader og inntekter, slik at lønnsomheten bedres.

Ikke-imiterbar: For at ressursen skal kunne være verdifull over tid kan ikke konkurrentene enkelt kopiere eller erstatte den med en tilsvarende ressurs. Dersom ressursen er enkel å imitere vil eventuelle fortrinn og lønnsomhetsforskjeller skapt av ressursen raskt utlignes.

Mobiliserbar: Mobiliserbarhet handler om at ressursen må være mulig å ta i bruk, samt i hvilken grad selskapet har tatt i bruk ressursen for å skape verdi. For å generere en varig fordel er det ikke tilstrekkelig å kun være i besittelse av en ressurs, selskapet må også ta i bruk ressursen for å kunne skape økonomisk verdi.

Approprierbar: Selskapet må sitte igjen med den økonomiske verdien som ressursen genererer. Dersom andre aktører i bransjen sitter igjen med denne verdien vil fordelene være varige, men den beholdes ikke av selskapet og bidrar følgelig ikke til å generere en unormal høy avkastning.

Netflix innehar en rekke ressurser, og med utgangspunkt i vår foreløpige analyse anses følgende ressurser for å være av særlig viktighet: innholdsbiblioteket, innovasjonskulturen, anbefalingssystemet og merkenavnet. I det følgende vil vi derfor kartlegge og analysere disse ressursene, for å avdekke hvorvidt de danner grunnlag for varige, beholdte konkurransefortrinn.

Innholdsbibliotek

En viktig del av Netflix sin strategi er å tilby medlemmene et bredt utvalg av titler (Netflix, 2017). Menneskers preferanser varierer i stor grad, og dette ønsker Netflix å ta hensyn til ved å tilby noe for enhver smak. Selskapet tilbyr derfor alt fra romantiske komedier og dokumentarer til indie og politiske dramaer. Per 2016 tilbød Netflix rett over 7 000 ulike titler gjennom sin strømmetjeneste og 93 000 titler som kunne leies som fysisk DVD-film (McAlone, 2016). Sammenlignet med andre aktører har Netflix et relativt lite bibliotek av titler som kan strømmes, da eksempelvis Amazon Prime Video tilbyr om lag 20 000 titler, mens Hulu tilbyr i overkant av 10 000 titler (McAlone, 2016). Årsaken til dette er Netflix sitt økte fokus på egenprodusert

og eksklusivt innhold. Som nevnt i delkapittel 2.2.2, er Netflix sitt mål at nærmere 50% av innholdet skal være egenprodusert. Netflix har derfor valgt å bevilge en større andel midler til slikt innhold fremfor lisensiert innhold, noe som har resultert i et redusert innholdsbibliotek. Siden 2014 har antall titler hos Netflix blitt redusert med mer enn 30% (McAlone, 2016).

For de fleste forbrukere er det ikke bare innholdsbibliotekets størrelse som er av betydning, men også kvaliteten og type innhold som tilbys. Med tanke på kundemassen Netflix har opparbeidet seg er det mye som tyder på at innholdsbiblioteket er tilstrekkelig til at kunder ønsker å opprettholde abonnementet, til tross for lave byttekostnader. Videre bidrar strategien om en stor andel egenprodusert og eksklusivt innhold til å skape en mer unik tjeneste, og følgelig differensieres Netflix til en viss grad fra sine konkurrenter. Man kan således si at Netflix har et noe *sjeldent* innholdsbibliotek, til tross for at konkurrentene delvis kan tilby det samme innholdet. Videre er innholdsbiblioteket svært *viktig* for Netflix. Innholdet Netflix tilbyr medlemmene sine har innvirkning på deres betalingsvilje, og spiller følgelig en avgjørende rolle for lønnsomheten. Det vil også være vanskelig for konkurrentene å *imitere* innholdsbiblioteket til Netflix. Netflix besitter en rekke eksklusive lisensieringsrettigheter, og det er stort sett vanskelig for andre aktører å få tilgang til Netflix sitt egenproduserte innhold. Eksempler på sistnevnte er seriene «Orange is the New Black» og «Narcos», som kun er tilgjengelig hos Netflix. Når det gjelder *mobiliserbarhet*, er innholdsbiblioteket Netflix sitt hovedprodukt, hvilket gjør at ressursen i aller høyeste grad er tatt i bruk. Innholdsbiblioteket er helt klart en viktig del av selskapets økonomiske verdiskaping og er derfor også *appropriert*, til tross for at noen av de egenproduserte seriene tilbys hos andre strømmeselskaper. Netflix sin egenproduserte serie «House of Cards» er et godt eksempel på dette, da serien også er tilgjengelig hos blant annet Amazon Prime Video (Wohlsen, 2014). Dette bidrar imidlertid ikke til store økonomiske tap for selskapet, da egenprodusert innhold som oftest kun er tilgjengelig hos rettighetshaver. Netflix sitt innholdsbibliotek kan således anses for å være et varig, beholdt konkurransefortrinn.

Innovasjonskultur

Å være innovativ i en bransje med stadig teknologisk utvikling er en avgjørende faktor for å holde seg attraktiv, og følgelig kunne henge med i kampen om kundene. Netflix har hele veien vært tidlig ute med nye løsninger og er blant de fremste i bransjen når det kommer til teknologisk utvikling. Mye av denne suksessen skyldes at Netflix har en kultur med stort fokus på frihet og innovasjon. Tawni Cranz, Netflix sin nåværende Chief Talent Officer, har uttalt at

noen av selskapets beste innovasjoner har vært et resultat av at ansatte har fått friheten til å komme opp med nye ideer, samt ansvaret for å få disse ideene til å fungere (Pomerantz, 2014). Den innovative kulturen har bidratt til at Netflix i 2016 ble rangert som nummer femten på Forbes liste over verdens mest innovative selskaper (Forbes, 2016). Administrerende direktør Hastings har vært en avgjørende pådriver for denne innovasjonskulturen. Han anslo tidlig at strømming kom til å bli stort, jamfør delkapittel 2.2.1, og når selskapet har møtt motgang, som i 2011, har Hastings i form av sin innovative og visjonære holdning klart å holde fokus, og vist at han vet hva han driver med.

Netflix har vært innovativ på mange områder, hvilket i stor grad skyldes at selskapet hele veien har hatt et langsiktig perspektiv (St. Bonaventure University, 2016). Den viktigste innovasjonen for Netflix har vært knyttet til lanseringen av strømmetjenesten i 2007. Dette har vært en avgjørende faktor for at Netflix har overlevd, i motsetning til tidligere konkurrent Blockbuster. Ved å være tidlig ute med strømming har Netflix på mange måter oppnådd en lederposisjon på sitt område, samt en førstetrekksfordel i opparbeidelsen av kundemasse, popularitet og teknologisk kompetanse. Videre har selskapet evnet å skape et unikt anbefalingssystem og et velutviklet og enkelt navigasjonssystem, som krever lite forkunnskaper av medlemmene. Netflix var også tidlig ute med egenprodusert innhold. Selskapet var en av de første til å inngå samarbeid med ulike forbrukerelektronikkselskaper for å nå ut til forbrukerne, og har i den sammenheng ikke vært redd for å følge trender, slik som da nettbrett og smarttelefoner ble introdusert. Et annet viktig område er videoteknologi. Denne teknologien er i stadig endring, og for Netflix har det vært viktig å hele veien tilby det beste. De begynte tidlig å bruke HD-klar (720p) og full HD (1080p) video og har også tilegnet seg videomateriale i 4K-kvalitet. Selskapet er dessuten helt fremme når det gjelder den nye HDR-teknologien (James, 2015).

I Netflix sitt tilfelle bidrar innovasjonskulturen i stor grad til selskapets gode lønnsomhet, og utgjør derfor en svært *viktig* ressurs. Kulturen er også *sjelden* i den forstand at ingen andre selskaper har nøyaktig samme kultur. I den sammenheng spiller trolig Hastings en viktig rolle for den unike kulturen, med sin gode ekspertise og unike evne til å se fremtidige muligheter. Videre har Netflix en kultur som det vil være vanskelig for andre selskaper å *imitere*, da den er en unik sammensetning av verdier, normer og atferd. Det de andre aktørene eventuelt kan gjøre er å gjennomføre samme eller lignende tiltak som Netflix for å sette fokus på innovasjon. På den måten vil de kunne substituere seg til en lignende kultur som den Netflix har, men de vil allikevel ikke kunne oppnå nøyaktig den samme kulturen. Andre aktører vil i tillegg kunne

imiterere innovasjonene Netflix kommer opp med, selv om dette gjerne vil skape kostbare utfordringer. Ved å være først vil også Netflix kunne opparbeide seg en førstetrekksfordel, som kan skape vanskeligheter for etterkommerne. Videre kan man si at innovasjonskulturen er *mobiliserbar*. Netflix har i aller høyeste grad tatt i bruk denne immaterielle ressursen, ettersom mye av selskapets suksess skyldes nettopp den innovative kulturen. Sist, men ikke minst er det nærliggende å anta at Netflix sitter igjen med den økonomiske verdien som skapes av den innovative kulturen, og ressursen er derfor *appropriierbar*. Innovasjonskulturen synes således å gi opphav til et varig, beholdt konkurransefortrinn.

Anbefalingssystem

Netflix differensierer seg til en viss grad fra de andre aktørene i bransjen ved at de har utviklet et godt og brukervennlig anbefalingssystem. Ved å bearbeide data innhentet fra brukerne gir Netflix innholdsanbefalinger til den enkelte abonnenten, basert på abonnentens personlige vurderinger. Det patenterte anbefalingssystemet er basert på en rekke avanserte algoritmer og utgjør en merverdi for Netflix, da det gjør det praktisk for abonnenter å raskt kunne velge ut innhold de liker. Ettersom algoritmens presisjon øker med antallet som vurderer innhold, eksisterer det nettverkseksternaliteter på dette området, slik at jo flere som vurderer, desto bedre anbefalinger vil medlemmene få. Videre vektlegger Netflix høyt at algoritmen skal fungere så optimalt som mulig, og i den forbindelse annonserte selskapet en konkurranse i 2006 med en premie på én million USD til den eller de som klarte å øke systemets presisjon med minst 10%. Tre år senere gikk et lag bestående av dyktige programmerere av med seieren, hvilket resulterte i et ytterligere forbedret anbefalingssystem. I 2012 var hele 75% av hva brukerne valgte å se på hos Netflix, et resultat av anbefalinger fra selskapets algoritmer (Amatriain & Basilico, 2012).

Ettersom programvaren er spesialtilpasset for Netflix og består av kompliserte algoritmer, blir denne ressursen ansett som *sjelden*. Ressursen differensierer Netflix fra andre aktører, og tiltrekker seg på den måten kunder. På den annen side anses ikke ressursen som særlig *viktig*, da den ikke er en direkte bidragsyter til selskapets lønnsomhet. Andre selskaper står i tillegg fritt til å utvikle sin egen unike programvare, som muligens kan slå Netflix sitt system. Det er alltid rom for forbedring, og av den grunn er programvaren *imiterbar*. Videre er systemet og dets avanserte algoritmer tatt i bruk og skaper i noen grad økonomisk verdi for selskapet, hvilket gjør det både *mobiliserbart* og *approprierbart*. Som følge av at Netflix klarer å kapre verdien tilknyttet den velutviklede programvaren vil dette utgjøre en midlertidig konkurransefordel, så fremt ingen andre aktører utvikler en tilsvarende eller forbedret programvare.

Merkenavn

Netflix er et sterkt merkenavn som mange kjenner og har et positivt forhold til. Verdien av et anerkjent merkenavn er stor når det gjelder å tiltrekke seg kunder, samt å øke deres betalingsvillighet. Ifølge Forbes (2016) er Netflix på 79. plass når det kommer til verdens mest verdifulle merkenavn. Det råder derfor liten tvil om at dette er en *sjelden* ressurs. Ressursen er i tillegg *viktig* for selskapet, da Netflix sitt sterke merkenavn genererer en fordel som gir opphav til lønnsomhet. Merkenavnet vil også være vanskelig og kostbart for konkurrentene å *imitere*, men allikevel ikke umulig. De andre strømmeselskapene har per dags dato også opparbeidet seg forholdsvis sterke merkenavn i videounderholdningsbransjen, og på lengre sikt vil trolig disse aktørene kunne skape tilsvarende merkenavn som det Netflix har i dag. Dette tilsier at konkurransefortrinnet ikke er varig. Det er videre god grunn til å anta at ressursen utnyttes av selskapet og at det er Netflix som sitter igjen med verdiene merkenavnet skaper. Ressursen er i så måte også *mobiliserbar* og *appropriierbar*. Vi kan på bakgrunn av dette konkludere med at merkenavnet per dags dato gir opphav til et midlertidig konkurransefortrinn. Dersom Netflix på lang sikt klarer å opprettholde omdømmet og merkenavnet sitt, samtidig som konkurrenter ikke klarer å opparbeide seg et tilsvarende sterkt merkenavn, vil imidlertid ressursen kunne bli en varig konkurransefordel.

4.2.2 Delkonklusjon

SVIMA-analysen viser at innholdsbiblioteket og innovasjonskulturen gir opphav til varige, beholdte konkurransefortrinn for Netflix. Netflix sitt egenproduserte og eksklusive innhold, samt dets innovative og teknologiske løsninger skaper et vekstpotensial for selskapet i fremtiden, og gjør konkurransesituasjonen desto vanskeligere for de andre aktørene i bransjen. Anbefalingssystemet og merkenavnet kan i tillegg bidra til å forklare suksessen selskapet har opplevd. Det er imidlertid grunn til å tro at disse konkurransefortrinnene kun er midlertidige, slik at de på lengre sikt vil kunne falle bort. En oppsummering av analysen gis i figur 4.11:

Ressurser	Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobiliserbar	Appropriierbar	Utfall
Innholdsbibliotek	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig, beholdt fortrinn
Innovasjonskultur	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig, beholdt fortrinn
Anbefalingssystem	Ja	Nei	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Merkenavn	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn

Figur 4.11: Oppsummering SVIMA

4.2.3 Begrensninger ved SVIMA

På lik linje med de andre analyseverktøyene, foreligger det begrensninger ved SVIMA-rammeverket. Først og fremst kritiseres det ressursbaserte perspektivet som benyttes i SVIMA-rammeverket for å ikke ha et tilstrekkelig detaljnivå (Henry, 2008, s. 144). Det er derfor nødvendig å kombinere rammeverket med andre verktøy. Videre kritiseres det ressursbaserte perspektivet og SVIMA-rammeverket for å være for statisk, da det ikke tas hensyn til hvordan ressursene vil kunne utvikle og endre seg over tid (Henry, 2008, s. 144). Bransjen for videounderholdning er svært dynamisk og har rask endringstakt. Det er derfor viktig at aktørene i bransjen evner å tilpasse seg og sine ressurser.

Til tross for sine begrensninger har vi allikevel valgt å inkludere SVIMA-rammeverket i vår strategiske analyse, da dette rammeverket fungerer godt i Netflix sitt tilfelle, og gir en god oversikt over selskapets interne forhold og mulige konkurransefortrinn. Ved å kombinere SVIMA-rammeverket med de eksterne analyseverktøyene har vi således klart å tilegne oss et helhetlig bilde av både interne og eksterne forhold ved Netflix.

4.3 Oppsummering - SWOT

SWOT er et strategisk analyseverktøy som benyttes til å oppsummere interne og eksterne forhold som påvirker et selskaps konkurransevne og strategiske posisjon (Roos, von Krogh, & Roos, 2013, s. 128). Det fungerer dermed som et bindeledd mellom den interne ressursorienterte analysen og den eksterne bransjeorienterte analysen. Verktøyet vil følgelig gi et helhetlig bilde av selskapet og dets strategiske fordel og risiko, og gjør det enklere å vurdere hvorvidt selskapets eksisterende *styrker* og *svakheter* er tilstrekkelige til å håndtere potensielle *muligheter* og *trusler* i omgivelsene (Henry, 2008, s. 118). Et selskap som klarer å utnytte mulighetene eller unngå truslene bedre enn sine konkurrenter, vil kunne sikre seg en mer gunstig markedsposisjon og oppnå en strategisk fordel utover bransjegjennomsnittet.

De interne forholdene er, som nevnt, kartlagt gjennom SVIMA-analysen, og reflekterer følgelig selskapets styrker og svakheter. PESTEL-analysen og Porters fem krefter har, på den annen side, gitt en oversikt over de eksterne forholdene som omgir Netflix, og reflekterer selskapets muligheter og trusler. I tillegg til funn fra den strategiske analysen, vil potensielle styrker/svakheter og muligheter/trusler fra kapittel 2 inkluderes i SWOT-analysen. SWOT-analysen fremkommer av figur 4.12:

Styrker

HØY	<ul style="list-style-type: none">- Innholdsbibliotek med eksklusivt og egenprodusert innhold- Fremtidsrettet innovasjonskultur- Ledende posisjon på det globale markedet- Konkurransedyktig pris
MODERAT	<ul style="list-style-type: none">- Anerkjent merkenavn- Fleksibel tjeneste, hvor kundene selv bestemmer hvor, når og hva slags innhold de skal se- Ingen reklame- Anbefalingssystem med patentert algoritme
LAV	<ul style="list-style-type: none">- Sterk tilstedeværelse på ulike internettilkoblede enheter- Nedlastning av innhold

Svakheter

HØY	<ul style="list-style-type: none">- Innholdsbiblioteket er i mindre grad tilpasset ulike lands preferanser, kulturer og sensurstandarder- Stor avhengighet til leverandører av både innhold og datasentre
M	<ul style="list-style-type: none">- Mister mange potensielle medlemmer grunnet deling av abonnementskontoer
LAV	<ul style="list-style-type: none">- Ingen reklameinntekter- Variasjon i innholdsbibliotek på tvers av land, noe som forsterkes av selskapets VPN sperre- Ingen bindingstid gir lave byttekostnader og redusert kundelojalitet

Muligheter

HØY	<ul style="list-style-type: none">- Økt andel eksklusivt og egenprodusert innhold- Ytterligere ekspansjon og penetrasjon internasjonalt- Bransjen befinner seg i en vekstfase med stadig økende etterspørsel
MODERAT	<ul style="list-style-type: none">- Økt mediebruk- Teknologisk utvikling- Økende tilgang til Internett skaper større tilgjengelighet for Netflix
L	<ul style="list-style-type: none">- Reklame på nettsiden skaper en ny inntektskilde

Trusler

HØY	<ul style="list-style-type: none">- Stor avhengighet til leverandører, samt fare for forlengs vertikal integrasjon- Piratkopiering- Konkurrenter med eksklusivt innhold, samt mer oppdaterte innholdsbibliotek
MODERAT	<ul style="list-style-type: none">- Nettverksnøytralitet- Teknologisk utvikling- Trendtendenser blant kundene øker deres forhandlingsmakt- Kulturelle forskjeller
LAV	<ul style="list-style-type: none">- Avbrutt samarbeid med skyleverandøren AWS- Energiforbruk og klimautslipp- Risiko knyttet til økonomiske, politiske og regulatoriske forhold, som inkluderer svingninger i rentenivå og valuta, beskatning av internett og internasjonale lover og regler

Merk: Faktorene i SWOT-analysen rangeres etter hvilken påvirkning de har på Netflix og videounderholdningsbransjen. Påvirkningsgraden kategoriseres som lav, moderat eller høy.

Figur 4.12: SWOT-analyse

4.3.1 Begrensninger ved SWOT

SWOT-analysen anses for å være et viktig og nyttig verktøy, men har allikevel sine begrensninger. Først og fremst er analyseverktøyet kritisert for å liste opp en rekke faktorer, hvorav alle faktorene vektlegges likt. Dette er oftest lite realistisk, ettersom noen faktorer stort sett har større eller mindre betydning enn andre, og følgelig bør vektlegges deretter (Henry, 2008, s. 120). For å redusere denne svakheten har vi valgt å kategorisere våre resultater ut i fra påvirkningsgrad, slik at man tydeligere kan se den reelle påvirkningen de ulike faktorene vil ha på Netflix.

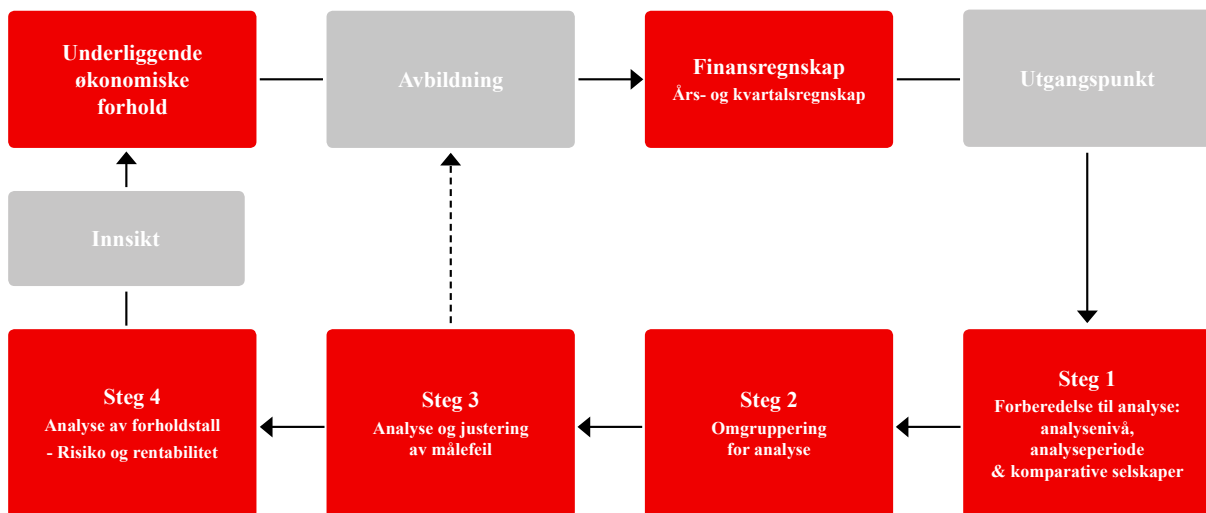
En annen svakhet ved analyseverktøyet er at det er for tvetydig. I mange tilfeller vil det kunne være slik at en faktor utgjør både en styrke og en svakhet eller en mulighet og en trussel (Henry, 2008, s. 120). Eksempelvis kan teknologisk utvikling utgjøre en mulighet, ettersom det gir Netflix anledningen til å tilby nye og bedre tjenester. Samtidig kan dette representere en trussel, da det kan være at selskapet ikke klarer tilpasse seg den nye teknologien hurtig nok slik at lønnsomheten trues. Dette har vi forsøkt å ta hensyn til ved å kategorisere slike faktorer som både muligheter og trusler, eller styrker og svakheter.

Sist, men ikke minst, har SWOT-analysen den begrensningen at den ikke er noe mål i seg selv, men heller en del av en større prosess. Ved at en rekke ulike rammeverk danner grunnlag for SWOT-analysen, blir denne begrensningen hensyntatt. For den videre verdsettelsen vil SWOT-analysen utgjøre et nyttig utgangspunkt, da funnene fra analysen vil benyttes til å gi mer presise estimater i fremtidsregnskapet.

5 Regnskapsanalyse

I dette kapitlet vil vi gjennomføre en kvantitativ regnskapsanalyse. Hensikten er å klargjøre og avdekke de underliggende økonomiske forholdene i Netflix ved å studere dets finansregnskap (Palepu et al., 2013, s. 14). Innsikten fra denne analysen vil gi oss et bedre grunnlag for å forstå Netflix sin historiske utvikling, og vil således gi oss bedre forutsetninger for å prognostisere fremtidig fri kontantstrøm.

For å få en mer oversiktlig regnskapsanalyse vil vi ta utgangspunkt i Knivsflå (2016a) sitt rammeverk, som presentert i figur 5.1:



Figur 5.1: Rammeverk for regnskapsanalyse (Knivsflå, 2016a)

Det første steget omfatter forberedelse til analysen, og i den forbindelse må visse avgrensninger foretas, herunder valg av analysenivå, analyseperiode og komparative selskaper. Det andre steget består av omgruppering av de rapporterte regnskapstallene, slik at de blir bedre egnet for bruk i en investororientert analyse. Det tredje steget innebærer å analysere potensielle målefeil som kan foreligge i regnskapet, samt foreta eventuelle nødvendige justeringer av disse. Det fjerde og siste steget består av en analyse av forholdstall, hvorav risiko og rentabilitet analyseres og måles opp mot bransjegjennomsnittet. Forholdstallanalysen gjennomføres i kapittel 6.

5.1 Forberedelse til regnskapsanalyse

Før vi kan ta fatt på regnskapsanalysen må det foretas noen praktiske avgrensninger. Vi vil i det følgende redegjøre for vårt valg av analysenivå, analyseperiode og komparative selskaper.

5.1.1 Valg av analysenivå

Vi kan analysere et selskap på ulike nivåer. Vi kan enten velge å analysere selskapet samlet, eller inndelt i ulike forretningsområder (Kaldestad & Møller, 2016, s. 84-85). Hva som er mest fordelaktig avhenger blant annet av antall forretningsområder, hvor ulike forretningsområdene er, samt tilgangen vi har på regnskapsinformasjon for det enkelte forretningsområdet.

Som tidligere nevnt fordeler Netflix sine aktiviteter seg på to forretningsområder; strømming og DVD-utleie. Ulikheten mellom disse to er betydelig, da førstnevnte per dags dato opplever sterk vekst, mens sistnevnte er i en nedgangsfase. Dette tilsier at det optimale vil være å analysere forretningsområdene hver for seg. Til tross for dette har vi valgt å analysere selskapet på konsernnivå. Dette begrunnes med at vi ved å ta utgangspunkt i de konsoliderte regnskapene bedre evner å reflektere omfanget av selskapet. Valget er videre underbygget av at regnskapsinformasjon for hvert av Netflix sine forretningsområder i årsrapporten er svært begrenset. Dette er en konsekvens av at U.S. GAAP tillater at segmenter rapporteres samlet i regnskapet, hvilket fører til at en analyse på segmentnivå vanskelig lar seg gjøre.

5.1.2 Valg av analyseperiode

Videre må det tas stilling til hvor langt tilbake i tid regnskapsinformasjonen skal analyseres. Dette valget må tas på bakgrunn av selskapets historiske utvikling. Valget avhenger i tillegg av blant annet selskapets stabilitet og tilgangen til historisk regnskapsinformasjon. Dersom selskapet har vært stabilt over lengre tid bør det velges en relativt lang analyseperiode. I motsatt tilfelle bør det velges en kortere analyseperiode, da eldre regnskapsinformasjon vil ha liten relevans for dagens situasjon. Valg av analyseperiode vil også avhenge av om selskapet opererer i en syklisk bransje. Sykliske bransjer kjennetegnes ved at de er svært følsomme overfor skiftende konjunkturer. Således bør analyseperioden i disse tilfeller være så lang at den representerer både en oppgangs- og en nedgangskonjunktur.

Netflix har tilgjengelige årsregnskap fra og med 2002, og det er dermed mulig å gå langt tilbake i tid. Netflix har imidlertid endret seg mye i løpet av denne tidsperioden, og da særlig i forbindelse med introduksjonen av strømmetjenesten i 2007, som la grunnlag for det som i dag er selskapets hovedsatsingsområde. Følgelig vil eldre regnskapstall være mindre representative for dagens virksomhet, og således dårlig egnet til å prognostisere fremtidig lønnsomhet. Videre kan ikke bransjen defineres som syklisk. Dette fremkommer i den strategiske analysen, hvor vi fant at bransjen i mindre grad er utsatt for den generelle konjunkturutviklingen.

Vi har derfor valgt en analyseperiode på fem år, fra 2012 til 2016. Dette fordi vi mener at tallene fra og med 2012 er mer stabile og representative for utviklingen i bransjen, samtidig som at veksten i Netflix de siste årene hensyntas. Det anses i tillegg som rimelig da Netflix på dette tidspunktet hadde blitt en relativt godt etablert aktør på det internasjonale markedet.

5.1.3 Valg av komparative selskaper

For å få bedre innsikt i hvordan et enkelt selskap presterer er det fordelaktig å ha en målestokk å sammenligne med. Ved regnskapsanalyse vil bransjegjennomsnittet kunne fungere som en god målestokk. I den forbindelse er man avhengig av å identifisere komparative selskaper, og disse vil således danne et viktig sammenligningsgrunnlag for den videre analysen og verdsettelsen. I vårt tilfelle har vi valgt å avgrense det komparative utvalget til selskaper som i størst mulig grad ligner på Netflix. Kriteriene vi har satt oss er at selskapene må være børsnoterte, ha hovedkontor i USA, levere tilnærmet samme tjenester som Netflix, samt operere som SVOD-aktør. Selskapene vi har valgt å inkludere i sammenligningsgrunnlaget er derfor Amazon med tjenesten Amazon Prime Video og Time Warner med tjenesten HBO Now. Hulu velger vi imidlertid å utelukke ettersom selskapet ikke er børsnotert. Videre velger vi å inkludere Netflix i sammenligningsgrunnlaget, ettersom man i strategisk regnskapsanalyse bør sammenligne med bransjegjennomsnittet, og ikke kun med «peers» (Knivsflå, 2016a).

Til tross for likhetene mellom de komparative selskapene, foreligger det allikevel noen utfordringer. På mange måter fremstår Netflix som enestående i sin bransje, da det er det eneste selskapet i verden av sin størrelsesorden som nesten utelukkende baserer seg på strømmetjenesten. Når det gjelder både Amazon Prime Video og HBO Now utgjør disse kun en liten del av den totale virksomheten til Amazon og Time Warner. Ved å inkludere selskapene i det komparative utvalget antar man implisitt at Netflix sin virksomhet har de samme egenskapene som den totale virksomheten til Amazon og Time Warner, som inkluderer alt fra nettbutikk og lesebrett til TV-nettverk. Dette er imidlertid ikke tilfelle, og faktorer som risiko, vekst og lønnsomhet vil derfor kunne variere mellom de ulike selskapene. Optimalt sett burde vi derfor kun benytte selskapenes strømmetjenester som sammenligningsgrunnlag, men på grunn av manglende tilgang på tilstrekkelig regnskapsinformasjon, har vi sett oss nødt til å inkludere de komparative selskapenes totale virksomhet i bransjegjennomsnittet. Dette vil dermed kunne svekke vårt sammenligningsgrunnlag og øke usikkerheten i våre estimater, og vil følgelig kunne utgjøre en svakhet ved vår utredning.

5.2 Omgruppering for analyse

Formålet med omgrupperingen er å skreddersy regnskapsinformasjonen slik at man får større fokus på hvordan verdiskapingen skjer og hvor verdiene ender opp. Dette vil gjøre informasjonen bedre egnet for bruk i den investororienterte analysen (Penman, 2013, s. 292). Omgrupperingen vil ta utgangspunkt i Netflix sitt årsregnskap, som presentert i vedlegg 15.1.

5.2.1 Omgruppering av resultatregnskapet

Omgrupperingen av resultatregnskapet kan ifølge Knivsflå (2016b) deles inn i følgende fire steg: *identifisering av fullstendig nettoresultat, fordeling av fullstendig nettoresultat i drift og finans, identifisering av normale og unormale poster, samt fordeling av skattekostnad*. Disse stegene vil gjennomgås i det følgende.

Steg 1: Identifisering av fullstendig nettoresultat

Fullstendig nettoresultat til egenkapital kan finnes ved følgende formel:

$$\text{Fullstendig nettoresultat til egenkapital} = \text{Årsresultat} + \text{Andre resultatelementer (OCI)} + \text{«Dirty surplus»}$$

Årsresultatet kan hentes direkte fra Netflix sine rapporterte resultatregnskaper. Ettersom Netflix rapporterer etter U.S. GAAP gjelder dette også for andre resultatelementer (OCI), hvilket kan hentes fra totalresultatet som er rapportert i en separat resultatoppstilling. «Dirty surplus» er inntekter og kostnader som føres direkte mot egenkapitalen. Med U.S. GAAP lagt til grunn, vil «dirty surplus» og andre resultatelementer i vårt tilfelle bestå av de samme regnskapspostene, og de vil i så måte være identiske (Penman, 2013, s. 265). I det videre vil vi således definere andre resultatelementer som en samlepost bestående av ulike «dirty surplus»-poster. I Netflix sitt tilfelle inkluderer dette *omregning av utenlandsk valuta og urealisert gevinst på verdipapirer tilgjengelig for salg*. Følgende tabell identifiserer det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen for Netflix:

USD (i tusen)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Årsresultat	226 126	17 152	112 403	266 799	122 641	186 678
<i>Andre resultatelementer (OCI):</i>						
+ Driftsrelatert «dirty surplus»	24	1 357	1 772	-7 768	-37 887	-5 464
+ Finansiell «dirty surplus»	-68	856	-1 116	-253	-975	207
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	226 082	19 365	113 059	258 778	83 779	181 421

Tabell 5.1: Fullstendig nettoresultat til egenkapital for perioden 2011-2016

Steg 2: Fordeling av fullstendig nettoresultat i drift og finans

Postene som inngår i det fullstendige nettoresultatet kan klassifiseres som enten drifts- eller finansrelaterte poster. Fordelingen av fullstendig nettoresultat innebærer å fordele resultatet slik at alle kapitaler i balansen får sitt resultat før skatt (Penman, 2013, s. 303). Dette er hensiktsmessig ettersom det er viktig å finne kildene til resultatet, herunder driftsresultat og finansinntekt, samt klargjøre hvordan resultatet fordeles på finanskostnad, skattekostnad, minoritetsresultat og resultat til egenkapital. I mange tilfeller vil det tydelig fremkomme hvorvidt en regnskapspost er drifts- eller finansrelatert, men dette er ikke nødvendigvis alltid tilfelle. For noen poster vil det derfor være nødvendig å gjøre en nærmere vurdering, hvilket vi vil gjøre i det følgende. Ettersom Netflix i følge regnskapene verken har minoritetsinteresser, tilknyttede selskap eller diskontinuerlig virksomhet vil dette utelates fra vurderingen.

«Dirty surplus»

«Dirty surplus» kan bestå av en kombinasjon av drifts- og finansrelaterte elementer, og man må således splitte opp disse. Som nevnt under steg én består «dirty surplus» i Netflix sitt tilfelle av postene *omregning av utenlandsk valuta* og *urealisert gevinst på verdipapirer tilgjengelig for salg*. Vi har valgt å klassifisere *omregning av utenlandsk valuta* som driftsrelatert. Årsaken til dette er at Netflix sin internasjonale strømmetjeneste opererer med abonnementspriser i de ulike landenes valuta, og posten knytter seg derfor til selskapets drift. Videre har vi valgt å klassifisere *urealisert gevinst på verdipapirer tilgjengelig for salg* som finansrelatert, da vi tolker det slik at denne posten knytter seg til Netflix sine finansielle investeringer. Fordelingen fremkommer av tabell 5.2 og 5.3:

USD (i tusen)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	3 204 577	3 609 282	4 374 562	5 504 656	6 779 511	8 830 669
- Driftskostnader	2 828 509	3 559 290	4 146 215	5 102 008	6 473 685	8 450 876
= Driftsresultat	376 068	49 992	228 347	402 648	305 826	379 793
+ Driftsrelatert «dirty surplus»	24	1 357	1 772	-7 768	-37 887	-5 464
= Fullstendig driftsresultat før skatt	376 092	51 349	230 119	394 880	267 939	374 329

Tabell 5.2: Fullstendig driftsresultat før skatt for perioden 2011-2016

USD (i tusen)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Finansinntekt	3 479	4 474	5 398	5 140	6 075	30 828
- Finanskostnad	20 025	23 986	62 671	58 419	170 016	150 114
= Finansresultat	-16 546	-19 512	-57 273	-53 279	-163 941	-119 286
+ Finansiell «dirty surplus»	-68	856	-1 116	-253	-975	207
= Fullstendig finansresultat før skatt	-16 614	-18 656	-58 389	-53 532	-164 916	-119 079

Tabell 5.3: Fullstendig finansresultat før skatt for perioden 2011-2016

Steg 3: Identifisering av normale og unormale poster

Fullstendig resultat kan videre deles inn i normale og unormale poster. Normale poster er varige eller permanente poster som forventes å være tilbakevendende hvert år. Unormale poster, derimot, er poster som kun har innvirkning på én eller et fåtall perioder. Disse er lite relevante for fremtidige prognoser og må således skilles ut fra de normale postene (Knivsflå, 2016b). Vi vil i det følgende ta for oss Netflix sine unormale poster.

I 2011 ble Netflix engasjert i meklingen av et rettskrav som omhandlet Netflix sin overholdelse av «Video Privacy Protection Act». Meklingen resulterte i et forliksoppgjør på 9 millioner USD, som ble kostnadsført i 2011. Denne posten utgjør en engangspost og skilles derfor ut, da den har liten relevans for fremtidsprediksjoner.

Avskrivningsplanen som Netflix benytter på innholdsbiblioteket fastsettes på grunnlag av historiske og estimerte seermønstre, og er i betydelig grad preget av skjønn. Vanligvis benyttes en lineær avskrivningsplan over en avskrivningsperiode som typisk varierer mellom seks måneder og fem år (Netflix, Inc., 2016). I 2013, 2015 og 2016 har estimatene indikert at seertallene i de første månedene etter premierene har vært betydelig høyere enn det som tidligere var anslått. Netflix valgte derfor å avskrive denne typen innhold på akselerert basis over avskrivningsperioden i de respektive regnskapsårene. Effekten av endringen i avskrivningsestimatene var en reduksjon i driftsresultatet på henholdsvis 25, 25,5 og 19,8 millioner USD. Vi velger å klassifisere endringene i avskrivningsestimatene som unormale poster da de sannsynligvis bare vil oppstå i et fåtall perioder, samtidig som det vil være svært vanskelig å prognostisere tidspunkt og utfall av tilsvarende fremtidige estimatendringer.

Videre kan det diskuteres om gevinst og tap på utenlandsk valuta kan klassifiseres som en unormal post. På den ene siden er valutasvingninger tilbakevendende og vil ha innvirkning på flere perioder. På den annen side er de lite forutsigbare og nærmest umulig å predikere i et effektivt marked. Vi velger derfor å inkludere denne posten som unormal.

Netflix har også unormale elementer som inngår i selskapets skattekostnad. I 2014 og 2015 fikk Netflix utløst skattereserver som følge av tidligere ikke-innregnede skattefordeler, som et resultat av en IRS Appeals-ordning for skatteåret 2008-2009. Dette førte til en revurdering av Netflix sine reserver for de gjeldende årene (Netflix, Inc., 2016). Disse hendelsene er ikke forventet å gjenta seg, og regnes som unormale poster.

Andre resultatelementer består utelukkende av unormale poster. Både *omregning av utenlandsk valuta* og *urealisert gevinst på verdipapirer tilgjengelig for salg* er poster som er forbundet med liten stabilitet og som varierer mye fra år til år, hvilket gjør dem vanskelige å predikere.

I tabell 5.4 presenteres Netflix sin resultatoppstilling, hvorav unormale og normale poster er skilt fra hverandre. De unormale postene fremkommer i grått.

USD (i tusen)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Salgsinntekter	3 204 577	3 609 282	4 374 562	5 504 656	6 779 511	8 830 669
= Driftsinntekter	3 204 577	3 609 282	4 374 562	5 504 656	6 779 511	8 830 669
- Varekostnader	2 039 901	2 625 866	3 058 256	3 752 760	4 565 976	6 010 101
- Markedsføringskostnader	381 269	465 400	503 889	607 186	824 092	991 078
- Teknologi- og utviklingskostnader	259 033	329 008	378 769	472 321	650 788	852 098
- Lønns- og administrasjonskostnader	139 306	139 016	180 301	269 741	407 329	577 799
= Driftsresultat før unormale kostnader	385 068	49 992	253 347	402 648	331 326	399 593
- Rettslig oppgjør	9 000	0	0	0	0	0
- Endring i avskrivningssestimat	0	0	25 000	0	25 500	19 800
= Driftsresultat	376 068	49 992	228 347	402 648	305 826	379 793
+ Finansinntekt	2 779	4 474	5 398	5 140	6 075	8 028
- Finanskostnad	20 025	19 986	29 142	50 219	132 716	150 114
+ Unormalt finansresultat	700	-4 000	-33 529	-8 200	-37 300	22 800
= Resultat før skatt	359 522	30 480	171 074	349 369	141 885	260 507
- Normal skattekostnad	133 396	13 328	58 671	121 182	32 682	73 829
- Unormal skattekostnad	0	0	0	-38 612	-13 438	0
= Årsresultat	226 126	17 152	112 403	266 799	122 641	186 678
+ Andre driftsrelaterte resultatelement	24	1 357	1 772	-7 768	-37 887	-5 464
+ Andre finansielle resultatelement	-68	856	-1 116	-253	-975	207
= Totalresultat	226 082	19 365	113 059	258 778	83 779	181 421
→ Foreslått utbytte	0	0	0	0	0	0

Tabell 5.4: Rapportert resultat, inkludert normale og unormale poster, for perioden 2011-2016

Steg 4: Fordeling av skattekostnad

Det første man må gjøre ved fordeling av skattekostnad er å finne finanskostnadsskattesatsen, som videre vil benyttes til å beregne skattekostnaden på finanskostnadene. Denne satsen tilsvarer selskapsskattesatsen, som per 2017 er på 35% i USA (Netflix, Inc., 2017).

Videre må skattesatsen for finansinntekten beregnes. På grunn av manglende spesifisering i Netflix sitt årsregnskap kan ikke denne satsen beregnes nøyaktig, slik at den vil beregnes ved hjelp av følgende tommelfingerregel (Knivsflå, 2016b):

$$\text{Finansinntektsskattesats} = \text{Selskapsskattesats} \times \frac{2}{3}$$

Dette gir en finansinntektsskattesats over analyseperioden på 23,3%. Denne satsen brukes videre i analysen for å beregne skattekostnaden på finansinntektene og på det unormale finansresultatet. Årsaken til at selskapsskattesatsen reduseres med 1/3 kommer av at utbytte og aksjeginnst ikke skattlegges på selskapsnivå, slik at den effektive skattesatsen på finansinntekten og det unormale finansresultatet vil være noe lavere enn selskapsskattesatsen (Knivsflå, 2016b).

Neste steg innebærer å beregne driftsskattesatsen. På lik linje som for finansinntektsskattesatsen kan ikke driftsskattesatsen beregnes nøyaktig, slik at følgende tommelfingerregel vil benyttes i stedet (Knivsflå, 2016b):

$$\text{Driftsskattesats} = \frac{\text{Driftsrelatert skattekostnad}}{\text{Driftsresultat før skatt}} = \frac{\text{NSK} - \text{sss} \times \frac{2}{3} \times (\text{FI} + \text{UFR}) + \text{sss} \times \text{FK}}{\text{DR} - \text{UDR}}$$

NSK: Normal skattekostnad

FK: Finanskostnad

sss: Selskapsskattesats

DR: Driftsresultat

FI: Finansinntekt

UDR: Unormalt driftsresultat

UFR: Unormalt finansresultat

Driftsskattesatsen danner videre grunnlag for beregning av den normaliserte driftsskattesatsen. For å finne den normaliserte driftsskattesatsen beregnes først gjennomsnitt og median for driftsskattesatsen over analyseperioden, før man videre anvender den minst ekstreme av disse to proSENTSATSENE. Driftsskattesatsen, gjennomsnitt og median fremkommer av tabell 5.5:

USD (i tusen)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt	Median
Driftsrelatert skattekostnad	139 593	20 213	75 435	139 473	86 418	119 176		
/ Driftsresultat før skatt	376 068	49 992	228 347	402 648	305 826	379 793		
= Driftsskattesats	37,1%	40,4%	33,0%	34,6%	28,3%	31,4%	34,1%	33,8%

Tabell 5.5: Driftsskattesats for perioden 2011-2016, samt gjennomsnitt og median

Gjennomsnittet på 34,1% utgjør således den normaliserte driftsskattesatsen til Netflix. Videre brukes så driftsskattesatsen og den normaliserte driftsskattesatsen til å beregne den unormale driftsskattesatsen, som vist i tabell 5.6:

USD (i tusen)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsskattesats	37,1%	40,4%	33,0%	34,6%	28,3%	31,4%
- Normalisert driftsskattesats	34,1%	34,1%	34,1%	34,1%	34,1%	34,1%
= Unormal driftsskattesats	3,0%	6,3%	-1,1%	0,5%	-5,9%	-2,8%

Tabell 5.6: Unormal driftsskattesats for perioden 2011-2016

Med utgangspunkt i de foregående beregningene, kan vi således utlede den rapporterte skattekostnaden, som fremkommer av tabell 5.7:

USD (i tusen)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Normal driftsrelatert skattekostnad	131 476	17 069	86 502	137 478	113 126	136 435
+ Skatt på finansinntekt	648	1 044	1 260	1 199	1 418	1 873
- Skatt på finanskostnad	7 009	6 995	10 200	17 577	46 451	52 540
+ Skatt på unormalt driftsresultat	-3 341	0	-8 259	0	-7 206	-6 213
+ Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	11 458	3 143	-2 808	1 995	-19 502	-11 046
+ Skatt på unormalt finansresultat	163	-933	-7 823	-1 913	-8 703	5 320
+ Unormal skattekostnad	0	0	0	-38 612	-13 438	0
= Rapportert skattekostnad	133 396	13 328	58 671	82 570	19 244	73 829

Tabell 5.7: Oversikt over fordeling av skattekostnad for perioden 2011-2016

5.2.1.1 Omgruppert resultatregnskap

USD (i tusen)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Salgsinntekter	3 204 577	3 609 282	4 374 562	5 504 656	6 779 511	8 830 669
= Driftsinntekter	3 204 577	3 609 282	4 374 562	5 504 656	6 779 511	8 830 669
- Varekostnader	2 039 901	2 625 866	3 083 256	3 752 760	4 591 476	6 029 901
- Markedsføringskostnader	381 269	465 400	503 889	607 186	824 092	991 078
- Teknologi- og utviklingskostnader	259 033	329 008	378 769	472 321	650 788	852 098
- Lønns- og administrasjonskostnader	148 306	139 016	180 301	269 741	407 329	577 799
= Driftsresultat	376 068	49 992	228 347	402 648	305 826	379 793
- Driftsrelatert skattekostnad	131 476	17 069	86 502	137 478	113 126	136 435
= Netto driftsresultat	244 592	32 923	141 845	265 170	192 700	243 358
+ Netto finansinntekt	2 131	3 430	4 138	3 941	4 658	6 155
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	246 723	36 353	145 984	269 111	197 357	249 513
- Netto finanskostnad	13 016	12 991	18 942	32 642	86 265	97 574
= Nettoresultat til egenkapital	233 707	23 362	127 042	236 468	111 092	151 939
+ Unormalt netto driftsresultat	-17 093	-1 786	-12 161	28 849	-23 241	-8 005
+ Unormalt netto finansresultat	469	-2 211	-26 822	-6 540	-29 572	17 687
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	217 082	19 365	88 059	258 778	58 279	161 621
- Netto betalt utbytte	-135 564	-82 498	-500 829	-265 369	-307 439	-294 753
= Endring i egenkapital	352 646	101 863	588 888	524 147	365 718	456 374

Tabell 5.8: Omgruppert resultatregnskap for perioden 2011-2016

5.2.2 Omgruppering av balansen

I en typisk balanseoppstilling deles vanligvis eiendeler og gjeld inn i kortsiktige og langsiktige kategorier. Dette tilsier et fokus på likviditet for eiendelene og forfallstid for gjelden. I så måte kan vi si at oppstillingsplanen er kreditorientert. Denne oppstillingen er godt egnet ved analyse av risiko, men fra et investororientert perspektiv er den mindre relevant (Penman, 2013, s. 292). Vi vil derfor foreta en omgruppering av balansen, der det på samme måte som ved resultatregnskapet er hensiktsmessig å skille mellom drifts- og finansrelaterte eiendeler og gjeld. Omgruppering kan ifølge Knivsflå (2016c) deles inn i følgende fire steg: *reklassifisering av eventuelt avsatt utbytte, fordeling av totalbalansen i drift og finans, omgruppering fra*

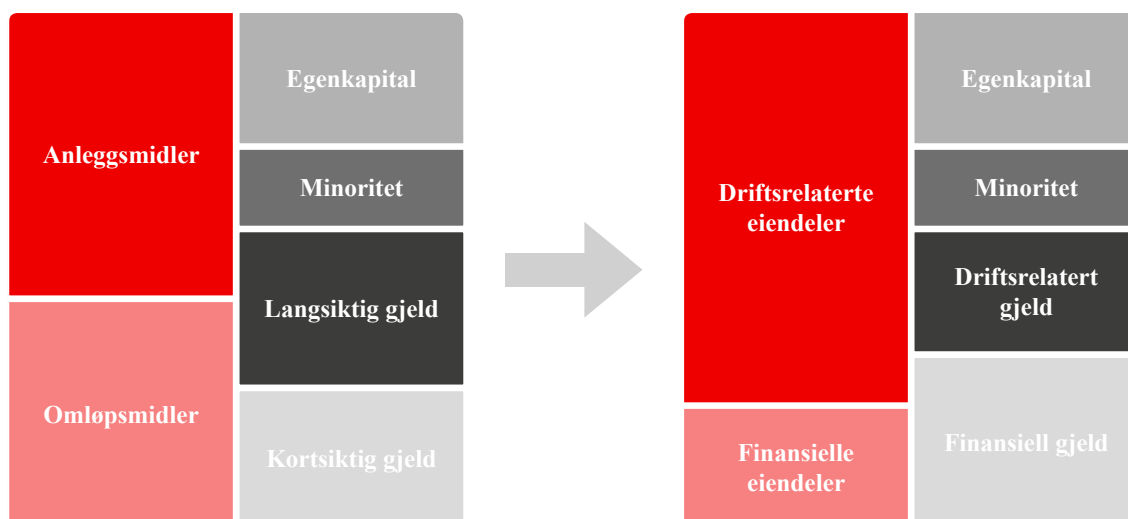
total kapital til sysselsatt kapital, samt omgruppering fra sysselsatt kapital til netto driftskapital. Disse vil gjennomgå i det følgende.

Steg 1: Reklassifisering av eventuelt avsatt utbytte som egenkapital

Ved investororientert regnskapsanalyse vil man ha et «eiersyn» på selskapet. Dette innebærer at avsatt utbytte ikke anses som gjeld, men heller som egenkapital som tilbakebetales til eierne (Penman, 2013, s. 262). Ettersom U.S. GAAP ikke tillater at man avsetter for foreslått utbytte, vil det ikke være nødvendig å foreta en omklassifisering av utbyttet for våre analyseformål, da det avsatte utbyttet allerede vil være klassifisert som egenkapital.

Steg 2: Fordeling av totalbalansen i drift og finans

Ved utførelse av en investororientert analyse er det viktig å ha et tydelig skille mellom drift og finansiering, på samme måte som for resultatelementene. Det er i tillegg nødvendig å ha konsistens mellom klassifiseringen av balanseposter og tilhørende resultatposter. Dette innebærer at dersom en eiendels- eller gjeldspost er klassifisert som drift, må de tilhørende inntektene og kostnadene inngå som en del av driftsresultatet. Omgrupperingen av balanseoppstillingen illustreres i figur 5.2:



Figur 5.2: Omgruppering av balansen, fra kreditororientert til investororientert balanse (Knivsflå, 2016c)

I det videre vil klassifiseringen av de enkelte postene i balansen gjennomgå:

Langsiktig innhold knytter seg til Netflix sitt innholdsbibliotek, og er innhold som vil bli tilgjengelig for strømming om ett eller flere år. Dette relaterer seg derfor til selskapets kjernevirksomhet og er følgelig en *driftsrelatert eiendel*.

Eiendom og utstyr består av blant annet informasjonsteknologiske eiendeler, møbler og inventar, bygninger og utstyr tilknyttet DVD-utleie. Dette er poster som relaterer seg til selskapets drift, og klassifiseres derfor som *driftsrelaterte eiendeler*.

Andre anleggsmidler består hovedsakelig av utsatt skattefordel, samt en liten andel bundne midler knyttet til de ansattes kompensasjonsskudd. Posten knytter seg derfor til driften og inngår således som en del av de *driftsrelaterte eiendelene*.

Kontanter og kontantekvivalenter er likvide midler og inkluderer blant annet investeringer i finansielle instrumenter med løpetid på 90 dager eller mindre. Disse midlene er nødvendige for å opprettholde driften, og vil i utgangspunktet være driftsrelaterte eiendeler. Dersom det foreligger overskuddslikviditet vil de imidlertid være å anse som finansrelaterte eiendeler. Ettersom det er svært vanskelig å skille mellom hva som utgjør overskuddslikviditet og ikke, velger vi å foreta en praktisk forenkling og klassifiserer alle de likvide midlene som *finansrelaterte eiendeler*.

Kortsiktige investeringer består av omsettelige verdipapirer tilgjengelig for salg med løpetid på mer enn 90 dager. Denne posten knytter seg ikke til driften, og klassifiseres derfor som *finansrelaterte eiendeler*.

Kortsiktig innhold knytter seg til Netflix sitt innholdsbibliotek, og er innhold som vil bli tilgjengelig for strømming innen ett år. Dette relaterer seg derfor til selskapets kjernevirksomhet, og er følgelig en *driftsrelatert eiendel*.

Forhåndsbetalt innhold består av innhold som foreløpig ikke er tilgjengelig for strømming, og som derfor ikke er innregnet i innholdsbiblioteket. Posten knytter seg til selskapets drift og klassifiseres derfor som en *driftsrelatert eiendel*.

Andre omløpsmidler består av utsatt skattefordel, bundne midler tilknyttet de ansattes kompensasjonsskudd, samt forhåndsbetalt innhold. Sistnevnte gjennomgikk en reklassifisering i 2013. Tidligere ble forhåndsbetalt innhold klassifisert som en egen post, men ettersom posten ikke anses som vesentlig i de senere år, er denne blitt reklassifisert som en del av andre omløpsmidler. Andre omløpsmidler består kun av driftsrelaterte elementer, og klassifiseres derfor som *driftsrelaterte eiendeler*.

Gjeld tilknyttet langsiktig innhold består av forpliktelser i forbindelse med anskaffelse, lisensiering og produksjon av innhold som vil bli tilgjengelig for strømming om ett eller flere år. Disse forpliktelsene anses å være nært tilknyttet Netflix sin drift, og klassifiseres således som *driftsrelatert gjeld*.

Langsiktig gjeld består av langsiktige obligasjoner med ulike forfallstidspunkt. Dette er en rentebærende gjeldspost, og posten klassifiseres dermed som *finansrelatert gjeld*.

Langsiktig gjeld til nærstående parter består av utstedte konvertible obligasjoner med nullkupongsrente. Utstedelsen ble utført som en rettet emisjon hvor en sentral partner også var styremedlem i Netflix, og dette er i så måte en transaksjon mellom nærstående parter. Dette er gjeld tatt opp som en del av driftssyklusen, og inkluderes i *driftsrelatert gjeld*.

Annen langsiktig gjeld er hovedsakelig ikke-innregnede skattefordeler som ikke forventes å bli utbetalt eller kvittert innen ett år. Denne posten klassifiseres derfor som *driftsrelatert gjeld*.

Leasingfinansiering er knyttet til finansiering av leasingkostnader tilknyttet kontorbygningene i Los Gatos. Denne forpliktelsen er rentebærende og inngår derfor som *finansrelatert gjeld*.

Gjeld tilknyttet kortsiktig innhold består av forpliktelser i forbindelse med anskaffelse, lisensiering og produksjon av innhold som vil bli tilgjengelig for strømming innen ett år. Disse forpliktelsene anses for å være nært tilknyttet Netflix sin drift, og klassifiseres således som *driftsrelatert gjeld*.

Leverandørgjeld anses for å være nært tilknyttet Netflix sin drift, og klassifiseres som *driftsrelatert gjeld*.

Påløpte kostnader består blant annet av ikke-innregnede skattefordeler, forpliktelser i forbindelse med leasingfinansiering, påløpte rettslige oppgjør, påløpte innholdsrelaterte kostnader, påløpte utgifter til lønn og ytelser til de ansatte, samt påløpte skattekostnader. Alle disse elementene knytter seg til selskapets drift, og klassifiseres følgelig som *driftsrelatert gjeld*.

Forskuddsbetalte inntekter består av fakturerte medlemskontingenter som ikke har blitt innregnet, samt uinnløste gaver og andre forhåndsbetalte medlemskap. Dette er driftsrelaterte elementer, og posten klassifiseres derfor som *driftsrelatert gjeld*.

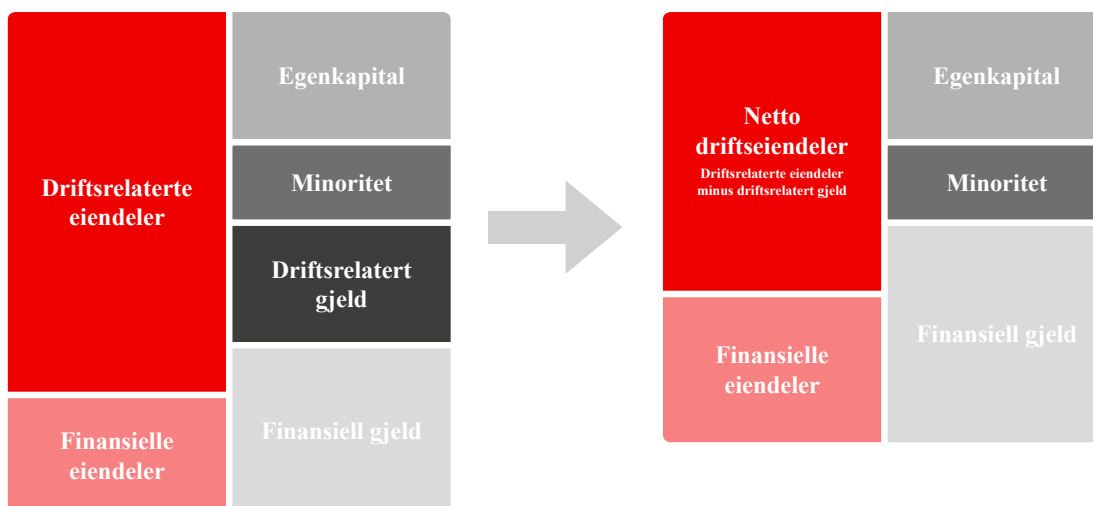
Den endelige klassifiseringen i drifts- og finansrelaterte poster presenteres i tabell 5.9:

USD (i tusen)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsrelaterte anleggsmidler	1 238 339	1 727 099	2 353 800	3 116 182	4 771 031	7 866 319
+ Driftsrelaterte omløpsmidler	1 033 046	1 492 713	1 858 358	2 331 973	3 121 125	3 986 509
= Driftsrelaterte eiendeler	2 271 385	3 219 812	4 212 158	5 448 155	7 892 156	11 852 828
Finansielle anleggsmidler	0	0	0	0	0	0
+ Finansielle omløpsmidler	797 811	748 078	1 200 405	1 608 496	2 310 715	1 733 782
= Finansielle eiendeler	797 811	748 078	1 200 405	1 608 496	2 310 715	1 733 782
→ Totale eiendeler	3 069 196	3 967 890	5 412 563	7 056 651	10 202 871	13 586 610
Egenkapital	642 810	744 673	1 333 561	1 857 708	2 223 426	2 679 800
Langsiktig driftsrelatert gjeld	982 064	1 332 185	1 412 699	1 626 389	2 057 359	2 937 342
+ Kortsiktig driftsrelatert gjeld	1 225 055	1 675 926	2 154 203	2 663 154	3 529 624	4 586 657
= Driftsrelatert gjeld	2 207 119	3 008 111	3 566 902	4 289 543	5 586 983	7 523 999
Langsiktig finansiell gjeld	219 267	215 106	512 100	909 400	2 392 462	3 382 811
+ Kortsiktig finansiell gjeld	0	0	0	0	0	0
= Finansiell gjeld	219 267	215 106	512 100	909 400	2 392 462	3 382 811
→ Totalkapital	3 069 196	3 967 890	5 412 563	7 056 651	10 202 871	13 586 610

Tabell 5.9: Totalkapital med inndeling i drift og finans for perioden 2011-2016

Steg 3: Omgruppering fra totalkapital til sysselsatt kapital

Videre omgrupperes balansen ytterligere fra totalkapital til sysselsatt kapital. Årsaken er at det foreligger et problem med totalkapitalen som begrep, da den driftsrelaterte gjelden ikke kan defineres som sysselsatt kapital plassert aktivt gjennom kapitalmarkedet (Knivsflå, 2016c). Den sysselsatte kapitalen er kapital innskutt av eiere og kreditorer, mens driftsrelatert gjeld oppstår gjennom driftssyklusen eller som langsiktige krav skapt gjennom driften. Den driftsrelaterte gjelden er vanligvis ikke direkte rentebærende, slik at kostnaden ofte kommer i form av høyere driftskostnader. Dermed bør den driftsrelaterte gjelden anses som en korreksjon av de driftsrelaterte eiendelene, fremfor en gjeld. Netto driftseiendeler representerer de sysselsatte driftseiendelene. Figur 5.3 viser overgangen fra totalkapital til sysselsatt kapital, hvorav driftsrelatert gjeld flyttes over til eiendelssiden, slik at netto driftseiendeler reflekteres i balansen:

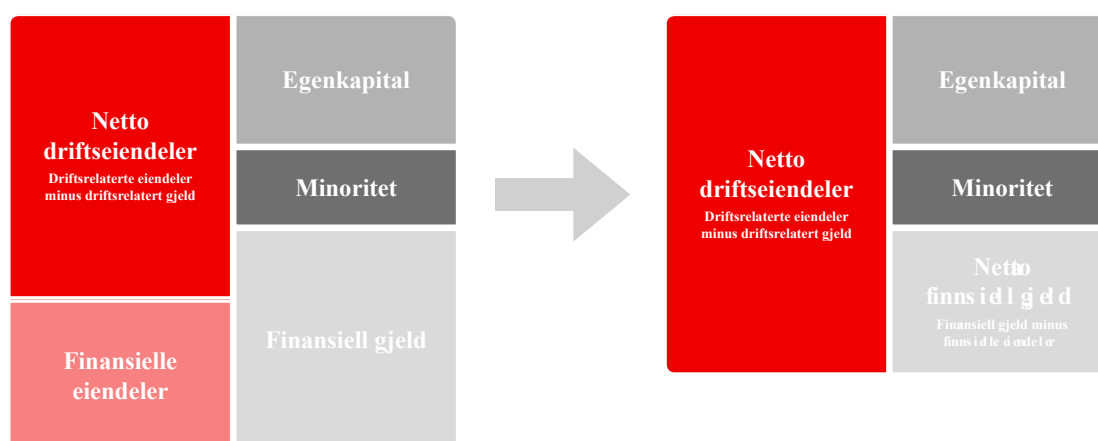


Figur 5.3: Omgruppering av balansen, fra totalkapital til sysselsatt kapital (Knivsflå 2016c)

Oppstillingen av sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital presenteres i tabell 5.10.

Steg 4: Omgruppering fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Videre vil det være hensiktsmessig å omgruppere balansen ytterligere fra sysselsatt kapital til netto driftskapital. Netto driftskapital er den kapitalen som er direkte investert i selskapets drift og knytter seg derfor ikke til de finansielle eiendelene (Penman, 2013, s. 242). Finansielle eiendeler er i prinsippet eiendeler som selskapet har utover det som er nødvendig for å opprettholde den daglige driften. Dette er gjerne likvide midler som forholdsvis raskt kan benyttes til å betale ned den finansielle gjelden. I den videre analysen vil det derfor være naturlig å benytte netto finansiell gjeld, som tilsvarer finansiell gjeld fratrukket finansielle eiendeler. Figur 5.4 viser overgangen fra sysselsatt kapital til netto driftskapital, hvorav finansielle eiendeler trekkes fra finansiell gjeld, slik at netto finansiell gjeld reflekteres i balansen:



Figur 5.4: Omgruppering av balansen, fra sysselsatt kapital til netto driftskapital (Knivsflå, 2016c)

Oppstillingen av netto driftseiendeler og netto driftskapital vises i tabell 5.11.

5.2.1.1 Omgruppert balanse

USD (i tusen)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterede anleggsmidler	256 275	394 914	941 101	1 489 793	2 713 672	4 928 977
+ Driftsrelateret arbeidskapital	-192 009	-183 213	-295 845	-331 181	-408 499	-600 148
= Netto driftseiendeler	64 266	211 701	645 256	1 158 612	2 305 173	4 328 829
+ Finansielle eiendeler	797 811	748 078	1 200 405	1 608 496	2 310 715	1 733 782
= Sysselsatte eiendeler	862 077	959 779	1 845 661	2 767 108	4 615 888	6 062 611
Egenkapital	642 810	744 673	1 333 561	1 857 708	2 223 426	2 679 800
+ Finansiell gjeld	219 267	215 106	512 100	909 400	2 392 462	3 382 811
= Sysselsatt kapital	862 077	959 779	1 845 661	2 767 108	4 615 888	6 062 611

Tabell 5.10: Omgruppert balanse, herunder sysselsatte eiendeler og kapital, for perioden 2011-2016

USD (i tusen)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	256 275	394 914	941 101	1 489 793	2 713 672	4 928 977
+ Driftsrelatert arbeidskapital	-192 009	-183 213	-295 845	-331 181	-408 499	-600 148
= Netto driftseiendeler	64 266	211 701	645 256	1 158 612	2 305 173	4 328 829
Egenkapital	642 810	744 673	1 333 561	1 857 708	2 223 426	2 679 800
+ Netto finansiell gjeld	-578 544	-532 972	-688 305	-699 096	81 747	1 649 029
= Netto driftskapital	64 266	211 701	645 256	1 158 612	2 305 173	4 328 829

Tabell 5.11. Omgruppert balanse, herunder netto driftseiendeler og driftskapital, for perioden 2011-2016

USD (i tusen)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Inngående egenkapital	290 164	642 810	744 673	1 333 561	1 857 708	2 223 426
+ Fullstendig nettoresultat	217 082	19 365	88 059	258 778	58 279	161 621
- Netto betalt utbytte	-135 564	-82 498	-500 829	-265 369	-307 439	-294 753
= Utgående egenkapital	642 810	744 673	1 333 561	1 857 708	2 223 426	2 679 800

Tabell 5.12: Endring i egenkapital for perioden 2011-2016

5.3 Analyse og justering av målefeil

Ved utarbeidelse av finansregnskapet er man lovpålagt å forholde seg til det gjeldende rammeverket for regnskapsføring. Til tross for dette vil det allikevel kunne forekomme avvik mellom de virkelige forholdene og tallene som rapporteres. Dette kalles målefeil, og kan ifølge Knivsflå (2016d) deles inn i tre ulike typer: målefeil grunnet regnskapsføring til korrekt historisk kost, målefeil grunnet regnskapsreglene og målefeil grunnet kreativ regnskapsføring.

For å ta hensyn til målefeilene, er det hensiktsmessig å foreta visse justeringer. Det vil si at man går inn og endrer de rapporterte regnskapstallene slik at de bedre reflekterer selskapets underliggende økonomiske forhold (Palepu et al., 2013, s. 136). Formålet er dermed å sikre en bedre rentabilitetsmåling. Det foreligger uenighet i litteraturen om hvorvidt det er riktig å justere for målefeil eller ikke. En rekke motstandere, deriblant Penman (2013, s. 311), mener at justering kan føre til at man innfører flere målefeil i regnskapet. En faktor som underbygger denne påstanden er det faktum at eksterne regnskapsbrukere og analytikere stort sett har dårligere informasjonstilgang enn interne funksjoner i selskapet, noe som taler for at man vil kunne ende opp med å innføre flere målefeil. Palepu et al. (2013, s. 136) er derimot av en annen oppfatning, og mener at justering av målefeil vil føre til et regnskap som gir en mer korrekt avbildning av de underliggende økonomiske forholdene. Unnlater man å justere for målefeil kan det skape store problemer, ettersom lønnsomheten tilsløres, noe som vil kunne føre til skjeve verdiestimater. På bakgrunn av ovenstående resonnerer vi har vi valgt å foreta en justering av Netflix sine målefeil.

I det videre vil vi kun justere for målefeil som er forårsaket av regnskapsreglene. Denne typen målefeil vil kunne føre til at kapitalen blir enten over- eller undervurdert. Den vil også kunne bidra til å skape støy i rentabilitetsmålingen, noe som vil ha innvirkning på den strategiske fordelene. Ifølge Knivsflå (2016d) utgjør manglende balanseføring og feilperiodisering de største kildene til målefeil av denne typen. Vi vil kun ta for oss målefeil grunnet manglende balanseføring, og har valgt å se nærmere på postene *markedsføring, teknologi & utvikling*, samt *operasjonell leasing*. Vi har valgt å ikke foreta noen justering for målefeil grunnet feilperiodisering, ettersom slike målefeil gjerne vil være svært usystematiske (Knivsflå, 2016d).

Årsaken til at det ikke vil justeres for de øvrige typene målefeil er at målefeil grunnet regnskapsføring til korrekt historisk kost tilsvarer avkastningen utover eiernes krav. Dermed kan dette ses på som et uttrykk for selskapets strategiske fordel, og anses av denne grunn som en «god» målefeil (Knivsflå, 2016d). Målefeil grunnet kreativ regnskapsføring innebærer at regnskapet ikke er ført i samsvar med gjeldende regelverk. Ettersom Netflix sitt regnskap revideres av statsautorisert revisorer, antar vi at det ikke vil foreligge noen vesentlig målefeil av denne typen.

Markedsføring og teknologi & utvikling

Netflix investerer årlig store summer i *markedsføring* og *teknologi & utvikling*. Årsaken til at disse investeringene ikke balanseføres skyldes at målingen av de fremtidige økonomiske fordelene som forventes å tilflyte selskapet er preget av stor usikkerhet, og anses således som lite pålitelige. Dette representerer en målefeil og resulterer i en undervurdert balanse, hvilket vil ha videre innvirkning på rentabilitetsmålingene. Sammenstillingen av inntekter og kostnader vil samtidig bli dårlig, og vil resultere i at dagens resultater blir undervurdert. Dette vil gå på bekostning av resultatene i fremtiden, som på grunn av for lave kostnader, vil bli overvurdert. Tabell 5.13 viser utviklingen i markedsføringskostnader og teknologi- & utviklingskostnader over analyseperioden:

USD (i tusen)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Markedsføringskostnader	381 269	465 400	503 889	607 186	824 092	991 078	
Prosentvis vekst	29,8%	22,1%	8,3%	20,5%	35,7%	20,3%	22,8%
Teknologi- & utviklingskostnader	259 033	329 008	378 769	472 321	650 788	852 098	
Prosentvis vekst	58,6%	27,0%	15,1%	24,7%	37,8%	30,9%	32,4%

Tabell 5.13: Utvikling i markedsførings- og teknologi- & utviklingskostnader for perioden 2011-2016

Som vi ser av tabellen har Netflix hatt stor økning i kostnadene knyttet til *markedsføring* og *teknologi & utvikling* over analyseperioden. Gjennomsnittlig har den årlige veksten vært på

henholdsvis 22,8% og 32,4%. Den kraftige veksten sannsynliggjør en undervurdering av balansen, hvilket tilsier at rentabiliteten er høyere enn hva som i realiteten er tilfelle. Dette vil igjen resultere i en for høy prognostisering av fri kontantstrøm, som følge av overdreven tro på selskapets lønnsomhet. For å justere for denne målefeilen bør en øke kapitalgrunnlaget ved bruk av gjennomsnittlig årlig kostnad over analyseperioden multiplisert med forventet levetid (Palepu et al., 2013, s. 146). Kostnadene vil dermed inngå i avskrivningene, som i vårt tilfelle er en underpost av *varekostnader*, heller enn i de respektive kostnadspostene. Resultatet vil således forbli uendret. De årlige kostnadene balanseføres først, for så å avskrives, og i så måte forblir kapitalbasen konstant. Utfordringen knyttet til denne justeringen vil være å fastsette levetiden til både *markedsføring* og *teknologi & utvikling*, samt å vurdere effektene av gjennomsnittlige tallberegninger.

Ettersom kostnadene har økt markant de siste årene vil en gjennomsnittsberegning være dårlig egnet for våre formål. Dette vil lede til en overvurdert kapitalisering de førstkommende årene, og en tilsvarende undervurdert kapitalisering i senere år. Denne vurderingen er videre underbygget av at vi i den strategiske analysen avdekket at Netflix er avhengig av å holde tritt med den teknologiske utviklingen og av å tiltrekke til seg kunder for å opprettholde sin konkurransedyktige posisjon i markedet. Vi forutsetter dermed at Netflix vil satse enda mer på *markedsføring* og *teknologi & utvikling* i fremtiden for å sikre lønnsomhet på lengre sikt. Dette taler for at gjennomsnittsverdier ikke bør benyttes, da det vil gi et dårlig bilde av fremtiden, og trolig vil vi innføre større målefeil enn de vi forsøker å korrigere for. Vi anser det derfor som rimelig å ikke justere for målefeil knyttet til markedsføring og teknologi & utvikling.

Operasjonell leasing

Operasjonell leasing består av kostnader som knytter seg til leie av eiendom eller diverse utstyr tilknyttet driften, og vi vil i det videre ta for oss manglende balanseføring av denne kostnadsposten. I Netflix sitt tilfelle er dette svært aktuelt, ettersom selskapet i stor grad benytter seg av leasing i forbindelse med kontorlokaler og annen eiendom (Netflix, Inc., 2017). I henhold til U.S. GAAP skal *finansiell leasing* balanseføres, mens dette imidlertid ikke er pålagt ved *operasjonell leasing* (PwC, 2016a). Årsaken til at *operasjonell leasing* gjerne justeres inn i balansen er fordi kapitalbindingen ved leie vil være mye lavere enn ved eierskap, noe som vil ha innvirkning på analysen. I så tilfelle vil betydelig bruk av leie føre til at balansen undervurderes og rentabiliteten blir kunstig høy.

Det finnes ulike metoder for å foreta en justering av den operasjonelle leasingen. Vi velger å benytte Palepu et al. (2013, s. 143) sin metode, hvor det tas utgangspunkt i nåverdien tilknyttet fremtidige forpliktelser. Vi har i den forbindelse benyttet Netflix sin oversikt over fremtidige operasjonelle leieforpliktelser som beste estimat for å beregne leiekapitalen (Netflix, Inc., 2017). I denne oversikten oppgis de fremtidige leieforpliktelsene i fire terminer; mindre enn ett år, ett til tre år, tre til fem år og mer enn fem år. Dette fremkommer av tabell 5.14:

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Mindre enn 1 år	17 599	20 926	23 593	33 920	40 850	62 640
1 til 3 år	26 485	28 158	49 544	61 891	108 332	140 587
3 til 5 år	13 702	25 671	35 183	33 181	100 814	120 456
Mer enn 5 år	2 139	49 497	81 002	72 741	258 648	298 657
Sum	59 925	124 252	189 322	201 733	508 644	622 340

Tabell 5.14: Fremtidige operasjonelle leieforpliktelser fordelt i fire terminer for perioden 2011-2016

For å finne nåverdien neddiskonterer vi leieforpliktelsene med den gjennomsnittlige gjeldsrenten gjennom analyseperioden, som vi har beregnet til å være 6,9%. I flere av sine årsrapporter har selskapet i tillegg opplyst om at alle deres operasjonelle leieforpliktelser vil forfalle innen elleve år, og på bakgrunn av dette velger vi derfor å benytte oss av et fordelingsgrunnlag på elleve år ved fordeling av leieforpliktelser (Netflix, Inc., 2017). Det er rimelig å anta at store deler av forpliktelsene som forfaller innen fem år vil fordele seg relativt jevnt utover tidsperioden, mens forpliktelsene med et forfallstidspunkt utover fem år forventes å forfalle tidlig i intervallet. Derfor anser vi det som passende å fordele leieforpliktelsene etter saldoprinsippet med 50% av restbeløpet per år. I tabell 5.15 vises kapitaliseringen av leieforpliktelsene, hvorav fordeling av Netflix sine operasjonelle leieforpliktelser, samt beregning av leieforpliktelsenes nåverdi illustreres:

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1	17 599	20 926	23 593	33 920	40 850	62 640
2	13 243	14 079	24 772	30 946	54 166	70 293
3	13 243	14 079	24 772	30 946	54 166	70 293
4	6 851	12 836	17 592	16 590	50 407	60 228
5	6 851	12 836	17 592	16 590	50 407	60 228
6	1 070	24 749	40 501	36 370	129 324	149 328
7	535	12 374	20 250	18 185	64 662	74 664
8	267	6 187	10 125	9 093	32 331	37 332
9	134	3 094	5 063	4 546	16 165	18 666
10	67	1 547	2 531	2 273	8 083	9 333
11	67	1 547	2 531	2 273	8 083	9 333
Nåverdi	50 376	93 594	141 079	154 505	367 471	454 901

Tabell 5.15: Fordeling og kapitalisering av leieforpliktelsene for perioden 2011-2016

Når kapitaliseringen av leieforpliktelsene er gjennomført tilbakeføres så den operasjonelle leien. Kostnaden knyttet til leieforpliktelsene befinner seg under posten *varekostnader*, slik at denne posten dermed vil reduseres med et beløp tilsvarende leiekostnaden. Kostnaden splittes så opp i en avskrivningskomponent og en rentekomponent, hvorav avskrivningen representerer nedbetalingen av leiekapitalen, mens renten representerer kapitalkostnaden for leieforpliktelsen. Disse komponentene bidrar til å øke *varekostnaden*, den *driftsrelaterte skattekostnaden* og *netto finanskostnad*. Til sammen vil komponentene utligne hverandre, slik at den totale resultateffekten vil være lik null, til tross for et noe forbedret netto driftsresultat. Resultatvirkningen av kapitaliseringen presenteres i tabell 5.16:

USD (i tusen)	Virkning	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Varekostnader (tilbakeføring av operasjonell leie)	Reduksjon	16 900	29 700	27 900	26 600	34 700	53 100
- Varekostnader (avskrivning på leiekapital)	Økning	13 417	23 228	18 145	15 917	9 291	21 646
- Driftsrelatert skattekostnad (endring i utsatt skatt)	Økning	1 189	2 210	3 331	3 648	8 675	10 739
= Netto driftsresultat	Økning	2 294	4 262	6 424	7 036	16 733	20 715
- Netto finanskostnad (rentekostnad)	Økning	3 483	6 472	9 755	10 683	25 409	31 454
+ Netto finanskostnad (endring i utsatt skatt)	Reduksjon	1 189	2 210	3 331	3 648	8 675	10 739
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	Ingen effekt	0	0	0	0	0	0

Tabell 5.16: Resultatvirkning av kapitalisering av leieforpliktelsene for perioden 2011-2016

Videre vil justeringen føre til at totalkapitalen øker med nåverdien av leieforpliktelsen, mens egenkapitalen forblir upåvirket. Nåverdien av leieforpliktelsen balanseføres som leiekapital på balansens aktivaside, slik at de driftsrelaterte anleggsmidlene øker. Leiekapitalens motpost vil være leieforpliktelsen, som dermed vil balanseføres på passivasiden. Leieforpliktelsen vil herunder føres mot *kortsiktig og langsiktig finansiell gjeld*, samt mot *langsiktig driftsrelatert gjeld* i form av endring i utsatt skatt. Balansevirkningen av kapitaliseringen vises i tabell 5.17:

USD (i tusen)	Virkning	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsrelaterte anleggsmidler (leiekapital)	Økning	50 376	93 594	141 079	154 505	367 471	454 901
= Totale eiendeler	Økning	50 376	93 594	141 079	154 505	367 471	454 901
Langsiktig driftsrelatert gjeld (endring i utsatt skatt)	Økning	17 200	31 956	48 169	52 753	125 467	155 319
+ Langsiktig finansiell gjeld (leieforpliktelse)	Økning	24 340	46 340	80 960	91 269	235 885	285 327
+ Kortsiktig finansiell gjeld (avdrag på leieforpliktelse)	Økning	8 836	15 297	11 950	10 482	6 119	14 255
= Totalkapital	Økning	50 376	93 594	141 079	154 505	367 471	454 901

Tabell 5.17: Balansevirkning av kapitalisering av leieforpliktelsene for perioden 2011-2016

Det omgrupperte og justerte resultatregnskapet og balansen for Netflix, for perioden 2011-2016, presenteres i tabell 5.18, under delkapittel 5.3.1. Tilsvarende omgruppering og justering er gjennomført for de to komparative selskapene, for å sikre et mest mulig konsistent datagrunnlag for den videre analysen. Dette fremkommer av vedlegg 15.2 og 15.3.

5.3.1 Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse

USD (i tusen)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Salgsinntekter	3 204 577	3 609 282	4 374 562	5 504 656	6 779 511	8 830 669
= Driftsinntekter	3 204 577	3 609 282	4 374 562	5 504 656	6 779 511	8 830 669
- Varekostnader	2 036 418	2 619 394	3 073 501	3 742 077	4 566 067	5 998 447
- Markedsføringskostnader	381 269	465 400	503 889	607 186	824 092	991 078
- Teknologi- og utviklingskostnader	259 033	329 008	378 769	472 321	650 788	852 098
- Lønns- og administrasjonskostnader	148 306	139 016	180 301	269 741	407 329	577 799
= Driftsresultat	379 551	56 464	238 102	413 331	331 235	411 247
- Driftsrelatert skattekostnad	132 665	19 279	89 832	141 126	121 802	147 175
= Netto driftsresultat	246 886	37 185	148 270	272 205	209 433	264 072
+ Netto finansinntekt	2 131	3 430	4 138	3 941	4 658	6 155
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	249 017	40 615	152 408	276 146	214 090	270 227
- Netto finanskostnad	15 310	17 253	25 366	39 678	102 999	118 289
= Nettoresultat til egenkapital	233 707	23 362	127 042	236 468	111 092	151 939
+ Unormalt netto driftsresultat	-17 093	-1 786	-12 161	28 849	-23 241	-8 005
+ Unormalt netto finansresultat	469	-2 211	-26 822	-6 540	-29 572	17 687
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	217 082	19 365	88 059	258 778	58 279	161 621
- Netto betalt utbytte	-135 564	-82 498	-500 829	-265 369	-307 439	-294 753
= Endring i egenkapital	352 646	101 863	588 888	524 147	365 718	456 374

Tabell 5.18: Omgruppert og justert resultatregnskap for perioden 2011-2016

USD (i tusen)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsrelaterte anleggsmidler	1 288 715	1 820 693	2 494 879	3 270 687	5 138 502	8 321 220
+ Driftsrelaterte omløpsmidler	1 033 046	1 492 713	1 858 358	2 331 973	3 121 125	3 986 509
= Driftsrelaterte eiendeler	2 321 761	3 313 406	4 353 237	5 602 660	8 259 627	12 307 729
Finansielle anleggsmidler	0	0	0	0	0	0
+ Finansielle omløpsmidler	797 811	748 078	1 200 405	1 608 496	2 310 715	1 733 782
= Finansielle eiendeler	797 811	748 078	1 200 405	1 608 496	2 310 715	1 733 782
→ Totale eiendeler	3 119 572	4 061 484	5 553 642	7 211 156	10 570 342	14 041 511
Egenkapital	642 810	744 673	1 333 561	1 857 708	2 223 426	2 679 800
Langsiktig driftsrelatert gjeld	999 264	1 364 141	1 460 868	1 679 142	2 182 826	3 092 661
+ Kortsiktig driftsrelatert gjeld	1 225 055	1 675 926	2 154 203	2 663 154	3 529 624	4 586 657
= Driftsrelatert gjeld	2 224 319	3 040 067	3 615 071	4 342 296	5 712 450	7 679 318
Langsiktig finansiell gjeld	243 607	261 446	593 060	1 000 669	2 628 347	3 668 138
+ Kortsiktig finansiell gjeld	8 836	15 297	11 950	10 482	6 119	14 255
= Finansiell gjeld	252 443	276 744	605 009	1 011 152	2 634 466	3 682 393
→ Totalkapital	3 119 572	4 061 484	5 553 642	7 211 156	10 570 342	14 041 511

Tabell 5.19: Omgruppert og justert balanse, herunder totalkapital med inndeling i drift og finans, for perioden 2011-2016

USD (i tusen)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	289 451	456 552	1 034 010	1 591 545	2 955 676	5 228 559
+ Driftsrelatert arbeidskapital	-192 009	-183 213	-295 845	-331 181	-408 499	-600 148
= Netto driftseiendeler	97 442	273 339	738 165	1 260 364	2 547 177	4 628 411
+ Finansielle eiendeler	797 811	748 078	1 200 405	1 608 496	2 310 715	1 733 782
= Sysselsatte eiendeler	895 253	1 021 417	1 938 570	2 868 860	4 857 892	6 362 193
Egenkapital	642 810	744 673	1 333 561	1 857 708	2 223 426	2 679 800
+ Finansiell gjeld	252 443	276 744	605 009	1 011 152	2 634 466	3 682 393
= Sysselsatt kapital	895 253	1 021 417	1 938 570	2 868 860	4 857 892	6 362 193

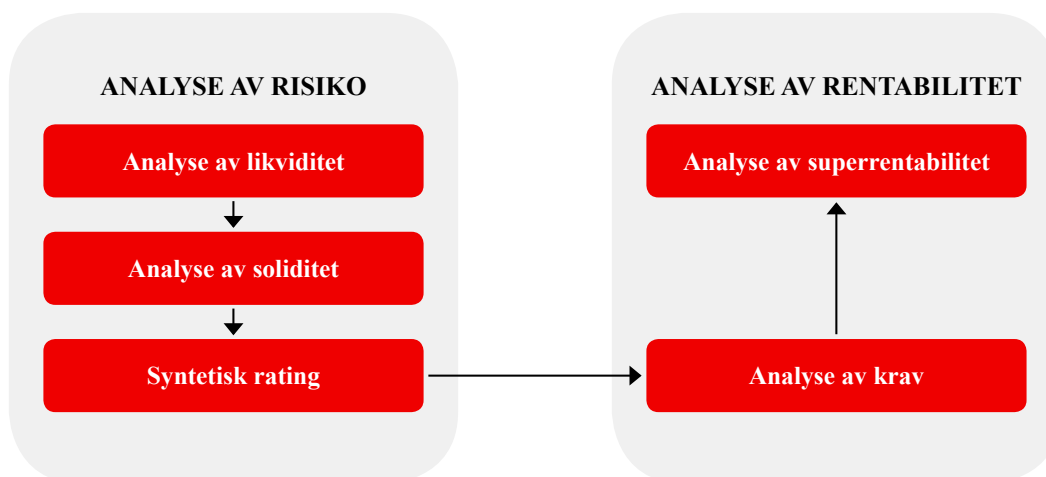
Tabell 5.20: Omgruppert og justert balanse, herunder sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital, for perioden 2011-2016

USD (i tusen)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	289 451	456 552	1 034 010	1 591 545	2 955 676	5 228 559
+ Driftsrelatert arbeidskapital	-192 009	-183 213	-295 845	-331 181	-408 499	-600 148
= Netto driftseiendeler	97 442	273 339	738 165	1 260 364	2 547 177	4 628 411
Egenkapital	642 810	744 673	1 333 561	1 857 708	2 223 426	2 679 800
+ Netto finansiell gjeld	-545 368	-471 334	-595 396	-597 344	323 751	1 948 611
= Netto driftskapital	97 442	273 339	738 165	1 260 364	2 547 177	4 628 411

Tabell 5.21: Omgruppert og justert balanse, herunder netto driftseiendeler og netto driftskapital, for perioden 2011-2016

5.4 Rammeverk for forholdstallsanalyse

På bakgrunn av det omgrupperte og justerte finansregnskapet vil vi i de påfølgende kapitlene gjennomføre en forholdstallsanalyse. I denne analysen vil Netflix sin finansielle risiko og lønnsomhet måles opp mot de komparative selskapene. I kapittel 6 vil vi først analysere Netflix sin risiko ved å se nærmere på kortsiktig likviditetsrisiko og langsiktig soliditetsrisiko. Risikoanalysen vil videre oppsummeres gjennom en syntetisk rating. Denne ratingen vil således gi en indikasjon på hvor stor kredittrisiko som forbindes med selskapet. Videre vil vi i kapittel 7 utarbeide det historiske avkastningskravet til Netflix og bransjen, mens kapittel 8 vil bestå av en analyse av selskapets lønnsomhet i form av superrentabilitet. Formålet med sistnevnte vil være å kartlegge hvorvidt Netflix har en avkastning på den investerte kapitalen som overgår kravet, altså om selskapet er i stand til å generere en strategisk fordel. Innsikten opparbeidet gjennom forholdstallsanalysen vil således være nyttig for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. Rammeverket for forholdstallsanalysen oppsummeres i figur 5.5:



Figur 5.5: Rammeverk for forholdstallsanalyse (Knivsfå, 2016f)

For å kunne si noe om forventningene til fremtiden vil vi ta utgangspunkt i historiske tall. Ettersom Netflix har gjennomgått relativt store endringer de siste ti årene, og siden

videounderholdningsbransjen er en svært innovativ bransje, hvor kundebehov og teknologi endrer seg stadig raskere, velger vi å tidsvekte tallene i analyseperioden. På bakgrunn av de nevnte forholdene vil de siste årene best reflektere selskapets fremtidige stilling. Vi velger derfor å tillegge de siste årene størst vekt, slik at disse vil ha større innvirkning på analysens resultat, mens de tidligere årene vil ha avtakende vekter. Vektene vi har valgt å benytte presenteres i tabell 5.22:

År	2012	2013	2014	2015	2016
Vekting	0,10	0,15	0,20	0,25	0,30

Tabell 5.22: Prosentvise vekter for analyseperioden 2012-2016

6 Analyse av risiko

I dette kapitlet vil vi kartlegge og analysere Netflix sin kredittrisiko ved å gjennomføre en risikoanalyse i form av en likviditets- og soliditetsanalyse. Kredittrisiko omfatter risikoen långiver har for at et lån, herunder avtalt rentebetaling, helt eller delvis misligholdes, slik at långiver påføres tap gjennom gjeldsforhandlinger eller konkurs (Penman, 2013, s. 680-681). Denne risikoen er systematisk, og kan derfor ikke diversifiseres bort. For samtlige av forholdstallene som gjennomgås i dette kapitlet, vil vi analysere utviklingen over tid, samt sammenligne med bransjens tilsvarende forholdstall.

Risikoanalysen vil videre danne grunnlag for Netflix sin syntetiske rating, som igjen vil ha betydning for hvilke lånebetingelser kreditorene kan tilby selskapet. Kredittrisikoen utgjør således en viktig del av avkastningskravet til selskapets finansielle gjeld, og vil følgelig benyttes ved beregning av de ulike kapitalenes avkastningskrav i kapittel 7.

Rammeverket for risikoanalysen kan oppsummeres i følgende figur:



Figur 6.1: Rammeverk for analyse av risiko (Knivsflå, 2016f)

6.1 Likviditetsanalyse

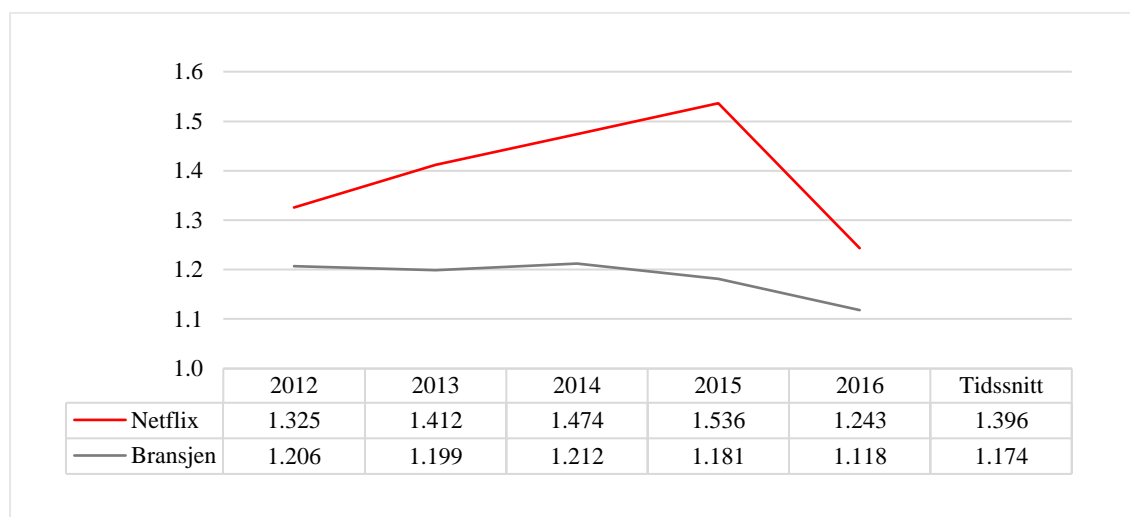
I likviditetsanalysen fokuserer vi på kortsiktig kredittrisiko. Det vil si i hvilken grad selskapet er i stand til å dekke sine kortsiktige forpliktelser etter hvert som de forfaller til betaling. Likviditetsrisikoen bestemmes således av hvor mye likvide midler selskapet besitter i forhold til sine kortsiktige krav. Den kortsiktige likviditeten til Netflix analyseres ved å studere forholdstallene *likviditetsgrad 1* og *rentedekningsgrad*. Vi har også foretatt en beregning av andre forholdstall, herunder *likviditetsgrad 2* og *finansiell gjeldsdekningsgrad*, men ettersom disse tallene ikke ga oss mer dyptgående innsikt i Netflix sin kortsiktige risiko, har vi valgt å ikke gå nærmere inn på disse.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er et mål på selskapets evne til å nedbetale kortsiktig gjeld med kortsiktige eiendeler, og beregnes ved hjelp av følgende formel:

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

Et høyt forholdstall i denne sammenheng tilsier at selskapet er godt rustet mot krav som forfaller til betaling på kort sikt, noe som indikerer at selskapet har lav likviditetsrisiko. Tilsvarende vil et lavt forholdstall indikere høy likviditetsrisiko. En generell regel sier at likviditetsgrad 1 bør være større enn to (Damodaran, 2012, s. 49). Ettersom likviditetsgraden er svært bransjeavhengig, vil det imidlertid være mer hensiktsmessig å foreta en sammenligning med bransjegjennomsnittet for å vurdere om forholdstallet er tilfredsstillende. Utviklingen i likviditetsgrad 1 for Netflix og bransjen vises i figur 6.2:



Figur 6.2: Utvikling i likviditetsgrad 1 for Netflix og bransjen, for perioden 2012-2016

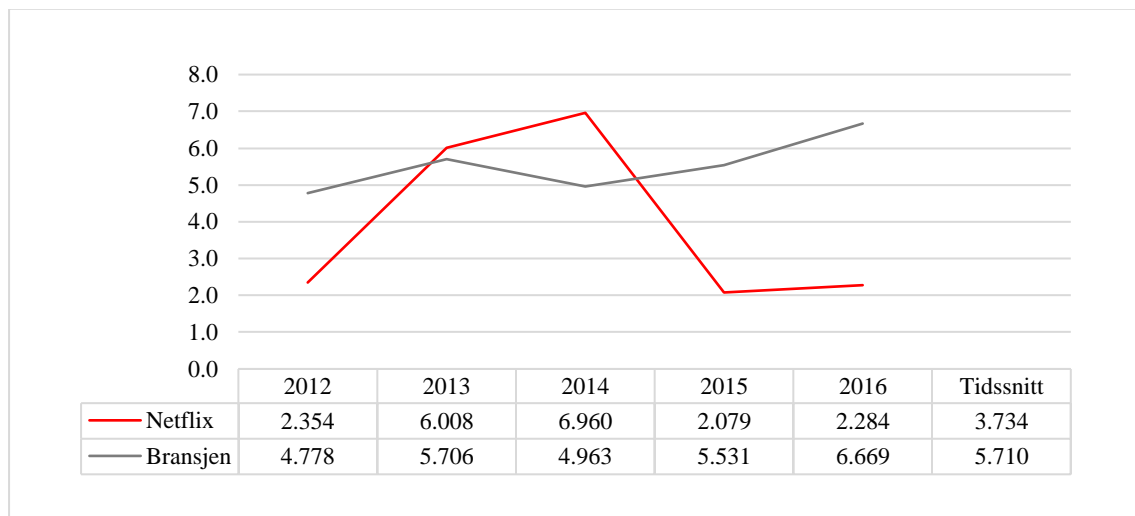
Over analyseperioden har likviditetsgrad 1 for Netflix hatt stor spredning. Likevel ser vi av figuren at Netflix har hatt en høyere likviditetsgrad 1 enn bransjen gjennom hele perioden. Dette gir en god indikasjon på at den kortsiktige likviditetssituasjonen er betryggende. Mens Netflix økte sin likviditetsgrad 1 fra 2012 til 2015 grunnet høyere vekst i omløpsmidler relativt til kortsiktig gjeld, har bransjen som helhet opplevd en liten nedgang i forholdstallet i samme periode. Den gjennomsnittlige tidsvektede likviditetsgrad 1 for Netflix og bransjen er på henholdsvis 1,4 og 1,2. Oppsummert anser vi Netflix sin likviditet for å være tilstrekkelig basert på likviditetsgrad 1.

6.1.2 Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgraden er et uttrykk for i hvilken grad selskapets egen verdiskapning er i stand til å betjene finanskostnadene. Nettoresultat til sysselsatt kapital tilsvarer netto driftsresultat addert med netto finansinntekter. Rentedekningsgraden beregnes som følgende:

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Nettoresultat til sysselsatt kapital}}{\text{Netto finanskostnader}}$$

Generelt bør rentedekningsgraden være på minst én (Knivsflå, 2016f). Det er imidlertid verdt å merke seg at selskaper med svært ulik risiko kan ha lik rentedekningsgrad. Dette skyldes at resultatene kan variere mye fra år til år, og forholdstallet bør således ikke brukes isolert sett i likviditetsvurderingen. Utviklingen i rentedekningsgrad for Netflix og bransjen vises i figur 6.3:



Figur 6.3: Utvikling i rentedekningsgrad for Netflix og bransjen, for perioden 2012-2016

Som vi ser av figuren har Netflix sin rentedekningsgrad hatt en økning fra 2012 til 2014. I de etterfølgende årene har imidlertid rentedekningsgraden nådd et bunnivå. Dette kan til dels forklare av Netflix sine høye kostnader tilknyttet den internasjonale ekspansjonen, hvilket har hatt betydelig innvirkning på nettoresultatet, og således rentedekningsgraden. Det er rimelig å anta at ekspansjonen vil påvirke resultatet positivt på lengre sikt, som nevnt i den strategiske analysen, og det forventes at rentedekningsgraden i så måte vil ta seg opp igjen fremover.

Sammenligner vi med bransjegjennomsnittet, ser vi at bransjens rentedekningsgrad har hatt en relativt stabil utvikling over analyseperioden. Den gjennomsnittlige tidsvektede rentedekningsgraden for Netflix og bransjen er på henholdsvis 3,7 og 5,7. Forholdstallet har dermed

oversteget én gjennom hele analyseperioden for både Netflix og bransjen. Vi kan dermed konkludere med at rentedekningsgraden er på et tilfredsstillende nivå, og sett i sammenheng med likviditetsgrad 1 taler dette for at den kortsiktige kredittrisikoen til Netflix er lav.

6.2 Soliditetsanalyse

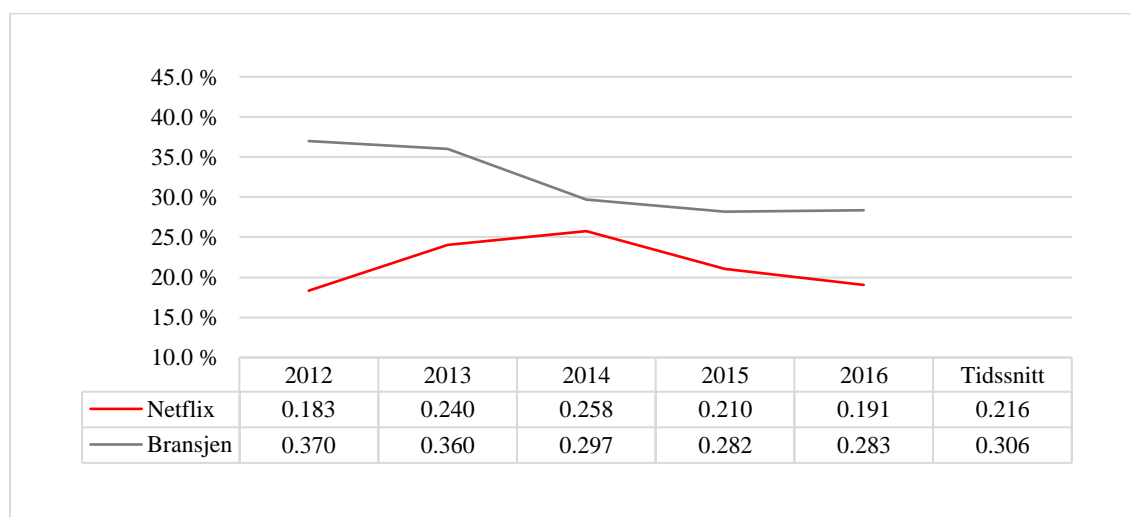
I en soliditetsanalyse er fokuset på langsiktig kredittrisiko. Gjennom analysen vil man kartlegge hvorvidt selskapet har tilstrekkelige økonomiske ressurser til å stå imot lengre perioder med tap, uforutsette hendelser eller omveltninger i markedet (Damodaran, 2012, s. 50). For å få innsikt i soliditeten til Netflix vil vi analysere *egenkapitalandel* og *netto driftsrentabilitet*.

6.2.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen sier noe om hvor stor andel av selskapet som er finansiert med egenkapital, og er mye brukt ved analyse av soliditet. Egenkapitalandelen kan beregnes på følgende måte:

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

Egenkapital vil kunne fungere som en buffer mot fremtidige tap og eventuelt konkurs. Med høy egenkapitalandel vil det være mer kapital å tære på før selskapet blir insolvent, slik at det vil være i bedre stand til å tåle nedgangstider og lengre perioder med fallende lønnsomhet. Dette reduserer den langsiktige kredittrisikoen, og følgelig vil kreditorene bli mer skjermet for tap. I tillegg vil lavere risiko gi en lavere kredittrisikopremie, hvilket bidrar til at selskapets finansielle belastningen reduseres. Utviklingen i egenkapitalandel for Netflix og bransjen vises i figur 6.4:



Figur 6.4: Utvikling i egenkapitalandel for Netflix og bransjen, for perioden 2012-2016

Av figuren ser vi at egenkapitalandelen til Netflix er lavere enn for bransjen over hele analyseperioden. Dette vil dermed si at Netflix historisk sett har vært dårligere stilt overfor fremtidige tap enn konkurrentene. For både Netflix og bransjen har egenkapitalandelen variert en god del. Netflix sin egenkapitalandel har fulgt en positiv trend til og med 2014, mens den i etterfølgende år har vært fallende. Dette skyldes at Netflix har hatt et stort opptak av langsiktig gjeld. Bransjen har på sin side opplevd en fallende egenkapitalandel over store deler av analyseperioden, men denne synes imidlertid å ha stabilisert seg i løpet av de senere årene. Den gjennomsnittlig tidsvektede egenkapitalandelen for Netflix og bransjen er på henholdsvis 21,6%% og 30,6%. Oppsummert anser vi egenkapitalandelen til Netflix for å være noe svak, men allikevel ikke kritisk, mens den for bransjen er mer solid. Bransjen i sin helhet virker derfor å være godt rustet mot tap over lengre perioder, mens Netflix er noe mer utsatt.

6.2.2 Netto driftsrentabilitet

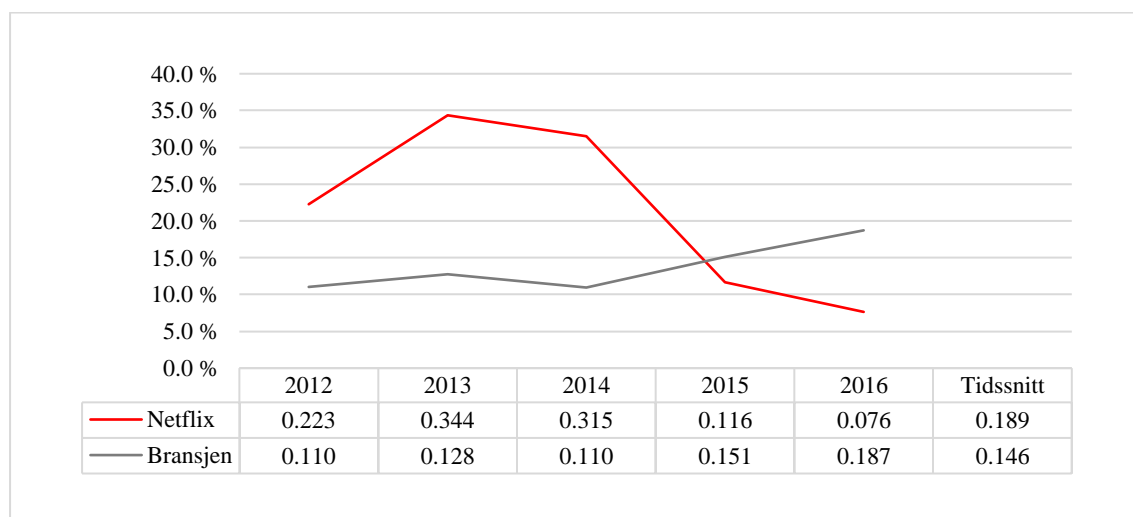
Netto driftsrentabilitet er et uttrykk for avkastningen på driften, og er således viktig for soliditeten ettersom negative resultater isolert sett tærer på egenkapitalen. Netto driftsrentabilitet er gitt ved følgende formel:

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{NDR}_t}{\text{NDE}_{t-1} + \frac{\Delta\text{NDE}_t - \text{NDR}_t}{2}}$$

NDR: Netto driftsresultat

NDE: Netto driftseiendeler

Utviklingen i netto driftsrentabilitet for Netflix og bransjen presenteres i figur 6.5:



Figur 6.5: Utvikling i netto driftsrentabilitet for Netflix og bransjen i perioden 2012-2016

Netflix sin netto driftsrentabilitet varierer svært mye over analyseperioden, fra 34,4% på det høyeste til 7,6% på det laveste. Denne variasjonen skyldes i stor grad en økning i netto driftseiendeler grunnet stor vekst i driftsrelaterte anleggsmidler, samt stor variasjon i netto driftsresultat. Bransjen forholder seg på den annen side mer stabil. Den gjennomsnittlig tidsvektede netto driftsrentabiliteten for Netflix og bransjen er på henholdsvis 18,9% og 14,6%.

Gjennom store deler av perioden ligger Netflix sin netto driftsrentabilitet over bransjesnittet, hvilket tyder på at den holder et tilfredsstillende nivå. Et bekymringsverdig tegn er imidlertid at grafen har fulgt en negativ trend siden 2014. Dette har medført en netto driftsrentabilitet som er lavere enn bransjens i 2015 og 2016. Denne nedgangen skyldes trolig økte kostnader i forbindelse med den internasjonale ekspansjonen, noe som har hatt stor effekt på netto driftsresultat. Til tross for nedgangen i 2015 og 2016 anses både Netflix og bransjens soliditet for å være tilfredsstillende. Netflix kan vise til relativt høy avkastning og på grunnlag av dette mener vi derfor at selskapets netto driftsrentabilitet ikke representerer en risikofaktor for soliditeten.

6.3 Oppsummering - Syntetisk rating

Analysen av likviditets- og soliditetsrisiko kan oppsummeres gjennom en syntetisk rating. For å anslå Netflix sin risiko vil vi benytte oss av Knivsflås metodikk, som tar utgangspunkt i Standard & Poors karaktersystem (Knivsflå, 2016f). Tabell 6.1 angir ulike ratingklasser med tilhørende krav til forholdstall, samt ratingklassenes konkurssansynlighet innen ett år:

Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad (etter 35% skatt)	Egenkapitalandel	Netto driftsrentabilitet	Konkurssansynlighet
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350	0,00 %
	8,900	11,600	0,895	0,308	
AA	6,200	6,300	0,850	0,266	0,02 %
	4,600	4,825	0,755	0,216	
A	3,000	3,350	0,660	0,166	0,08 %
	2,350	2,755	0,550	0,131	
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096	0,26 %
	1,450	1,690	0,380	0,082	
BB	1,200	1,220	0,320	0,068	0,97 %
	1,050	1,060	0,270	0,054	
B	0,900	0,900	0,220	0,040	4,93 %
	0,750	0,485	0,175	0,026	
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012	12,61 %
	0,550	-0,345	0,105	-0,002	
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016	27,96 %
	0,450	-1,170	0,030	-0,030	
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044	50,99 %
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058	
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072	85,54 %

Tabell 6.1: Grenseverdier og medianverdi for beregning av syntetisk rating, samt konkurssansynlighet

På bakgrunn av de fire forholdstallene beregnet i delkapittel 6.1 og 6.2 kan Netflix og bransjen klassifiseres i ulike ratingklasser rangert fra AAA til D. Disse ratingklassene indikerer hvilken risiko som forbindes med selskapet eller bransjen. Ved klassifisering måles først forholdstallene opp mot de uthevede grenseverdiene i tabell 6.1. Videre tidsvektes gjennomsnittskarakteren for de ulike forholdstallene med de prosentvise vektene presentert i delkapittel 5.6. Den tidsvektede gjennomsnittsratingen for de ulike forholdstallene baserer seg på de tallmessige observasjonene, og tar følgelig ikke utgangspunkt i bokstavkarakteren for det enkelte år. Karaktersettingen vil imidlertid kun gi en indikasjon på den totale ratingen. Ved utarbeidelse av den endelige ratingen vil det være nødvendig å basere seg på det helhetlige inntrykket fra den samlede risikoanalysen, som også inkluderer analysen av strategisk risiko (Knivsflå, 2016f). Med utgangspunkt i tabell 6.1 estimeres den syntetiske ratingen for Netflix og bransjen over analyseperioden i tabell 6.2:

Netflix	2012		2013		2014		2015		2016		Tidssnitt	
Likviditetsgrad 1	1,325	BB	1,412	BB	1,474	BBB	1,536	BBB	1,243	BB	1,396	BB
Rentedekningsgrad	2,354	BBB	6,008	AA	6,960	AA	2,079	BBB	2,284	BBB	3,734	A
Egenkapitalandel	0,183	B	0,240	B	0,258	B	0,210	B	0,191	B	0,216	B
Netto driftsrentabilitet	0,223	AA	0,344	AAA	0,315	AAA	0,116	BBB	0,076	BB	0,189	A
Gjennomsnittsrating	BBB		A		A		BBB		BB		BBB	

Bransjen	2012		2013		2014		2015		2016		Tidssnitt	
Likviditetsgrad 1	1,206	BB	1,199	BB	1,212	BB	1,181	BB	1,118	BB	1,174	BB
Rentedekningsgrad	4,778	A	5,706	AA	4,963	AA	5,531	AA	6,669	AA	5,710	AA
Egenkapitalandel	0,370	BB	0,360	BB	0,297	BB	0,282	BB	0,283	BB	0,306	BB
Netto driftsrentabilitet	0,110	BBB	0,128	BBB	0,110	BBB	0,151	A	0,187	A	0,146	A
Gjennomsnittsrating	BBB		BBB		BBB		BBB		BBB		BBB	

Tabell 6.2: Syntetisk rating for Netflix og bransjen over analyseperioden 2012-2016

Basert på forholdstallene fra risikoanalysen får vi en tidsvektet gjennomsnittlig syntetisk rating på BBB for både Netflix og for bransjen. Vi vil i det videre gjennomføre en subjektiv vurdering av hvorvidt den syntetiske ratingen virker rimelig, ved å vurdere forhold som ikke lett lar seg fange opp av den kvantitative risikoanalysen.

Videounderholdningbransjens økende etterspørsel taler generelt for lavere kredittrisiko i fremtiden, alt annet like. På den annen siden tilsier kundenes stadige etterspørsel etter mer original og eksklusivt innhold betydelig høyere kostnader for aktørene, noe som isolert sett vil gi høyere kredittrisiko, da disse kostnadene trolig vil finansieres med gjeld. Etter vår vurdering bekrefter den kvantitative risikoanalysen våre antakelser fra den strategiske analysen om at Netflix og de sammenlignbare selskapene i bransjen virker å være solide selskaper med gode

fremtidsutsikter. Dette forutsetter imidlertid at de evner å holde tritt med den teknologiske utviklingen, samt at bruken av piratkopiering holdes nede. Dette taler for en relativ lav kredittrisiko for Netflix.

Vi konkluderer derfor med at Netflix har en tilfredsstillende kredittrisiko, på samme nivå som bransjen. Vi vurderer den endelige syntetiske ratingen til å være BBB, hvilket tilsvarer en konkurssannsynlighet på 0,26% i løpet av ett år, jamfør tabell 6.1. Det er imidlertid verdt å merke seg at den kvantitative risikoanalysen er basert på historiske forhold, og det er således knyttet usikkerhet til om tilsvarende kredittrisiko vil være gjeldende i fremtiden.

7 Historisk avkastningskrav

I dette kapitlet vil vi utlede anslag på de historiske avkastningskravene til Netflix. Et avkastningskrav reflekterer avkastningen investorer kan oppnå ved alternativ plassering av kapital med tilsvarende risiko (Kaldestad & Møller, 2016, s. 152). Denne avkastningen skal kompensere for inflasjon, tidsverdi og risiko. Vår verdsettelse vil ta utgangspunkt i egenkapital og netto driftskapital, og vi vil således se nærmere på avkastningskrav relatert til disse, samt netto finansiell gjeld. Disse anslagene vil videre benyttes som målestokk for rentabiliteten i kapittel 8. For å sikre konsistens med rentabilitetsmål vil vi vekte avkastningskravene basert på gjennomsnittlige balanseverdier justert for opptjent kapital i det gjeldende året.

Det vil være ulik risiko forbundet med ulike finansieringskilder, og avkastningskravet til netto driftskapital estimeres derfor ved å vekte de ulike finansieringskildene basert på deres verdi og forventede avkastning (Kaldestad & Møller, 2016, s. 152). Avkastningskravet til netto driftskapital kan således beregnes ved å benytte formelen for den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden (WACC):

$$WACC = \frac{EK}{EK + NFG} \times k_{EK} + \frac{NFG}{EK + NFG} \times k_{NFG}(1 - s)$$

EK: Markedsverdien til egenkapitalen

k_{EK}: Avkastningskravet til egenkapitalen

NFG: Markedsverdien til netto finansiell gjeld

k_{NFG(1-s)}: Avkastningskravet til netto finansiell gjeld etter skatt

For å estimere avkastningskravet til netto driftskapital vil vi i det videre beregne avkastningskravet til egenkapitalen og finansiell gjeld.

7.1 Avkastningskrav til egenkapital

Vi har valgt å ta utgangspunkt i kapitalverdimodellen (CAPM) for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen. Dette er den mest anvendte modellen i praksis, og ifølge Damodaran (2012, s. 76) gir ikke andre, mer komplekse modeller signifikant bedre empiriske resultater. CAPM forutsetter at alle investorer er nyttemaksimerende individer med veldiversifiserte porteføljer. Dette innebærer at det bare skal måles og kompenseres for den tilleggsrisikoen som en investering tillegger en diversifisert portefølje. Dette tilsier en todeling av risiko i systematisk og usystematisk risiko. Systematisk risiko utgjør generell markedsrisiko, mens usystematisk risiko utgjør selskapsspesifikk risiko. Sistnevnte kan diversifiseres bort, og det tas derfor ikke

hensyn til denne risikoen i avkastningskravet. Avkastningskravet til egenkapitalen kan beregnes ved følgende formel:

$$k_{EK} = r_f + \beta_{EK} (r_m - r_f) + ilp$$

k_{EK} : Avkastningskravet til egenkapitalen

r_m : Forventet avkastning på markedsportefølje

r_f : Risikofri rente

$(r_m - r_f)$: Markedets risikopremie

β_{EK} : Selskapets egenkapitalbeta

ilp : Illikviditetspremie

Ettersom avkastningskravet til netto driftskapital beregnes etter skatt, burde også egenkapitalkravet beregnes etter skatt. I USA beskattes renteinntekter og aksjeinntekter ulikt, og denne ulikheten burde med fordel derfor hensyntas. I praksis ses det imidlertid ofte bort fra skatt ved bruk av CAPM, da skattesatsene avhenger av om investoren er en privatperson eller et selskap. Vi velger derfor å foreta en praktisk forenkling hvor vi ser bort fra skatt. Dette underbygges videre av at dagens risikofrie rente er svært lav og konsekvensen for egenkapitalkravet vil i så måte være av liten betydning.

Vi vil i det følgende gjøre rede for de ulike komponentene i egenkapitalkravet.

7.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente inngår som en del av egenkapitalkravet, ettersom enhver investering som innebærer risiko må gi en avkastning høyere enn risikofri rente. Risikofri rente representerer således en hypotetisk avkastning på et verdipapir eller en portefølje av verdipapirer som ikke har konkurs- eller misligholdsrisiko (Kaldestad & Møller, 2016, s. 156). Ettersom det ikke eksisterer verdipapirer som har slike hypotetiske egenskaper, er man avhengig av å heller finne verdipapirer med tilnærmet like egenskaper, som gjerne i praksis kan anses å være risikofrie. I så måte vil de mest aktuelle verdipapirene enten være langsiktige statsobligasjoner til solide stater eller korte interbankrenter. Kaldestad & Møller (2016, s. 156) argumenterer for at førstnevnte vil være det nærmeste man kommer risikofri rente. I begge tilfeller vil det være nødvendig å gjøre fradrag for konkursrisiko basert på den aktuelle ratingen (Knivsflå, 2016g). For interbankrenten vil det være bankenes rating som benyttes, mens det ved bruk av langsiktige statsobligasjoner vil være ratingen til den aktuelle staten, herunder USA, som gjør seg gjeldende. For sistnevnte er det imidlertid rimelig å anta at risikopremien er marginal, ettersom kredittratingen for USA per 2017 ligger på AA+ (Standard & Poor's, 2017).

I verdsettelsen har vi valgt å benytte renten på tiårige statsobligasjoner som mål på risikofri rente. Fordelen med den langsiktige statsobligasjonsrenten er at den varierer mindre enn den kortsiktige interbankrenten, og vil således gi et mer stabilt avkastningskrav (Kaldestad & Møller, 2016, s. 158). I tillegg forventes det at Netflix som selskap har lang løpetid, slik at durasjonen på den langsiktige renten vil stemme bedre overens med selskapets kontantstrøm. Utfordringen er imidlertid at den strengt tatt ikke er risikofri, da den kan inneholde en risiko-premie for både inflasjonsrisiko og illikviditet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 158). Til tross for dette har den langsiktige renten blitt et svært vanlig mål på risikofri rente blant praktikere, da det er en god praktisk løsning, så fremt det ikke er for stor forskjell mellom den langsiktige statsobligasjonsrenten og den kortsiktige interbankrenten (Kaldestad & Møller, 2016, s. 159).

Videre er det slik at når man tar i bruk langsiktige statsobligasjoner bør man benytte statsobligasjoner som er utstedt i samme valuta som selskapet som verdsettes, da dette vil gi konsistent bruk av inflasjon i kontantstrømmer og diskonteringsrente. I vårt tilfelle vil det være amerikanske dollar som gjør seg gjeldende, og vi vil derfor benytte oss av amerikanske tiårige statsobligasjoner som oppgitt av U.S. Department of the Treasury. I tabell 7.1 presenteres den gjennomsnittlige risikofrie renten hvert år over analyseperioden, hvorav daglige observasjoner på tiårige statsobligasjoner er lagt til grunn (Daily Treasury Yield Curve Rates, 2017).

	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Risikofri rente før skatt	0,018	0,024	0,025	0,021	0,018	0,021

Tabell 7.1: Risikofri rente før skatt for perioden 2012-2016

7.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie kan defineres som differansen mellom den forventede avkastningen i markedet og den risikofrie renten (Kaldestad & Møller, 2016, s. 166). Dette utgjør med andre ord den meravkastningen investorer i aksjemarkedet forventer å få når de investerer midler i en markedsportefølje bestående av risikable aktiva. Markedsrisikopremien kan i så måte tolkes som den kompensasjonen man får for å påta seg markedsrisiko.

Det kan være utfordrende å fastslå et eksakt estimat på markedets risikopremie. Det er derfor ikke uten grunn at dette er et av de mest omdiskuterte temaene innen finans, og det er foreløpig ingen metode som har fått universell aksept i teorien (Koller, Goedhart & Wessels, 2016, s. 242). Markedsrisikopremien vil dermed i stor grad basere seg på en skjønnsmessig vurdering.

Ifølge Kaldestad & Møller (2016, s. 166) finnes det tre hovedmetoder for å komme frem til et estimat på markedets risikopremie. Den første metoden går ut på å utlede markedets risikopremie ved å se på den historiske risikopremien over en lengre tidsperiode. Den andre metoden handler om å estimere en implisitt markedspremie basert på nåværende børskurs, mens den tredje metoden går ut på å foreta en spørreundersøkelse blant investorer og akademikere for å finne deres holdninger til en passende risikopremie.

Vi velger å benytte den første metoden for å estimere markedsrisikopremien, ettersom historisk risikopremie ofte anses for å være et godt estimat på dagens risikopremie. Dette er i tillegg den mest utbredte metoden i praksis. En av utfordringene er imidlertid at metoden baserer seg på et skjevt utvalg i den forstand at den måler avkastningen til selskaper som har overlevd over tid (Kaldestad & Møller, 2016, s. 167). Vi velger derfor å supplementere med metode tre, det vil si spørreundersøkelse blant investorer og akademikere, slik at vi kan sammenligne resultatene vi får. Sistnevnte metode vil kunne gi gode og fremtidsrettede estimater dersom respondentene er representative for markedet, ettersom metoden bygger på aktørenes syn. Vi velger å ikke benytte oss av metode to, som baserer seg på den nåværende børskursen, da den er svært sensitiv for små endringer i estimatene, hvilket vil kunne gi store utslag i risikopremien.

For å finne den historiske risikopremien kan man sammenligne avkastningen på en markedsindeks over tid med avkastningen på statsobligasjoner. Det er gjennomført flere studier i denne sammenheng, deriblant en studie av Dimson, Marsh & Staunton som tar for seg markedsrisikopremier i perioden 1900 til 2014. I denne undersøkelsen fant de at den historiske risikopremien i USA befinner seg i intervallet 4,7% til 5,4% når de sammenligner med statsobligasjoner med lang løpetid (Koller et al., 2015, s. 288). Til sammenligning fant de at den historiske risikopremien for en konstruert verdensindeks ligger på 5,4%.

I 2016 gjennomførte Fernandez, Ortiz & Acín en spørreundersøkelse med 6 932 respondenter som undersøkte hvilken markedsrisikopremie som ble brukt i 71 ulike land. Respondentene var økonomi- og finansprofessorer, analytikere og ledere av diverse selskaper. Basert på 2 536 respondenter fant de at den gjennomsnittlige markedsrisikopremien i USA var 5,3% (Fernandez, Ortiz & Acín, 2016).

På bakgrunn av metode én vil en markedsrisikopremie på 5,05% kunne være fornuftig. Dette utgjør gjennomsnittet av det ovennevnte intervallet på 4,7% til 5,4%. Sett i lys av verdien på

5,3% som Fernandez et al. kom frem til i sin spørreundersøkelse, velger vi imidlertid å justere opp markedsrisikopremien med 0,5 prosentpoeng, slik at vi får en markedsrisikopremie på til 5,1% over hele analyseperioden.

7.1.3 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbeta er et mål på systematisk risiko, og måler hvor sensitiv aksjens avkastning er i forhold til svingninger i markedet. Egenkapitalbetaen beregnes på følgende måte:

$$\beta_{EK} = \frac{\text{Cov}(r, r_m)}{\text{Var}(r_m)}$$

β_{EK} : Selskapets egenkapitalbeta

$\text{Cov}(r, r_m)$: Kovariansen mellom aksjen og markedsporteføljen

$\text{Var}(r_m)$: Variansen til markedsporteføljen

Markedsporteføljen har en beta lik én. Dersom et selskap har en beta høyere enn én er aksjen mer utsatt for generell markedsrisiko, noe investorene skal kompenseres for i form av høyere forventet avkastning. Tilsvarende vil en lavere beta enn én gi lavere forventet avkastning, da man er mindre eksponert overfor systematisk risiko.

Vi vil i det videre utlede gjennomsnittlig og årlig egenkapitalbeta for Netflix.

7.1.3.1 Gjennomsnittlig egenkapitalbeta

Siden Netflix er et børsnotert selskap, kan egenkapitalbetaen estimeres på bakgrunn av historiske tall ved hjelp av regresjon. Vi har benyttet den amerikanske Standard & Poor's 500 (S&P 500) som markedsportefølje for å estimere egenkapitalbetaen. Dette er en verdivektet indeks som består av relativt store selskaper med et bredt bransjemangfold, og er i så måte en god tilnærming til markedsporteføljen. Vi har videre basert estimeringen vår på månedlige avkastninger for de fem siste årene. Ifølge Damodaran (2015, s. 137) er månedlige tall fra en femårsperiode godt egnet, da en vil oppnå et passende antall observasjoner i utvalget og vil unngå støy i datamaterialet. Ved hjelp av en regresjonsanalyse har vi estimert egenkapitalbetaen til å være 1,3 for Netflix målt mot S&P 500. Dette antyder at Netflix er mer utsatt for generell markedsrisiko enn markedet ellers.

Videre er det vanlig å justere den kalkulerete betaen for å ta hensyn til reversering i betaverdier. Det har vist seg at særlig høye eller lave estimerte betaverdier har en tendens til å ha mer

normaliserte verdier i senere perioder (Kaldestad & Møller, 2016, s. 164). For å justere egenkapitalbetaen tar vi utgangspunkt i følgende formel:

$$\beta_{EK} = \left(\frac{2}{3} \times \beta_{EK}\right) + \left(\frac{1}{3} \times 1\right)$$

β_{EK} : Selskapets egenkapitalbeta

Vi får da en justert egenkapitalbeta for Netflix på 1,2.

Det er i tillegg hensiktsmessig å foreta en subjektiv vurdering om hvorvidt vårt estimat kan anses som rimelig eller ikke. Isolert sett vil et selskap med relativt høye faste kostnader ha en høyere egenkapitalbeta enn et selskap med kostnader som i stor grad samvarierer med inntektene (Kaldestad & Møller, 2016, s. 164). Som tidligere nevnt under den strategiske analysen, har Netflix en stor andel faste kostnader knyttet til oppkjøp av lisensieringsrettigheter, hvilket taler for en høyere egenkapitalbeta. I tillegg har Netflix en noe svak egenkapitalandel over analyseperioden, hvilket også indikerer en høyere egenkapitalbeta, ettersom eierne skal kompenseres for økt risiko i et selskap med mye gjeld. Videre vil selskaper som opererer i bransjer hvor svingninger i etterspørselen i stor grad er sammenfallende med konjunkturutviklingen ha høyere egenkapitalbeta (Kaldestad & Møller, 2016, s. 164). Dette skyldes at svingningene i resultatene i konjunkturfølsomme selskaper vil bli store, og følgelig vil det være stor variasjon i eiernes avkastning. Som vi gjorde rede for i PESTEL-analysen er videounderholdningsbransjen i mindre grad utsatt for den generelle konjunkturutviklingen og har til tross for lavkonjunkturer, opplevd etterspørselsvekst. Dette tilsier en lavere egenkapitalbeta for Netflix.

Basert på vår regresjonsanalyse, justering og rimelighetsvurdering velger vi å benytte en gjennomsnittlig egenkapitalbeta for Netflix på 1,2.

7.1.3.2 Årlig egenkapitalbeta

Det er rimelig å forvente at egenkapitalbetaen vil endre seg over tid, hvilket taler for at det bør estimeres anslag på årlige egenkapitalbetaer. En forutsetning for at dette lar seg gjøre er at man kjenner til selskapets netto driftsbeta, som igjen forutsetter at man kjenner til selskapets finansielle gjeldsbeta, fordringsbeta, finansielle eiendelsbeta og netto finansielle gjeldsbeta. Vi vil i det følgende gjøre rede for disse.

For å kunne beregne finansiell gjeldsbeta og fordringsbeta, samt finansielt gjeldskrav og netto driftskrav, er det nødvendig å fastsette en kredittrisikopremie for Netflix sin gjeld. I den forbindelse har vi valgt å benytte Knivsflå (2016g) sin metodikk, som tar utgangspunkt i selskapets syntetiske rating, samt gjeldens gjenværende levetid. I tabell 7.2 presenteres ulike kredittrisikopremier som gjør seg gjeldende for selskaper på det amerikanske markedet:

Rating	Kort KRP etter skatt	Lang KRP etter skatt
AAA	0,002	0,003
AA	0,003	0,004
A	0,005	0,007
BBB	0,009	0,011
BB	0,024	0,027
B	0,036	0,041
CCC	0,072	0,076
CC	0,131	0,127
C	0,190	0,178
D	0,249	0,228

Tabell 7.2: Kredittrisikopremie basert på syntetisk rating for amerikanske selskaper (Knivsflå, 2016g)

Videre kan vi så beregne finansiell gjeldsbeta. I den forbindelse kan vi finne en passende kredittrisikopremie for Netflix ved å ta utgangspunkt i tabell 7.2, hvilket vil avhenge av selskapets rating over analyseperioden. Etersom store deler av den finansielle gjelden til Netflix består av langsiktige kreditter, vil vi benytte den langsiktige kredittrisikopremien. Videre inngår markedsrisikodel finansiell gjeld i beregningen. Denne finnes ved å ta utgangspunkt i markedsrisikodel egenkapital, som tilsvare forklaringskraften (R^2) fra regresjonsanalysen vi gjennomførte tidligere. Denne multipliseres så med en justeringsfaktor til gjeldsavkastningen på $\frac{1}{3}$ (Knivsflå, 2016g). Finansiell gjeldsbeta fremkommer av tabell 7.3:

	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Syntetisk rating	BBB	A	A	BBB	BB	BBB
Kredittrisikopremie (lang)	0,011	0,007	0,007	0,011	0,027	0,011
/ Markedsrisikopremie	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051
= Implisitt finansiell gjeldsbeta	0,222	0,131	0,131	0,222	0,534	0,222
Markedsrisikodel egenkapital	0,064	0,064	0,064	0,064	0,064	0,064
× Justeringsfaktor til gjeld	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333
= Markedsrisikodel finansiell gjeld	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021
= Finansiell gjeldsbeta	0,005	0,003	0,003	0,005	0,011	0,005

Tabell 7.3: Finansiell gjeldsbeta for perioden 2012-2016

Vi vil så beregne finansiell eiendelsbeta. Finansielle eiendeler består typisk av kontanter, fordringer og investeringer, slik at finansiell eiendelsbeta finnes ved å finne den vektete betaen mellom kontantbeta, fordringsbeta og investeringsbeta. Vektene beregnes ved å benytte

kravenes tilhørende historiske balanseverdier. Kontanter anses for å være risikofrie likvider, og betaen settes av den grunn lik 0. Kontantene vil således ikke påvirke finansiell eiendelsbeta. Videre er det slik at Netflix ikke har finansielle fordringer, og vi velger derfor å ikke gå ytterligere inn på fordringsbetaen. Dermed vil fordringer utelates fra beregningen av finansiell eiendelsbeta. Når det gjelder Netflix sine finansielle investeringer forutsettes det at disse er perfekt diversifiserte med en beta tilsvarende markedsbetaen, altså lik én. Basert på de ovennevnte forutsetningene kan finansiell eiendelsbeta beregnes, som vist i tabell 7.4:

	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
× Kontantvekt	0,388	0,504	0,692	0,783	0,846	0,643
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
× Investeringsvekt	0,612	0,496	0,308	0,217	0,154	0,357
= Finansiell eiendelsbeta	0,612	0,496	0,308	0,217	0,154	0,357

Tabell 7.4: Finansiell eiendelsbeta for perioden 2012-2016

Videre kan vi finne netto finansiell gjeldsbeta ved å vekte finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta med de tilhørende balanseverdiens andel av netto finansiell gjeld. Beregningen fremkommer av tabell 7.5:

	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Finansiell gjeldsbeta	0,005	0,003	0,003	0,005	0,011	0,005
× Finansiell gjeldsvekt	-0,497	-0,787	-1,283	-9,525	2,869	-1,845
- Finansiell eiendelsbeta	0,612	0,496	0,308	0,217	0,154	0,357
× Finansiell eiendelsvekt	-1,497	-1,787	-2,283	-10,525	1,869	-2,845
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,914	0,884	0,699	2,239	-0,254	0,896

Tabell 7.5: Netto finansiell gjeldsbeta for perioden 2012-2016

For å finne egenkapitalbetaen er det avslutningsvis nødvendig å ha kjennskap til størrelsen på netto driftsbeta. I den forbindelse velger vi å støtte oss til Modigliani & Millers første proposisjon, som slår fast at verdien av et selskap vil være uavhengig av dets finansiering (Damodaran, 2012, s. 858). Dette innebærer at netto driftsbeta anses for å være konstant over analyseperioden. Dette fremgår av tabell 7.6:

	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Egenkapitalbeta	-	-	-	-	-	1,200
× Egenkapitalvekt	4,089	2,260	1,712	1,103	0,687	1,970
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,914	0,884	0,699	2,239	-0,254	0,896
× Netto finansiell gjeldsvekt	-3,089	-1,260	-0,712	-0,103	0,313	-0,970
= Netto driftsbeta	1,495	1,495	1,495	1,495	1,495	1,495

Tabell 7.6: Netto driftsbeta for perioden 2012-2016

Ettersom den årlige egenkapitalbetaen nå er den eneste ukjente faktoren, kan denne beregnes residualt for det enkelte år, hvilket fremkommer av tabell 7.7:

	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Netto driftsbeta	1,495	1,495	1,495	1,495	1,495	1,495
- (Netto finansiell gjeldsbeta × netto finansiell gjeldsvekt)	-2,822	-1,114	-0,497	-0,231	-0,080	-0,870
/ Egenkapitalvekt	4,09	2,260	1,712	1,103	0,687	1,970
Egenkapitalbeta	1,056	1,154	1,164	1,564	2,290	1,200

Tabell 7.7: Egenkapitalbeta for perioden 2012-2016

Av figuren ser vi at egenkapitalbetaen er sterkt stigende mot slutten av analyseperioden. Dette er først og fremst et resultat av en svært ustabil netto finansiell gjeldsbeta. Dette henger videre sammen med at Netflix har styrket andelen netto finansiell gjeld betraktelig over analyseperioden, hvilket har hatt stor innvirkning på egenkapitalbetaen.

7.1.4 Illikviditetspremie

En illikviditetspremie er et prosentvis påslag som kan tillegges egenkapitalkravet på bakgrunn av kostnader forbundet med å eie aksjen. Disse kostnadene kan skyldes innlåsningsrisiko i den aktuelle aksjen, fare for markedssvikt eller selskapsspesifikk risiko tilknyttet selskapet (Penman, 2013, s. 664). Ved å tillegge en slik premie vil investorer få kompensasjon for at det kan bli både dyrt og krevende å kvitte seg med aksjen. Illikviditetspremier tillegges ofte i små, lite omsettelige selskaper med lite likvide aksjer eller i selskaper der eierstrukturen er konsentrert (Kaldestad & Møller, 2016, s. 284-285). Det eksisterer ingen enkel teori for å fastsette illikviditetspremier. Ifølge Gjesdal & Johnsen (1999, s. 239) kan premien være på alt fra 2% til 5% for de minst likvide, ikke-børsnoterte aksjene.

Når det gjelder Netflix-aksjen, er dette en av de mest likvide aksjene notert på Nasdaq (NASDAQ – Most Active Stocks, 2017). Samtidig er konsentrasjonen av eiere svak, slik at den enkelte aksjonæren kun eier en liten andel av selskapet. Den største eierandelen for Netflix-aksjen er på kun 12,04% per 24.04.17, (Netflix, Inc. NFLX, 2017). På bakgrunn av det høye omsetningsvolumet og den lave eierspredningen velger vi derfor å ikke tillegge en illikviditetspremie for Netflix.

7.1.5 Avkastningskrav til egenkapital for Netflix

På bakgrunn av de foregående delkapitlene kalkuleres egenkapitalkravet i tabell 7.8:

	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Risikofri rente før skatt	0,018	0,024	0,025	0,021	0,018	0,021
+ Justert beta	1,056	1,154	1,164	1,564	2,290	1,200
× Markedsrisikopremie	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051
+ Illikviditetspremie	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
= Egenkapitalkrav	0,072	0,082	0,085	0,101	0,135	0,095

Tabell 7.8: Egenkapitalkrav for perioden 2012-2016

Som vist i tabellen får vi et gjennomsnittlig egenkapitalkrav på 9,5%. Ettersom avkastningskravet følger en relativt sterkt stigende trend over analyseperioden, vil et egenkapitalkrav på 9,5% være misvisende for dagens situasjon, og vi mener derfor at et avkastningskrav på 13,5% vil være mer representativt for Netflix per dags dato. Det er i hovedsak endringer i den årlige egenkapitalbetaen som fører til det økende egenkapitalkravet.

7.2 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld

Avkastningskravet til netto finansiell gjeld kan beregnes ved å vekte det finansielle gjeldskravet og det finansielle eiendelskravet med tilhørende balansevekter (Knivsflå, 2016g). Avkastningskravet er således gitt ved følgende formel:

$$\text{Netto finansielt gjeldskrav} = fgk \times \frac{FG}{NFG} - fek \times \frac{FE}{NFG}$$

fgk: Finansielt gjeldskrav

fek: Finansielt eiendelskrav

FG: Finansiell gjeld

FE: Finansielle eiendeler

NFG: Netto finansiell gjeld

7.2.1 Avkastningskrav til finansiell gjeld

Avkastningskravet til finansiell gjeld kan beregnes ved å tillegge risikofri rente etter skatt en kredittrisikopremie. For å kunne beregne det finansielle gjeldskravet er det derfor nødvendig å fastsette en kredittrisikopremie for Netflix sin gjeld. På lik linje som for finansiell gjeldsbeta, velger vi å benytte oss av den langsiktige kredittrisikopremien etter skatt. Det finansielle gjeldskravet fremgår av tabell 7.9:

	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Syntetisk rating	BBB	A	A	BBB	BB	BBB
Risikofri rente før skatt	0,018	0,024	0,025	0,021	0,018	0,021
- Skatt (35%)	0,006	0,008	0,009	0,007	0,006	0,007
= Risikofri rente etter skatt	0,012	0,015	0,017	0,014	0,012	0,014
+ Kredittrisikopremie (lang)	0,011	0,007	0,007	0,011	0,027	0,011
= Finansielt gjeldskrav	0,023	0,022	0,023	0,025	0,039	0,025

Tabell 7.9: Finansielt gjeldskrav for perioden 2012-2016

7.2.2 Avkastningskrav til finansielle eiendeler

Avkastningskravet til finansielle eiendeler beregnes ved å finne det vektete kravet mellom kontantkravet og investeringskravet (Knivsflå, 2016g), da Netflix ikke har finansielle fordringer. Ettersom kravene er forbundet med ulik risiko vil de ha ulike avkastningskrav. Som nevnt tidligere er det vanlig å anta at kontanter utgjør risikofrie likvider, og kontantkravet vil følgelig være lik den risikofrie renten etter skatt. Videre har vi argumentert for at det er rimelig å anta at selskapets finansielle investeringer er veldiversifiserte, noe som skaper grunnlag for en gjennomsnittlig betaverdi nær én. Dette innebærer at investeringskravet vil være lik forventet avkastning på markedsporteføljen, altså lik risikofri rente tillagt en markedsrisikopremie. På bakgrunn av de nevnte forutsetningene kan vi således beregne avkastningskravet til finansielle eiendeler, som vist i tabell 7.10:

	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Kontantkrav	0,012	0,015	0,017	0,014	0,012	0,014
× Kontantvekt	0,388	0,504	0,692	0,783	0,846	0,643
+ Investeringskrav	0,063	0,066	0,068	0,065	0,063	0,065
× Investeringsvekt	0,612	0,496	0,308	0,217	0,154	0,357
= Finansielt eiendelskrav	0,043	0,041	0,032	0,025	0,020	0,032

Tabell 7.10: Finansielt eiendelskrav for perioden 2012-2016

7.2.3 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld for Netflix

Avkastningskravet til netto finansiell gjeld fastsettes, som tidligere nevnt, ved å vekte finansielt gjeldskrav fra delkapittel 7.2.1 og finansielt eiendelskrav fra delkapittel 7.2.2 med tilhørende balansevekter. Netto finansielt gjeldskrav fremgår av tabell 7.11:

	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Finansielt gjeldskrav	0,023	0,022	0,023	0,025	0,039	0,025
× Finansiell gjeldsvekt	-0,497	-0,787	-1,283	-9,525	2,869	-1,845
- Finansielt eiendelskrav	0,043	0,041	0,032	0,025	0,020	0,032
× Finansiell eiendelsvekt	-1,497	-1,787	-2,283	-10,525	1,869	-2,845
= Netto finansielt gjeldskrav	0,053	0,055	0,044	0,023	0,075	0,050

Tabell 7.11: Netto finansielt gjeldskrav for perioden 2012-2016

Tabellen viser at det gjennomsnittlige kravet til netto finansiell gjeld er på 5% for Netflix. Over analyseperioden har kravet variert en god del, hvorav spesielt 2016 skiller seg ut med et særlig høyt netto finansielt gjeldskrav på 7,5%. På bakgrunn av dette anser vi det gjennomsnittlige kravet på 5% for å gi et godt bilde av netto finansielt gjeldskrav.

7.3 Avkastningskrav til netto driftskapital

Avkastningskravet til netto driftskapital (WACC) kan beregnes ved å vekte egenkapitalkravet fra delkapittel 7.1.5 og netto finansielt gjeldskrav fra delkapittel 7.2.3 med tilhørende balansevekter. Netto driftskrav fremgår av tabell 7.12.

	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Egenkapitalkrav	0,072	0,082	0,085	0,101	0,135	0,095
× Egenkapitalvekt	4,089	2,260	1,712	1,103	0,687	1,970
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,053	0,055	0,044	0,023	0,075	0,050
× Netto finansiell gjeldsvekt	-3,089	-1,260	-0,712	-0,103	0,313	-0,970
= Netto driftskrav	0,131	0,117	0,114	0,109	0,117	0,117

Tabell 7.12: Netto driftskrav for perioden 2012-2016

Som vist i tabellen får vi et gjennomsnittlig netto driftskrav på 11,7%, noe som tilsvarer netto driftskrav i 2016. Av tabellen kan vi se at avkastningskravet forholder seg på et relativt stabilt nivå over analyseperioden, og vi anser derfor det gjennomsnittlige kravet for å være et fornuftig krav for dagens situasjon.

8 Analyse av lønnsomhet - Strategisk fordel

I dette kapitlet vil vi gjennomføre en lønnsomhetsanalyse i form av en strategisk rentabilitetsanalyse. Rentabilitet viser den prosentvise avkastningen et selskap oppnår på investert kapital, og er et mye benyttet lønnsomhetsmål (Damodaran, 2012, s. 44). En rentabilitetsanalyse egner seg godt til å sammenligne lønnsomhet over tid og mellom selskaper.

Det som skiller en strategisk rentabilitetsanalyse fra en tradisjonell rentabilitetsanalyse er at man fokuserer på rentabilitet i forhold til avkastningskravet, fremfor å kun se på absolutte nivåer for rentabilitet (Knivsflå, 2016h). Ettersom analysen i tillegg vil skje relativt til en målestokk, her representert ved bransjegjennomsnittet, vil dette gjøre oss bedre i stand til å vurdere Netflix sin lønnsomhet.

Analysen vil ta utgangspunkt i egenkapitalrentabiliteten, hvorav vi vil undersøke hvorvidt Netflix har oppnådd en strategisk fordel, også kalt superrentabilitet. Videre vil vi se nærmere på kildene til den strategiske fordelene ved å foreta en dekomponering.

Rentabilitetsanalysen i dette kapitlet vil knyttes opp mot den strategiske analysen i kapittel 4, og vil i tillegg danne grunnlag for fremtidsregnskapet i kapittel 9. Vi vil derfor benytte oss av normalisert rentabilitet i dette kapitlet, ettersom normaliserte tall vil være mer relevante for fremskriving, budsjettering og verdsettelse. Rentabiliteten vil i tillegg bli beregnet på grunnlag av gjennomsnittlig kapital, justert for opptjent kapital i det gjeldende året. Følgende formel vil således benyttes ved utregning av rentabilitet:

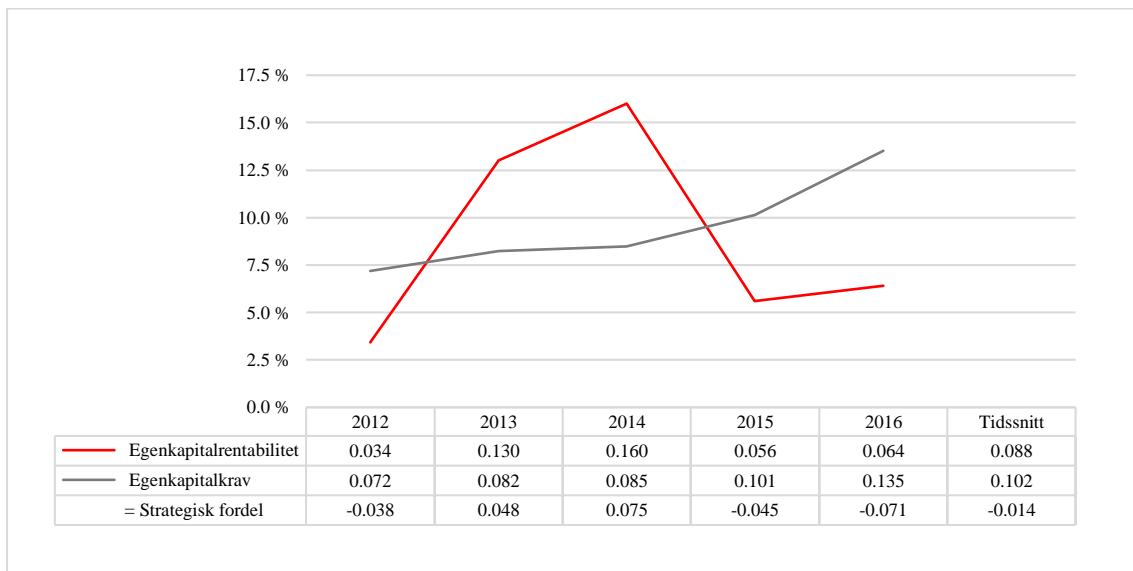
$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat til kapital}}{\text{Inngående kapital} + \frac{(\Delta \text{Kapital} - \text{Normalisert nettoresultat})}{2}}$$

8.1 Strategisk fordel

Et selskap har oppnådd en strategisk fordel når egenkapitalrentabiliteten overgår egenkapitalkravet. I motsatt tilfelle vil selskapet ha en strategisk ulempe. Den strategiske fordelene kan beregnes som følgende:

$$\text{Strategisk fordel} = \text{Egenkapitalrentabilitet} - \text{Egenkapitalkrav}$$

Netflix sin strategiske fordel over analyseperioden presenteres i figur 8.1:



Figur 8.1: Strategisk fordel for perioden 2012-2016

Av figuren ser vi at Netflix hadde en strategisk ulempe i 2012, 2015 og 2016. I 2013 og 2014 hadde imidlertid selskapet en strategisk fordel. Basert på et tidsvektet gjennomsnitt over analyseperioden ser vi at den strategiske ulempen er på 1,4%. De store svingningene i den strategiske fordelen skyldes hovedsakelig stor variasjon i egenkapitalrentabiliteten. I den strategiske analysen stadfestet vi at Netflix er i en vekstfase, hvilket innebærer at driften og resultatene i liten grad har stabilisert seg. Dette har ført til en ustabil egenkapitalrentabilitet de senere årene, hvilket har hatt stor innvirkning på den strategiske fordelen.

For å få ytterligere innsikt i hvilke kilder som ligger til grunn for lønnsomheten i Netflix, vil vi i det neste delkapitlet foreta en dekomponering av den strategiske fordelen.

8.2 Dekomponering av strategisk fordel

Den strategiske fordelen kan dekomponeres i en driftsfordel og en finansieringsfordel. Vi velger å dekomponere med hensyn på netto driftsrentabilitet og netto finansiell gjeld, ettersom dette gir et tydelig skille mellom drift og finansiering (Penman, 2013, s. 366). Strategisk fordel kan således dekomponeres ved bruk av følgende formel:

$$\text{Strategisk fordel} = \underbrace{(\text{ndr} - \text{ndk}) \times (1 + \text{nfgg})}_{\text{Driftsfordel}} + \underbrace{(\text{nfgk} - \text{nfg}) \times \text{nfgg}}_{\text{Finansieringsfordel}}$$

ndr: Netto driftsrentabilitet

nfgk: Netto finansielt gjeldskrav

ndk: Netto driftskrav

nfg: Netto finansiell gjeldsrente

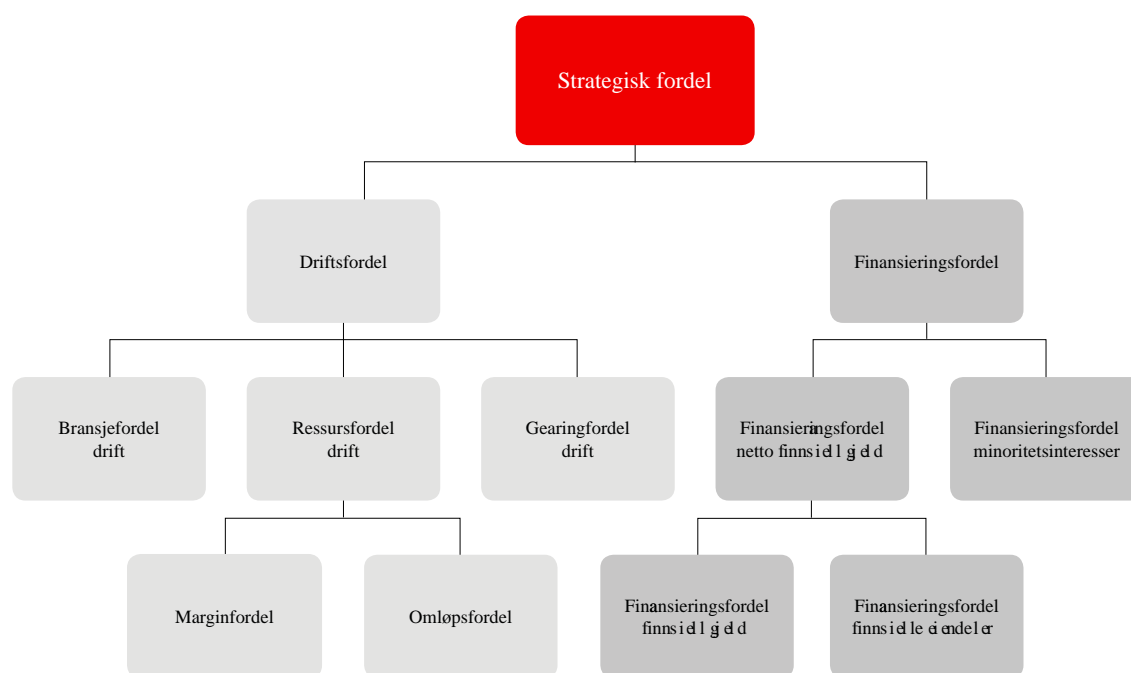
nfgg: Netto finansiell gjeldsgrad

Som formelen illustrerer vil man oppnå en fordel dersom rentabiliteten er høyere enn kapitalens avkastningskrav, og om gjeldsrenten er lavere enn gjeldskravet. Netflix sin driftsfordel og finansieringsfordel presenteres i tabell 8.1:

	2012	2013	2014	2015	2016	Tidssnitt
Driftsfordel	0,023	0,100	0,118	0,006	-0,058	0,025
+ Finansieringsfordel	-0,060	-0,053	-0,042	-0,052	-0,013	-0,039
= Strategisk fordel	-0,038	0,048	0,075	-0,045	-0,071	-0,014

Tabell 8.1: Dekomponering av strategisk fordel for perioden 2012-2016

Som det fremkommer av tabellen har Netflix en driftsfordel og en finansieringsulempe når man ser på det tidsvektede gjennomsnittet. Sammenlagt danner dette en strategisk ulempe på 1,4%. I det videre vil driftsfordelen og finansieringsulempen analyseres og dekomponeres ytterligere, som vist i figur 8.3. Vi vil først dekomponere driftsfordelen i delkapittel 8.2.1, før vi tar for oss finansieringsfordelen i delkapittel 8.2.2. Avslutningsvis gis en oppsummering i delkapittel 8.3.



Figur 8.2: Oversikt over dekomponering av strategisk fordel i driftsfordel og finansieringsfordel

8.2.1 Driftsfordel – Bransje, ressurs og gearing

I dette delkapitlet vil den identifiserte driftsfordelen fra tabell 8.1 bli analysert og videre dekomponert. Driftsfordelen kan deles inn i bransjefordel drift, ressursfordel drift og gearingfordel drift, hvorav de to førstnevnte sammenlagt utgjør strategisk fordel drift. Dekomponeringen av driftsfordelen tar utgangspunkt i følgende formel:

$$\text{Driftsfordel} = \underbrace{(\text{ndr}_B - \text{ndk}_B)}_{\text{Bransjefordel drift}} + \underbrace{(\text{ndr} - \text{ndr}_B)}_{\text{Ressursfordel drift}} + \underbrace{(\text{ndk}_B - \text{ndk}) + (\text{ndr} - \text{ndk}) \times \text{nfgg}}_{\text{Gearingfordel drift}}$$

ndr: Netto driftsrentabilitet

ndk: Netto driftskrav

nfgg: Netto finansiell gjeldsgrad

Når det gjelder netto driftskrav, antas det at kravet for bransjen er tilnærmet likt kravet for Netflix. Dette underbygges av at driften i de komparative selskapene har mange likhetstrekk med driften i Netflix, hvilket taler for et sammenfallende netto driftskrav. Dette er også i tråd med Modigliani & Millers første proposisjon. Dekomponering av Netflix sin driftsfordel presenteres i tabell 8.2:

	2012	2013	2014	2015	2016	Tidssnitt
Bransjefordel drift	-0,020	0,011	-0,004	0,041	0,071	0,030
+ Ressursfordel drift	0,113	0,216	0,206	-0,034	-0,111	0,043
= Strategisk fordel drift	0,092	0,227	0,201	0,007	-0,040	0,073
+ Gearingfordel drift	-0,070	-0,127	-0,084	-0,001	-0,018	-0,048
= Driftsfordel	0,023	0,100	0,118	0,006	-0,058	0,025

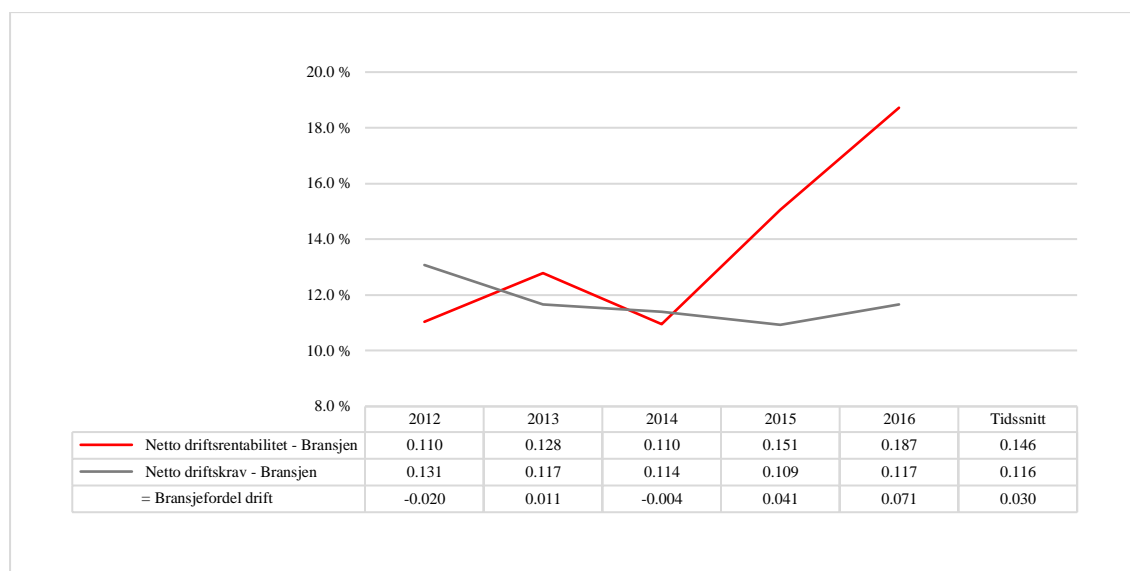
Tabell 8.2: Dekomponering av driftsfordel for perioden 2012-2016

Basert på det tidsvektede gjennomsnittet over analyseperioden ser vi av tabellen at Netflix både har en bransjefordel og en ressursfordel. Til tross for at selskapet i tillegg har en gearingsulempe, er driftsfordelen på 2,5%. Dette samsvarer i stor grad med funnene fra den strategiske analysen, der vi konkluderte med at Netflix, med utgangspunkt i driftsaktivitetene, er i posisjon til å generere lønnsomhet.

Vi vil videre gå nærmere inn på hver enkelt delkomponent, med det formål å skape dypere innsikt i hvilke faktorer som påvirker driftsfordelen.

8.2.1.1 Bransjefordel drift

Dersom bransjen har en positiv driftsrelatert bransjefordel tilsier dette at bransjens netto driftsrentabilitet overstiger avkastningskravet til netto driftskapital. Bransjefordelen fremkommer av figur 8.3:



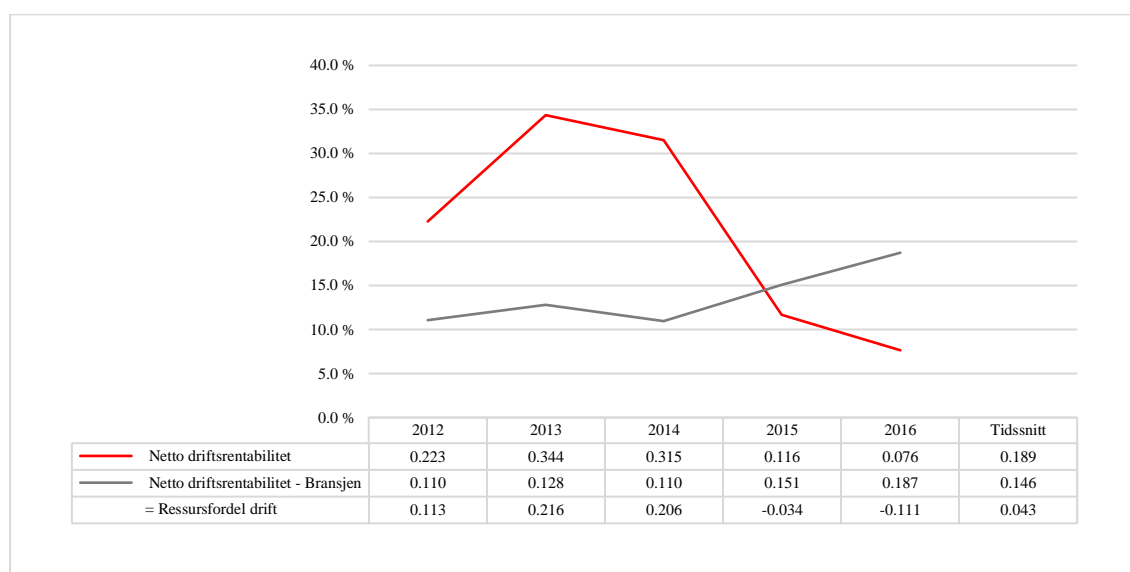
Figur 8.3: Bransjefordel drift for perioden 2012-2016

Vi ser at foruten 2012 og 2014, har bransjen hatt en positiv driftsrelatert bransjefordel over hele analyseperioden. Det tidsvektede gjennomsnittet er på 3%, som følge av at bransjen har generert en avkastning på netto driftskapital høyere enn kravet. I den bransjeorienterte analysen i kapittel 4 trakk vi frem at bransjen er preget av et fåtall store aktører med stordriftsfordeler og store kapitalinvesteringer knyttet til markedsføring og lisensieringsrettigheter. Dette begrenser trusselen fra nyetableringer, og er med på å gjøre videounderholdningsbransjen lønnsom. I tillegg tilbyr strømmeselskapene et bedre kost/nytte-forhold relativt til aktuelle substitutter, noe som begrenser trusselen fra substituttene og reduserer konkurranseintensiteten i bransjen. Videre så vi at den globale etterspørselen etter strømmetjenester er i vekst, til tross for at verdensøkonomien har vært inne i en lavkonjunktur de senere årene. Dette har bidratt til å gjøre bransjen mer lønnsom, og er i tråd med hva vi fant i den eksterne bransjeorienterte analysen i kapittel 4, hvor vi konkluderte med at aktørene i videounderholdningsbransjen har potensial for å oppnå bransjefordeler.

8.2.1.2 Ressursfordel drift

At et selskap har en driftsrelatert ressursfordel betyr at det har en netto driftsrentabilitet som er høyere enn for bransjen, eller et netto driftskrav som er lavere enn for bransjen (Knivsflå, 2016i). Ved å være i besittelse av særegne interne ressurser, kan et selskap oppnå en driftsrelatert ressursfordel.

Ettersom vi antar at netto driftskrav for bransjen er likt som for Netflix, vil det siste leddet i formelen for ressursfordel drift forsvinne. Det vil derfor kun være netto driftsrentabilitet for Netflix sammenlignet med netto driftsrentabilitet for bransjen som vil være interessant å analysere. Utviklingen i ressursfordel drift over analyseperioden presenteres i figur 8.4:



Figur 8.4: Ressursfordel drift for perioden 2012-2016

Netflix sin netto driftsrentabilitet har variert en del i løpet av analyseperioden, mens bransjen har fulgt en stabil og noe oppadgående trend. Med utgangspunkt i det tidsvektede gjennomsnittet har Netflix en ressursfordel på 4,3%. Dette tyder på at Netflix er i besittelse av viktige interne ressurser som bransjen ikke har tilgang på, eller at selskapet evner å utnytte ressursene sine på en bedre måte enn bransjegjennomsnittet. Dette er i tråd med hva vi fant i den strategiske analysen i kapittel 4. Der fant vi at Netflix er i besittelse av en rekke unike ressurser, blant annet i form av en innovativ kultur, et eksklusivt innholdsbibliotek, et unikt anbefalingssystem og en sjelden merkevare. En annen viktig faktor som i stor grad har bidratt til å skape ressursfordelen er selskapets eksepsjonelle tilpasningsevne i en bransje preget av store teknologiske

omveltninger og stadig endrede kundebehov. Disse faktorene har totalt sett bidratt til at selskapet i gjennomsnitt klarer å drive virksomheten på en mer lønnsom måte enn bransjen.

Til tross for at det tidsvektede gjennomsnittet tilsier at Netflix har en ressursfordel, har imidlertid selskapet en ressursulempe i både 2015 og 2016. Dette skyldes i stor grad økte kostnader i forbindelse med Netflix sin internasjonale ekspansjon, som dermed har hatt innvirkning på selskapets netto driftsrentabilitet.

For å få bedre innsikt i ressursfordelen, vil vi gjennomføre en DuPont-analyse hvor fordelen dekomponeres i en marginfordel og en omløpsfordel. Dette illustreres i følgende formel:

$$\text{Ressursfordel drift} = \underbrace{(\text{ndm} - \text{ndm}_B)}_{\text{Marginfordel}} \times \text{onde} + \underbrace{(\text{onde} - \text{onde}_B)}_{\text{Omløpsfordel}} \times \text{ndm}_B$$

ndm: Netto driftsmargin

onde: Omløpet til netto driftseiendeler

Utviklingen i marginfordel og omløpsfordel over analyseperioden presenteres i tabell 8.3:

	2012	2013	2014	2015	2016	Tidssnitt
Marginfordel	-0,867	-0,152	0,075	-0,055	-0,045	-0,121
+ Omløpsfordel	0,980	0,368	0,130	0,020	-0,066	0,164
= Ressursfordel drift	0,113	0,216	0,206	-0,034	-0,111	0,043

Tabell 8.3: Dekomponering av ressursfordel drift for perioden 2012-2016

Med utgangspunkt i det tidsvektede gjennomsnittet i tabell 8.3 kan vi se at det er omløpsfordelen som danner grunnlaget for Netflix sin ressursfordel. Netflix besitter i tillegg en marginulempe, men ettersom omløpsfordelen er større enn marginulempen, oppnår Netflix en ressursfordel. Vi vil i det følgende analysere marginulempen og omløpsfordelen ytterligere.

Marginfordel

At et selskap har en marginfordel betyr at det har lavere driftskostnader per krone driftsinntekt enn bransjegjennomsnittet. Dette innebærer at selskapet har en netto driftsmargin som er høyere enn for bransjen, noe som vil si at selskapet er mer lønnsomt enn gjennomsnittet i bransjen. Utviklingen i Netflix sin marginfordel over analyseperioden fremkommer av tabell 8.4:

	2012	2013	2014	2015	2016	Tidssnitt
Netto driftsmargin	0,010	0,034	0,049	0,031	0,030	0,033
- Netto driftsmargin - Bransjen	0,050	0,049	0,038	0,045	0,047	0,045
= Marginfordel «uveltet»	-0,040	-0,015	0,012	-0,014	-0,017	-0,013
× Omløpet til netto driftseiendeler	21,639	10,135	6,377	3,768	2,555	6,668
= Marginfordel	-0,867	-0,152	0,075	-0,055	-0,045	-0,121

Tabell 8.4: Marginfordel for perioden 2012-2016

Netflix har en tidsvektet gjennomsnittlig marginulempe på 12,1%. Ulempen er riktignok synkende over analyseperioden, med unntak av 2014. Dette tyder på at selskapet gradvis har evnet å redusere andelen av driftsinntektene som går med til å dekke driftskostnader. Året 2014 skiller seg imidlertid ut med en marginfordel på 7,5%. Dette skyldes at netto driftsmargin nådde en topp, som et resultat av en oppgang i netto driftsresultat grunnet relativt lave driftskostnader.

For å få bedre innsikt i kildene til marginulempen kan man analysere denne ved å benytte en «common size»-resultatanalyse. Dette innebærer at alle postene i driftsresultatet uttrykkes i prosent av driftsinntektene, hvilket vil gi innblikk i hvor stor andel av de totale driftsinntektene som går med til å dekke de ulike kostnadspostene (Penman, 2013, s. 315). Sammenlignes i tillegg «common size»-regnskapet med et tilsvarende regnskap for bransjen, vil man kunne se hvor marginfordelen eller -ulempen skapes. Vi gjør oppmerksom på at vi på grunn av manglende spesifisering i årsregnskapet til Time Warner, har funnet det hensiktsmessig å slå sammen noen av kostnadspostene. I tabell 8.5 presenteres «common size»-resultatanalysen:

	2012	2013	2014	2015	2016	Tidssnitt	Bransje	Differanse
Salgsinntekter	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	0,000
= Driftsinntekter	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	0,000
- Varekostnader	0,726	0,703	0,680	0,674	0,679	0,686	0,658	0,028
- Lønns- og administrasjonskostnader	0,039	0,041	0,049	0,060	0,065	0,054	0,056	-0,002
- Andre driftskostnader	0,220	0,202	0,196	0,218	0,209	0,209	0,217	-0,009
= Driftsresultat	0,016	0,054	0,075	0,049	0,047	0,051	0,068	-0,018
- Driftsrelatert skattekostnad	0,005	0,021	0,026	0,018	0,017	0,018	0,023	-0,005
= Netto driftsresultat	0,010	0,034	0,049	0,031	0,030	0,033	0,045	-0,013

Tabell 8.5: «Common size»-resultatanalyse for Netflix og bransjen for perioden 2012-2016

Av tabellen ser vi at det er varekostnader som utgjør den desidert største kostnadsposten, både for Netflix og bransjen. Netflix sin varekostnad er i tillegg 2,8% høyere enn for bransjen, og det er nærliggende å tro at det er denne kostnadsposten som er hovedkilden til Netflix sin ulempe. De resterende kostnadspostene er på den annen side noe lavere for Netflix enn for bransjen, og bidrar derfor til å redusere ulempen. Ettersom Netflix sine prosentvise kostnader totalt sett overstiger bransjens, fører dette til at selskapet får et 1,3% lavere netto driftsresultat.

Det ovenstående resonnementet virker rimelig sett i lys av den strategiske analysen. De senere årene har Netflix fått et økt fokus på eksklusivt og egenprodusert innhold, noe som har bidratt til høyere varekostnader relativt til bransjen. En annen faktor som bidrar til å forsterke dette er Netflix sin internasjonale ekspansjon de senere årene. Siden 2014 har Netflix ekspandert til mer enn 140 nye land, noe som blant annet har medført økte kostnader knyttet til lisensieringsrettigheter og markedsføring. På grunn av den nylige ekspansjonen opplever derfor Netflix et underskudd i det internasjonale segmentet, noe som bidrar til å svekke netto driftsresultat. Dette underskuddet er imidlertid ikke ventet å vedvare på lengre sikt.

Omløpsfordel

At et selskap har en omløpsfordel innebærer at det innehar ressurser som skaper høyere driftsinntekter per krone investert eller lavere kapitalbinding per krone omsatt enn bransjen (Knivsflå, 2016i). Tabell 8.6 viser utviklingen i Netflix sin omløpsfordel over analyseperioden:

	2012	2013	2014	2015	2016	Tidssnitt
Omløpet til netto driftseiendeler	21,639	10,135	6,377	3,768	2,555	6,668
- Omløpet til netto driftseiendeler - Bransjen	2,190	2,616	2,912	3,322	3,950	3,209
= Omløpsfordel «uvektet»	19,449	7,519	3,465	0,446	-1,395	3,459
× Netto driftsmargin - Bransjen	0,050	0,049	0,038	0,045	0,047	0,045
= Omløpsfordel	0,980	0,368	0,130	0,020	-0,066	0,164

Tabell 8.6: Omløpsfordel for perioden 2012-2016

Av tabellen ser vi at Netflix har en omløpsfordel over hele analyseperioden, med unntak av 2016. Den gjennomsnittlige tidsvektede omløpsfordelen ligger på 16,4%. Dette tyder på at selskapet er mer effektivt enn bransjen. Ifølge Penman (2013, s. 374) er det gjerne slik at selskaper som har lav margin har lav kapitalbinding, noe som innebærer at omløpet til driftseiendelene er høyt. Netflix besitter for det meste en relativt stor marginulempe og det kan derfor virke rimelig at de også har en stor omløpsfordel. Tabellen viser imidlertid at omløpsfordelen har en markant nedgang over analyseperioden. Dette skyldes hovedsakelig at omløpet til netto driftseiendeler har blitt kraftig redusert. Selskapets driftsinntekter har fulgt en gradvis økning, mens gjennomsnittlig netto driftseiendeler har nær fordoblet seg hvert år siden 2012. Sistnevnte kan i stor grad forklares av investeringer i innhold, hvilket har medført en økende kapitalbinding. Samtidig har nivået på driftsinntekter per krone investert gått ned. Dette har bidratt til å redusere selskapets effektivitet, og er hovedkilden til omløpsulempen i 2016.

Omløpsfordelen kan videre analyseres gjennom en «per unit»-analyse, hvor fordelen dekomponeres i en prisfordel, også kalt ARPU (Average Revenue Per Unit)-fordel, og en effektivitetsfordel (Knivsflå, 2016i). Vi velger imidlertid å utelate dette. Årsaken er, som tidligere nevnt, at bransjegjennomsnittet inkluderer de komparative selskapenes totale virksomhet, fremfor kun selskapenes strømmetjeneste. En «per unit»-analyse vil derfor bli svært misvisende, og vil følgelig være av liten verdi.

8.2.1.3 Gearingfordel drift

Et selskap kan oppnå en driftsrelatert gearingfordel ved å finansiere driftsaktivitetene med andre finansieringskilder enn egenkapital. Det vil si at et selskap, ved å ta opp mer gjeld eller ved å øke minoritetsandelen, kan skalere den strategiske fordelen tilknyttet driften (Penman, 2013, s. 366). Ettersom Netflix ikke har minoritetsinteresser, er gearingfaktoren utelukkende basert på netto finansiell gjeld. I tabell 8.7 beregnes gearingfordel drift over analyseperioden:

	2012	2013	2014	2015	2016	Tidssnitt
Strategisk fordel drift	0,092	0,227	0,201	0,007	-0,040	0,073
× Gearing	-0,755	-0,558	-0,416	-0,094	0,455	-0,129
= Gearingfordel drift	-0,070	-0,127	-0,084	-0,001	-0,018	-0,048

Tabell 8.7: Gearingfordel for perioden 2012-2016

I snitt har Netflix en strategisk fordel knyttet til driften. Grunnet den høye andelen finansielle eiendeler har imidlertid selskapet en negativ netto finansiell gjeld i alle årene foruten 2016, hvilket forårsaker en negativ gearingfaktor. Ser vi på 2016, har selskapet en strategisk ulempe i drift på 4%. Gearingen nedskalere følgelig den strategiske driftsulempen, og bidrar til at selskapet oppnår en lavere driftsulempe dette året.

8.2.2 Finansieringsfordel

At et selskap har en finansieringsfordel innebærer at det betaler en rente som er lavere enn det finansielle gjeldskravet eller at det oppnår en meravkastning utover det finansielle eiendelskravet (Knivsflå, 2016h). Finansieringsfordelen kan deles inn i en finansieringsfordel tilknyttet netto finansiell gjeld og en finansieringsfordel tilknyttet minoritetsinteresser. I vårt tilfelle vil således finansieringsfordelen tilsvare finansieringsfordelen tilknyttet netto finansiell gjeld. Denne kan igjen dekomponeres i en finansieringsfordel tilknyttet finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Dette er uttrykt i følgende formel:

$$\text{Finansieringsfordel} = \underbrace{(\text{nfgk} - \text{nfr}) \times \text{nfgg}}_{\text{Finansieringsfordel netto finansiell gjeld}} = \underbrace{(\text{fgk} - \text{fgr}) \times \text{fgg}}_{\text{Finansieringsfordel finansiell gjeld}} + \underbrace{(\text{fer} - \text{fek}) \times \text{feg}}_{\text{Finansieringsfordel finansielle eiendeler}}$$

nfgk: Netto finansielt gjeldskrav

fgg: Finansiell gjeldsgrad

nfr: Netto finansiell gjeldsrente

fek: Finansielt eiendelskrav

nfgg: Netto finansiell gjeldsgrad

fer: Finansiell eiendelsrentabilitet

fgk: Finansielt gjeldskrav

feg: Finansiell eiendelsgrad

fgr: Finansiell gjeldsrente

Det forventes generelt sett at differansen mellom kravet og renten på netto finansiell gjeld er liten eller tilnærmet lik null, slik at finansieringsfordelen blir minimal. Årsaken er at konkurransen i finansmarkedet er stor, noe som gjør at låntakere og finansielle investorer vil kunne forvente å oppnå en avkastning tilnærmet lik kravet (Knivslå, 2016h). Ifølge Knivslå (2016h) er det i tillegg slik at man i prinsippet rapporterer netto finansiell gjeld til virkelig verdi, hvilket innebærer at den normaliserte nettorenten måler kravet eller alternativrenten.

Videre vil det være lite formålstjenlig å splitte eventuelle finansieringsfordeler opp i en bransjefordel og en ressursfordel, ettersom unormal avkastning ikke er vanlig i finansmarkedet og siden målestokken gjerne utgjør kravet heller enn bransjegenomsnittet.

Vi vil i det følgende gå nærmere inn på finansieringsfordelen tilknyttet netto finansiell gjeld, med det formål å skape dypere innsikt i hvilke faktorer som påvirker finansieringsfordelen.

8.2.2.1 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

En finansieringsfordel tilknyttet netto finansiell gjeld vil oppstå dersom netto finansielt gjeldskrav er større enn netto finansiell gjeldsrente (Knivslå, 2016h). Dette innebærer at netto finansiering anses for å være rimelig. Tabell 8.8 viser utviklingen i finansieringsfordelen tilknyttet netto finansiell gjeld over analyseperioden, dekomponert i finansieringsfordel tilknyttet finansiell gjeld og finansielle eiendeler:

	2012	2013	2014	2015	2016	Tidssnitt
Finansieringsfordel finansiell gjeld	-0,017	-0,016	-0,014	-0,029	0,001	-0,014
+ Finansieringsfordel finansielle eiendeler	-0,044	-0,036	-0,028	-0,022	-0,014	-0,025
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	-0,060	-0,053	-0,042	-0,052	-0,013	-0,039

Tabell 8.8: Dekomponering av finansieringsfordel netto finansiell gjeld for perioden 2012-2016

Som det fremkommer av tabellen har Netflix en finansieringsulempe i samtlige av årene over analyseperioden. Finansieringsulempen varierer noe, men følger allikevel en positiv trend, med unntak av i 2015. Den tidsvektede gjennomsnittlige finansieringsulempen beløper seg til 3,9%.

Som nevnt tidligere forventes det vanligvis at finansieringsfordelen er tilnærmet lik null. I Netflix sitt tilfelle er finansieringsulempen lav, men ikke ubetydelig. Vi vil derfor i det følgende analysere finansieringsfordelen tilknyttet finansiell gjeld og finansielle eiendeler ytterligere for å avdekke mulige kilder til selskapets finansieringsulempe.

Finansieringsfordel finansiell gjeld

En finansieringsfordel tilknyttet den finansielle gjelden fremkommer dersom det finansielle gjeldskravet er høyere enn den finansielle gjeldsrenten (Knivsfå, 2016h). For eierne innebærer dette at finansieringen er å anse som rimelig, hvilket betyr at det er gunstig å finansiere driften med finansiell gjeld. Utviklingen i den finansielle gjeldens finansieringsfordel vises i tabell 8.9:

	2012	2013	2014	2015	2016	Tidssnitt
Finansielt gjeldskrav	0,023	0,022	0,023	0,025	0,039	0,028
- Finansiell gjeldsrente	0,067	0,059	0,050	0,058	0,038	0,052
= Finansiell gjeldsrentefordel	-0,044	-0,037	-0,027	-0,033	0,001	-0,023
× Finansiell gjeldsgrad	0,375	0,439	0,534	0,892	1,305	0,825
= Finansieringsfordel finansiell gjeld	-0,017	-0,016	-0,014	-0,029	0,001	-0,014

Tabell 8.9: Finansieringsfordel finansiell gjeld for perioden 2012-2016

Av tabellen ser vi at gjeldsrenten har overgått gjeldskravet i 2012-2015, hvilket har skapt en finansieringsulempe tilknyttet den finansielle gjelden. I 2016 har imidlertid Netflix hatt en svak finansieringsfordel. Det tidsvektede gjennomsnittet viser at Netflix har hatt en relativt liten finansieringsulempe tilknyttet den finansielle gjelden på 1,4%. Dette samsvarer med forventningen om at eiernes avkastning er tilnærmet lik kravet. Særlig i 2016 gjør denne antakelsen seg gjeldende, og det er rimelig å anta at den finansielle gjeldsrenten vil tilsvare det finansielle gjeldskravet fremover, grunnet stor konkurranseintensitet i finansmarkedet.

Finansieringsfordel finansielle eiendeler

En finansieringsfordel tilknyttet de finansielle eiendelene oppstår dersom finansiell eiendelsrentabilitet overstiger finansielt eiendelskrav (Knivsfå, 2016h). Dette betyr at forvaltningen er lønnsom for eierne. Utviklingen i finansieringsfordelen tilknyttet finansielle eiendeler fremkommer av tabell 8.10:

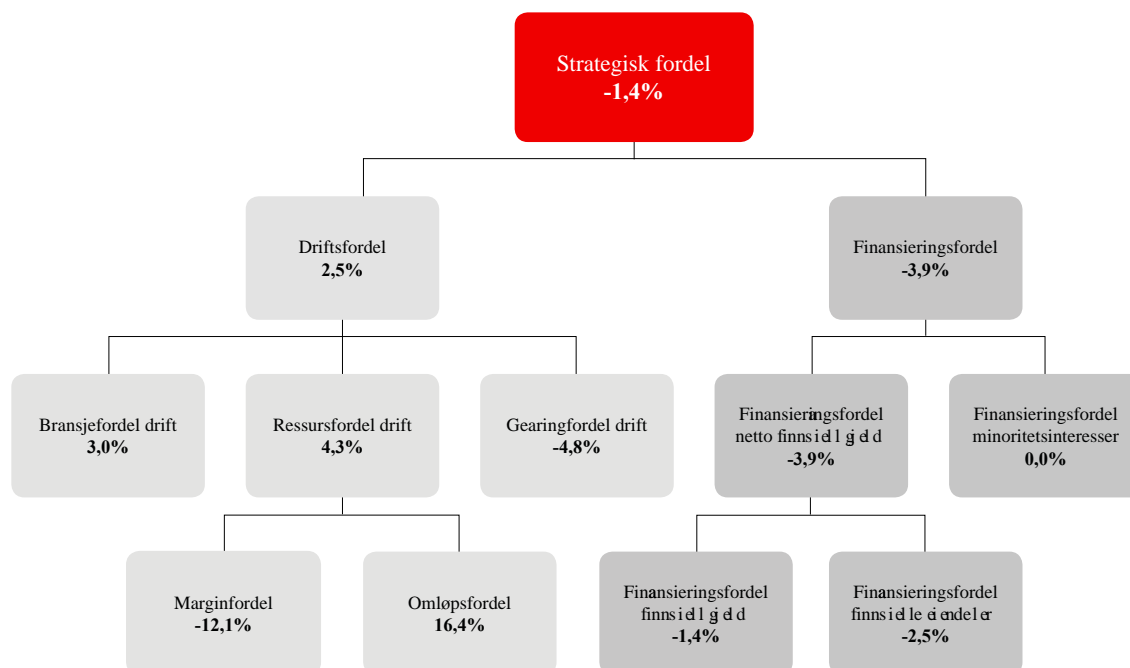
	2012	2013	2014	2015	2016	Tidssnitt
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,004	0,004	0,003	0,002	0,003	0,003
- Finansielt eiendelskrav	0,043	0,041	0,032	0,025	0,020	0,029
= Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel	-0,038	-0,036	-0,029	-0,023	-0,017	-0,026
× Finansiell eiendelsgrad	1,131	0,996	0,949	0,986	0,850	0,954
= Finansieringsfordel finansielle eiendeler	-0,044	-0,036	-0,028	-0,022	-0,014	-0,025

Tabell 8.10: Finansieringsfordel finansielle eiendeler for perioden 2012-2016

Som vist i tabellen har Netflix en finansieringsulempe tilknyttet finansielle eiendeler i samtlige av årene. Finansieringsulempen følger imidlertid en positiv trend, og basert på det tidsvektede gjennomsnittet beløper ulempen seg til 2,5%. Årsaken til finansieringsulempen er at eiendelsrentabiliteten er mindre enn eiendelskravet, noe som igjen forsterkes av at selskapet har en høy finansiell eiendelsgrad. Den lave finansielle eiendelsrentabiliteten skyldes at selskapet har relativt lave finansinntekter, mens den høye finansielle eiendelsgraden skyldes en høy andel kontanter og kontantekvivalenter. Dette tyder på at de finansielle eiendelene ikke forvaltes optimalt, og de vil således være ulønnsomme for eierne.

På bakgrunn av dette kan man tydelig se at det er de finansielle eiendelenes finansieringsulempe som er hovedårsaken til at finansieringsulempen tilknyttet netto finansiell gjeld er betydelig ulik fra null, til tross for forventningen om at avkastningen bør være tilnærmet lik kravet.

8.3 Oppsummering



Figur 8.5: Oversikt over dekomponering av strategisk fordel med tidsvektede gjennomsnittsverdier

I figur 8.5 presenteres en oversikt over dekomponeringen av Netflix sin strategiske fordel, inkludert tilhørende tidsvektede gjennomsnittsverdier. Vi har funnet at Netflix har en strategisk ulempe på 1,4%, hvilket tilsier at selskapet ikke er lønnsomt. Den strategiske ulempen fremkommer som et resultat av en driftsfordel og en finansieringsulempe.

I den strategiske analysen forventet vi at Netflix skulle ha en fordel knyttet til driften. Vi ser at dette samsvarer med hva vi har funnet gjennom dekomponeringen, hvor Netflix har en driftsfordel på 2,5%. Ved ytterligere dekomponering ser vi at denne er et resultat av en bransjefordel og en ressursfordel, men at den imidlertid trekkes ned av en relativt sterk gearingulempe. Vi anser bransjefordelen for å være skapt som følge av begrenset trussel fra nyetableringer og substitutter, samt selskapenes fordelaktige kost/nytte-forhold. Ressursfordelen på sin side er skapt av en innovativ kultur, et eksklusivt innholdsbibliotek, et unikt anbefalingssystem og en sjelden merkevare. Ressursfordelen er videre dekomponert i en marginfordel og en omløpsfordel, der vi fant at Netflix har en marginulempe og en omløpsfordel. I årene fremover forventer vi at Netflix vil oppleve økt vekst tilknyttet driften, så fremt de klarer å utnytte ressursene sine tilstrekkelig, og bransjen fortsetter å fremstå som lønnsom. Historisk sett har Netflix vært svært tilpasningsdyktig til tross for stadig endrede omgivelser, og dette er noe vi antar de vil være også i fremtiden. Videre har Netflix i senere år etablert seg i svært mange nye land, hvilket skaper et enormt vekstpotensial og underbygger forventningen om fremtidig vekst.

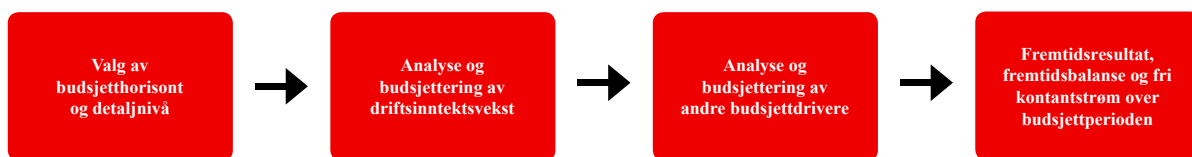
Hovedkilden til Netflix sin strategiske ulempe er finansieringsulempen på 3,9%. Vi ser at det først og fremst er de finansielle eiendelene som gir opphav til denne. Dette skyldes at eiendelsrentabiliteten er lavere enn kravet, samt at Netflix har en særdeles høy andel finansielle eiendeler sett i forhold til egenkapitalen. Som følge av stor konkurranse og et effektivt finansmarked, er det imidlertid ventet at fordeler og ulemper knyttet til Netflix sin finansieringsstruktur vil elimineres fremover. Det vil si at i løpet av budsjettperioden er det forventet at Netflix ikke lenger har en finansieringsulempe. Netflix vil da kun sitte igjen med en positiv driftsfordel som trolig vil generere lønnsomhet for selskapet.

Som vi nevnte i kapittel 5, gjør vi oppmerksom på at tallene i regnskapsanalysen er sterkt preget av at Netflix sammenlignes med store aktører som tilbyr et bredt spekter av varer og tjenester. Det er verdt å merke seg at ved å sammenligne med en bransje som opererer nærmere Netflix sitt kjerneområde vil vi dermed kunne få andre resultater. Vi anser allikevel regnskapsanalysen for å gi verdifull innsikt, hvilket vi vil benytte videre i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet.

9 Fremtidsregnskap

I dette kapitlet vil vi benytte innsikten vi har opparbeidet oss fra den strategiske regnskapsanalysen til å utarbeide et fremtidsregnskap for Netflix. Dette vil bestå av et fremtidsresultat, en fremtidsbalanse og fri kontantstrøm over budsjettperioden. Sammen med relevante fremtidskrav som vil estimeres i kapittel 10, vil fremtidsregnskapet danne grunnlag for den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11.

Ved utarbeidelsen av fremtidsregnskapet vil vi ta utgangspunkt i Knivsfå (2016j) og Penman (2013, s. 520-526) sitt rammeverk. Som illustrert i figur 9.1 utarbeides fremtidsregnskapet gjennom fire steg:



Figur 9.1: Rammeverk for fremtidsregnskap

Det første steget innebærer valg av budsjetthorisont (T) og detaljnivå for budsjetteringen. Deretter handler steg to om å gjennomføre en analyse av selskapets historiske vekst ved å se nærmere på budsjettdriveren driftsinntektsvekst. Driftsinntektsvekst utgjør en grunnleggende budsjettdriver, da denne vil være en god indikasjon på selskapets størrelse i fremtiden. Denne vil derfor danne utgangspunkt for budsjetteringen. Videre går steg tre ut på å analysere og budsjettere ytterligere åtte budsjett drivere. Disse vil sammen med driftsinntektsveksten benyttes til prognostisering over budsjetteringsperioden, samt perioden hvor selskapet forventes å være i konstant vekst, også kalt «steady state». Budsjettdriverne vil beregnes på inngående kapital, noe som skyldes at man ved fundamental verdsettelse forutsetter at kontantstrømmene realiseres mot slutten av hver periode. I det fjerde og siste steget vil fremtidsresultatet, fremtidsbalansen og fri kontantstrøm presenteres.

9.1 Valg av budsjetthorisont og detaljnivå

Før utarbeidelsen av fremtidsregnskapet kan starte, må det foretas noen praktiske avgrensninger og valg. Vi vil i det følgende redegjøre for vårt valg av budsjetthorisont og detaljnivå.

9.1.1 Valg av budsjettthorisont

Budsjettthorisonten er det året hvor budsjetteringen går fra fullstendig til enkel fremskriving ved at samtlige av budsjettdriverne er konstante, hvilket tilsier at selskapet er i «steady state» (Knivsflå, 2016j). Jo nærmere selskapet befinner seg konstant vekst, desto kortere budsjettperiode kan man tillate. Ifølge Koller et al (2015, s. 230) anbefales en budsjettperiode på mellom ti og femten år. Er perioden kortere kan det føre til en undervurdering av selskapets verdier, samt urimelig høye antakelser om selskapets vekst i den stabile fasen. Er imidlertid perioden lengre kan det medføre stor usikkerhet i prognosene (Penman, 2013, s. 91).

Ifølge Knivsflå (2016j) vil to forhold være avgjørende ved valg av budsjettthorisont; antatt tid til «steady state» og kvaliteten på selskapets regnskapsføring. Førstnevnte vil avhenge av hvor i livssyklusen selskapet befinner seg, samt i hvilken bransje det opererer. Selskaper som befinner seg i sykliske bransjer, bransjer i en vekstfase eller bransjer med stor superprofitt, bør velge en budsjettperiode på mer enn fem år (Kaldestad & Møller, 2016, s. 118). Bransjer som er modne og mer stabile kan være nærmere «steady state», og følgelig kan det være hensiktsmessig å velge en kortere budsjettperiode eller ingen budsjettperiode overhodet, slik at stabiliteten fremskrives.

Netflix har siden oppstart hatt en formidabel vekst både når det gjelder utvikling i kundemasse og finansiell utvikling, jamfør delkapittel 2.2.3. Siden 2010 har selskapet ekspandert til nesten samtlige av verdens land, hvilket skaper et stort fremtidig vekstpotensial. Som nevnt i den strategiske analysen opererer i tillegg Netflix i en bransje som i senere år har opplevd stor etterspørselsvekst og store teknologiske omveltninger. Dette taler for at bransjen befinner seg i en vekstfase, noe som tyder på at Netflix per 2017 er et godt stykke unna «steady state». Det vil således ta lang tid før selskapet oppnår stabil vekst, hvilket taler for en lang budsjettperiode.

Som nevnt vil også kvaliteten på selskapets regnskapsføring ha innvirkning på budsjettthorisonten som velges. I den forbindelse vil det særlig være graden av verdibasert regnskapsføring som vil være av betydning. Jo mer verdibasert regnskapsføring, desto kortere kan budsjettperioden være for å kunne fange opp de relevante verdiene. Netflix rapporterer etter U.S. GAAP, som til en viss grad innebærer verdibasert måling, men allikevel i mindre grad enn IFRS (Cairns, 2007, s. 9). Dette taler isolert sett for en mellomlang budsjettperiode.

Basert på det ovennevnte resonnementet velger vi å sette Netflix sin budsjettperiode til tolv år, slik at den strekker seg fra 2017 til 2028. I tillegg vil vi presentere tall for 2029 og 2030, slik at fremskrivningen i konstant vekst reflekteres.

Vi vil benytte oss av fire budsjettpunkter: et i 2017, et i 2018, et i 2022 som utgjør midtpunktet mellom år 2017 og år T, samt et siste punkt T i 2028, som markerer overgangen til den konstante vekstperioden. For å forenkle budsjetteringen velger vi å benytte en lineær utvikling i perioden mellom budsjettpunkt 2018 og 2022 og perioden mellom budsjettpunkt 2022 og 2028.

9.1.2 Valg av detaljnivå

Videre er det nødvendig å bestemme hvilket detaljnivå som vil være hensiktsmessig ved utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. I den sammenheng skiller man mellom fokusert og detaljert nivå, hvor førstnevnte har få budsjett drivere, mens sistnevnte har mange. Generelt sett er det mye usikkerhet tilknyttet utarbeidelsen av et fremtidsregnskap, hvilket gjerne gjør det bedre å benytte en enkel budsjettmodell som tar for seg de viktigste verdidriverne, fremfor en mer detaljert og kompleks budsjettmodell (Penman, 2013, s. 515). Det er i tillegg slik at valg av detaljnivå henger sammen med lengden på budsjettperioden. Dersom man velger en kort budsjett horisont vil det være mulig å budsjettere de enkelte postene med en viss grad av presisjon. Velger man imidlertid en lengre budsjett horisont, vil det være mer utfordrende å ha en sterk formening om selskapets utvikling og det vil således være vanskelig å tallfeste de enkelte budsjettpostene. Dette taler for å benytte fokusert budsjettering med fokus på få drivere.

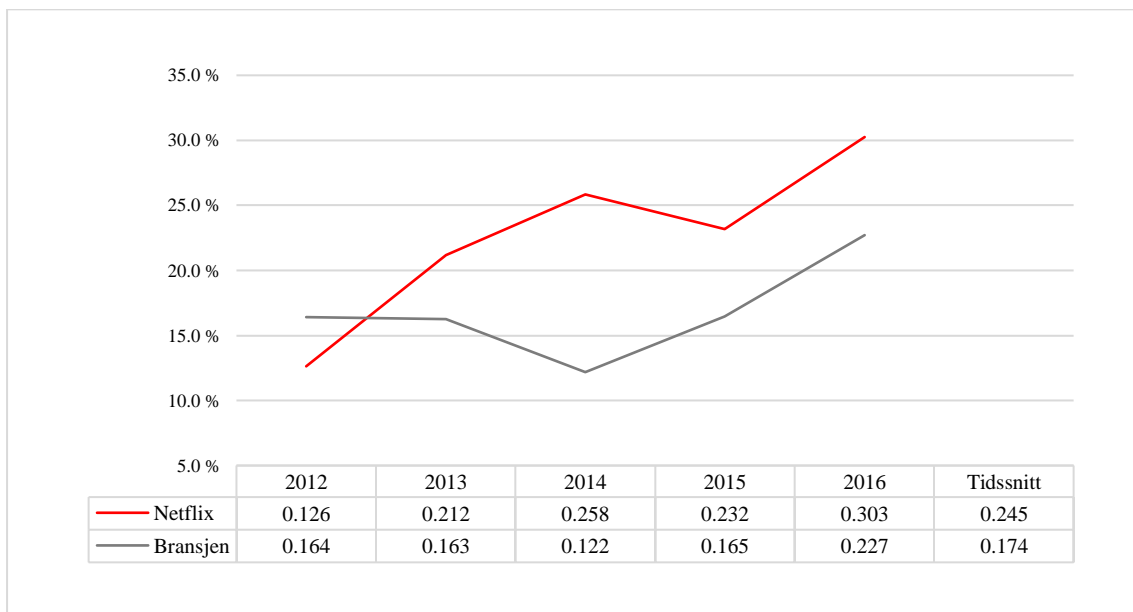
Ettersom vi har valgt å benytte en relativt lang budsjettperiode på tolv år, velger vi å benytte fokusert og enkel budsjettering med syv budsjett drivere. Det er gjerne vanlig å benytte ni budsjett drivere (Knivsflå, 2016j), men ettersom Netflix ikke har minoritetsinteresser, vil to av driverne bli overflødige.

9.2 Analyse og budsjettering av driftsinntektsvekst

Det andre steget i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet innebærer å analysere veksten til Netflix, herunder veksten i driftsinntektene. Ved budsjettering av driftsinntektene kan vi ta i bruk følgende formel:

$$\text{Driftsinntekter}_t = (1 + \text{Driftsinntektsvekst}_t) \times \text{Driftsinntekter}_{t-1}$$

Driftsinntektsveksten er den mest kritiske budsjettdriveren ved verdsettelse av et selskap, da den danner grunnlaget for fastsettelsen av fremtidige inntekter og resultat (Damodaran, 2012, s. 271). Ved å analysere den historiske veksten i selskapets driftsinntekter har vi gode forutsetninger for å kunne vurdere selskapets fremtidige vekst. Figur 9.2 viser den historiske utviklingen i driftsinntektsveksten for Netflix og bransjen over analyseperioden:



Figur 9.2: Driftsinntektsvekst for perioden 2012-2016

Ser vi bort fra 2015, viser figuren at Netflix har opplevd en økende driftsinntektsvekst. Av den eksterne bransjeanalysen fremgikk det at kundegruppen i bransjen er svært prissensitiv. Dette tilsier at Netflix i liten grad kan justere abonnementsprisene for å påvirke driftsinntektene positivt, hvilket gjør at driftsinntektene i stor grad bestemmes av antall medlemskap. Den historiske veksten i analyseperioden skyldes hovedsakelig vekst antall medlemskap i forbindelse med selskapets internasjonale ekspansjon (Netflix Inc., 2017b). Den tidsvektede gjennomsnittlige driftsinntektsveksten til Netflix har vært på 24,5%, hvilket er i overkant av syv prosentpoeng høyere enn for bransjen. Dette er et positivt signal, og tyder på at Netflix har bedre evnet å tiltrekke seg medlemmer enn hva bransjen har. Bransjen har på sin side opplevd en mer stabil utvikling. I 2014 var bransjens driftsinntektsvekst noe svakere enn tidssnittet, mens den i 2016 var sterkere. I de resterende regnskapsårene har veksten ligget på vel 16%.

Det er verdt å merke seg at en betydelig andel av Netflix sine driftsinntekter historisk sett er generert fra forretningsområdet DVD-utleie. Andelen har imidlertid vært sterk synkende over analyseperioden, fra i overkant av 30% i 2012 til om lag 6% i 2016 (Netflix, Inc., 2017). Som

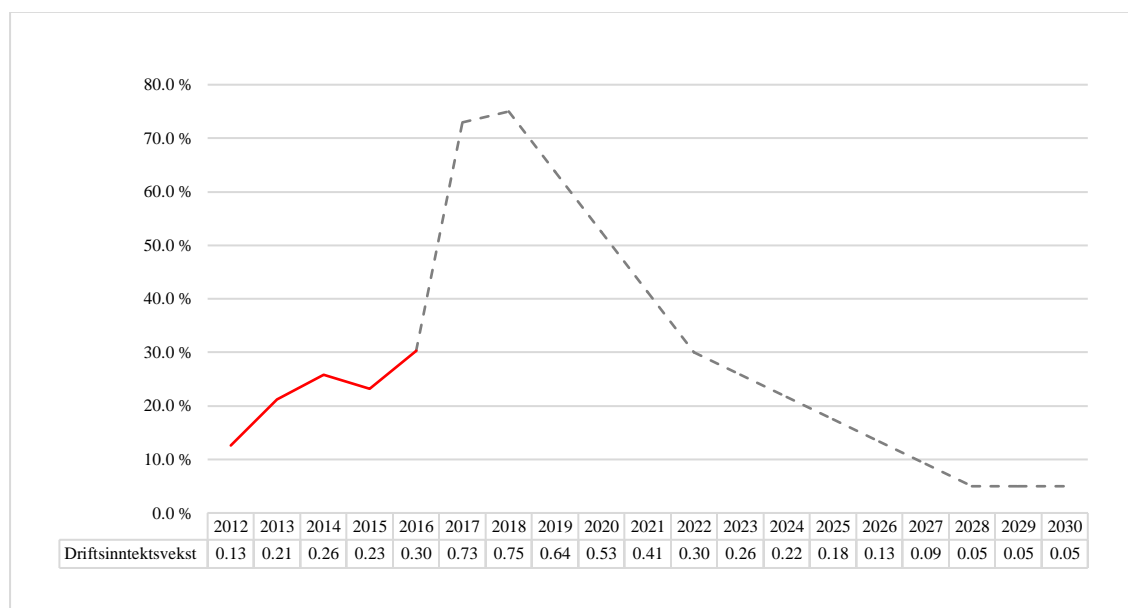
vi har stadfestet er dette forretningsområdet ventet å forsvinne innen få år, hvilket administrerende direktør Hastings også erkjenner. Vi anser det dermed som rimelig å anslå at DVD-segmentet ikke lenger vil eksistere innen en seksårsperiode. Dette trekker isolert sett i retning av lavere driftsinntekter i årene som kommer, ettersom en potensiell inntektskilde gradvis vil elimineres.

Til tross for at ett av Netflix sine forretningsområder trolig ikke vil eksistere lenger i 2022, forventer vi allikevel at Netflix vil oppnå en eksepsjonell driftsinntektsvekst de førstkommende årene. Dette skyldes at Netflix ekspanderte til mer enn 130 nye land i 2016. Det er i tillegg nærliggende å tro at Netflix også vil ekspandere til Kina i nær fremtid. Dette til tross for de regulatoriske begrensningene som per dags dato foreligger, jamfør delkapittel 4.1.1.1. Dette underbygges av at selskapet har uttalt at de har en målsetting om lansering i Kina, hvilket vi anser som rimelig at de vil oppnå. Det antas dermed at antall medlemskap vil øke drastisk fremover, hvilket vil ha stor innflytelse på driftsinntektene. Videre gikk det frem av SVIMA-analysen at Netflix tilbyr et innholdsbibliotek preget av originalitet og eksklusivitet. Selskapets strategi tilsier et økt fokus på dette fremover, og vi anser det derfor som rimelig å anta at Netflix til en viss grad vil evne å tiltrekke seg flere kunder, samt holde på de eksisterende kundene. Det er således ventet at driftsinntektsveksten til Netflix vil overgå bransjen på kort sikt.

Det er imidlertid ventet at veksten vil avta og jevnes ut på sikt, grunnet økende konkurranse fra de komparative selskaperes strømmetjenester i det internasjonale markedet. Netflix sin driftsinntektsvekst vil da sannsynligvis nærme seg driftsinntektsveksten i bransjen og vi antar at dette vil skje innen en seksårsperiode, altså i 2022. Det er nærliggende å tro at veksten på dette tidspunktet vil ligge på et høyere nivå enn det historiske tidssnittet på 17,4% ettersom det forventes internasjonal etterspørselsvekst på kort til mellomlang sikt. Vi anser derfor 30% som et rimelig anslag i 2022, både når det gjelder Netflix og bransjen.

Vekstrater i denne størrelsesorden kan imidlertid ikke forventes å vedvare over tid. På lang sikt kan ikke veksten overstige summen av forventet realvekst i verdensøkonomien og forventet inflasjon i dag (Damodaran, 2012, s. 324). Dette sammenfaller med funnene fra den strategiske analysen, hvor vi fant at særlig høy endringstakt og store teknologiske omveltninger gjør det rimelig å forvente at konkurransen i bransjen vil intensiveres i fremtiden, fra dagens moderate nivå. Dette taler for at etterspørselsveksten på lang sikt vil synke relativt til dagens nivå, og tilsvarende vil også driftsinntektsveksten synke. Vi forventer at driftsinntektsveksten vil

stabilisere seg i 2028, slik at Netflix vil vokse i takt med den gjennomsnittlige nominelle veksten i verdensøkonomien, som er beregnet til å være på om lag 5%. Utviklingen i driftsinntektsveksten er illustrert i figur 9.3:



Figur 9.3: Utvikling i historisk og budsjettet driftsinntektsvekst, for perioden 2012-2030

Videre fremkommer utviklingen i driftsinntekter over budsjettperioden av tabell 9.1:

USD (i tusen)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekter _{t-1}	8 830 669	15 273 756	26 729 072	43 768 856	66 747 506	94 280 852	122 565 107
× (1 + Driftsinntektsvekst _t)	1,730	1,750	1,638	1,525	1,413	1,300	1,258
= Driftsinntekter _t	15 273 756	26 729 072	43 768 856	66 747 506	94 280 852	122 565 107	154 227 760

USD (i tusen)	2024	2025	2026	2027	2028 (T)	2029 (T+1)	2030 (T+2)
Driftsinntekter _{t-1}	154 227 760	187 643 774	220 481 435	249 878 959	272 784 531	286 423 757	300 744 945
× (1 + Driftsinntektsvekst _t)	1,217	1,175	1,133	1,092	1,050	1,050	1,050
= Driftsinntekter _t	187 643 774	220 481 435	249 878 959	272 784 531	286 423 757	300 744 945	315 782 192

Tabell 9.1: Driftsinntekter for perioden 2017-2030

9.3 Analyse og budsjettering av andre budsjett drivere

Det tredje steget i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet innebærer å analysere og budsjettere de resterende budsjett drivere. I det videre vil følgende budsjett drivere gjennomgås: omløpet til netto driftseiendeler, netto driftsmargin, finansiell gjeldsdel, finansiell eiendelsdel, finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrentabilitet.

9.3.1 Netto driftseiendeler

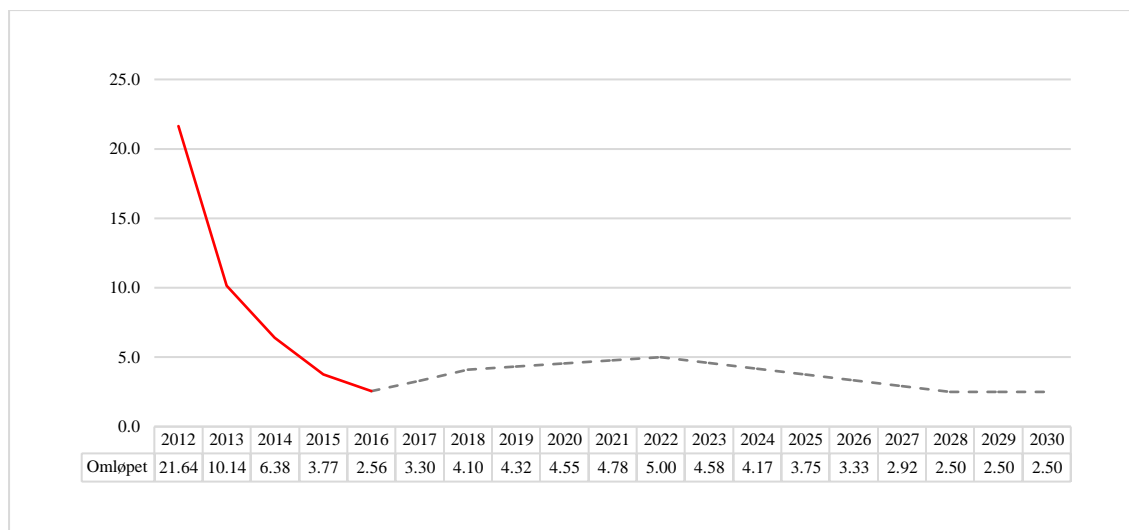
Vi kan estimere netto driftseiendeler ved å bruke følgende formel:

$$\text{Netto driftseiendeler}_{t-1} = \frac{\text{Driftsinntekter}_t}{\text{Omløpet til netto driftseiendeler}_t}$$

Omløpet til netto driftseiendeler utgjør budsjettdriveren til netto driftseiendeler, hvilket innebærer at vi først må estimere denne for å kunne budsjettere netto driftseiendeler. I lønnsomhetsanalysen i kapittel 8 gikk det frem at Netflix har hatt en omløpsfordel over hele analyseperioden, foruten 2016. Dette innebærer at selskapet stort sett opererer mer effektivt enn bransjegjennomsnittet. Omløpet til netto driftseiendeler for Netflix har imidlertid hatt en sterkt fallende trend over analyseperioden, fra 21,6 til 2,6, jamfør tabell 8.6. Dette skyldes først og fremst at netto driftseiendeler har økt drastisk i løpet av perioden, som følge av investeringer knyttet til egenprodusert og lisensiert innhold. Bransjen har på sin side opplevd en oppadgående trend, fra 2,2 til 4,0.

Vi forventer at den negative trenden til Netflix vil snu på kort sikt. Som nevnt i kapittel 2, har selskapet en målsetting om at innholdsbiblioteket skal bestå av 50% egenprodusert innhold. Trolig vil dette medføre store investeringer i innhold fremover, og følgelig vil netto driftseiendeler fortsette å øke. Det er i tillegg mye som tyder på at Netflix vil oppleve en svært høy inntektsvekst i påfølgende år, som et resultat av en stadig økende internasjonal medlemsbase grunnet ekspansjonen i 2016. På grunnlag av dette er det nærliggende å tro at omløpet vil øke forholdsvis mye i 2017 og 2018, for så å følge en svak positiv trend mot 5,0 i 2022. Netflix vil trolig overstige bransjegjennomsnittet på kort sikt, da selskapets konkurransefortrinn vil gjøre det utfordrende for konkurrentene.

På lang sikt vil omløpet til et selskap typisk reverseres mot bransjegjennomsnittet. Historisk sett har det tidsvektede gjennomsnittlige omløpet til bransjen vært på 3,2. Vi anser det som rimelig å forvente at konkurransekraftene i bransjen vil føre til en lavere vekst for videounderholdningsbransjen på lang sikt, hvilket innebærer at bransjens omløp vil bli noe redusert relativt til det historiske nivået. På bakgrunn av dette kan vi argumentere for at omløpet til netto driftseiendeler for Netflix og bransjen vil nå et felles nivå i «steady state» på 2,5. Utviklingen i omløpet til netto driftseiendeler presenteres i figur 9.4.



Figur 9.4: Utvikling i historisk og forventet omløp til netto driftseiendeler, for perioden 2012-2030

Videre fremkommer utviklingen i netto driftseiendeler over budsjettperioden av tabell 9.2:

USD (i tusen)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekter _{t+1}	26 729 072	43 768 856	66 747 506	94 280 852	122 565 107	154 227 760	187 643 774
/ Omløpet _{t+1}	4,100	4,325	4,550	4,775	5,000	4,583	4,167
= Netto driftseiendeler _t	6 519 286	10 119 967	14 669 781	19 744 681	24 513 021	33 649 693	45 034 506

USD (i tusen)	2024	2025	2026	2027	2028 (T)	2029 (T+1)	2030 (T+2)
Driftsinntekter _{t+1}	220 481 435	249 878 959	272 784 531	286 423 757	300 744 945	315 782 192	331 571 302
/ Omløpet _{t+1}	3,750	3,333	2,917	2,500	2,500	2,500	2,500
= Netto driftseiendeler _t	58 795 049	74 963 688	93 526 125	114 569 503	120 297 978	126 312 877	132 628 521

Tabell 9.2: Netto driftseiendeler for perioden 2017-2030

9.3.2 Netto driftsresultat

Netto driftsresultat kan budsjetteres ved å benytte følgende formel:

$$\text{Netto driftsresultat}_t = \text{Netto driftsmargin}_t \times \text{Driftsinntekter}_t$$

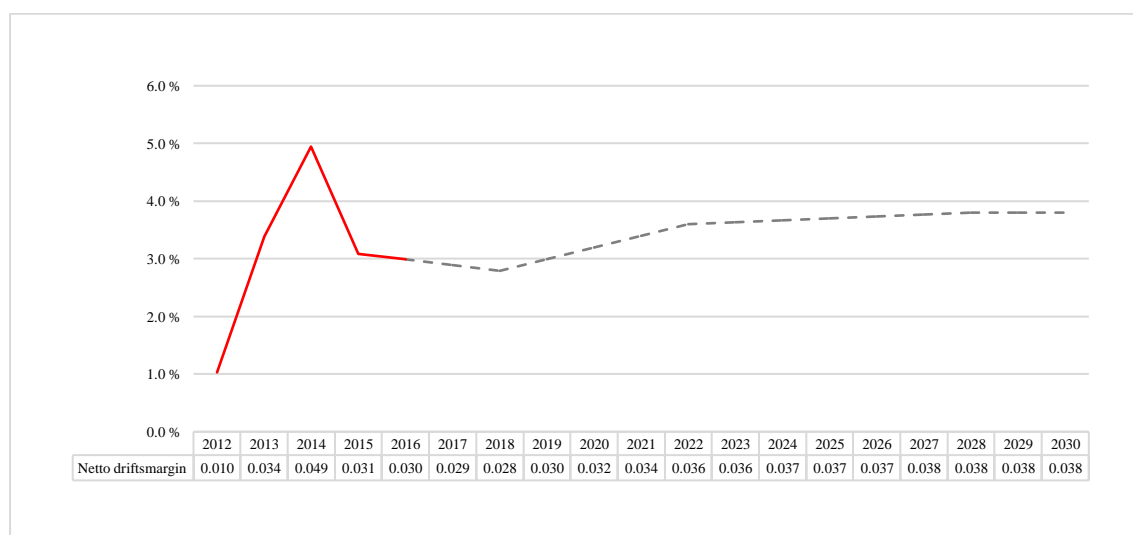
Som man ser av formelen er det netto driftsmargin som utgjør budsjettdriveren for netto driftsresultat, slik at det vil være utviklingen i netto driftsmargin og driftsinntekter som vil være avgjørende for utviklingen i netto driftsresultat. Netto driftsmargin påvirkes av konkurransen i bransjen, hvilket vil kunne bidra til å drive selskapets marginer mot bransjegjennomsnittet.

Over analyseperioden har Netflix hatt en tidsvektet gjennomsnittlig netto driftsmargin på 3,3%, mens bransjens har vært på 4,5%, jamfør tabell 8.4. Som nevnt i delkapittel 8.2.1.2, har Netflix en marginulempe i samtlige av årene i analyseperioden, med unntak av 2014. Fra «common size»-resultatanalysen kom det frem at kilden til denne ulempen trolig var at Netflix har en

prosentvis høyere varekostnad enn bransjen. Vi argumenterte for at dette skyldes økt fokus på eksklusivt og egenprodusert innhold, samt økte kostnader knyttet til lisensieringsrettigheter og markedsføring i forbindelse med selskapets internasjonale ekspansjon.

Når det gjelder den fremtidige utviklingen i netto driftsmargin er det ventet at denne på kort sikt vil presses ned på grunn av fortsatt store investeringer tilknyttet internasjonal etablering, samt investeringer i forbindelse med innholdsbiblioteket. Dette skaper økte kostnader for selskapet, og det er følgelig rimelig å tro at det tidligere nevnte underskuddet i det internasjonale segmentet vil vedvare på kort sikt. Dette bidrar til å svekke netto driftsresultat slik at netto driftsmargin i 2017 og 2018 reduseres til henholdsvis 2,9% og 2,8%, fra 3% i 2016. Deretter er det ventet at investeringene i forbindelse med den internasjonale ekspansjonen vil avta gradvis, samtidig som den internasjonale medlemsbasen vil vokse betraktelig, slik at netto driftsmargin er forventet å vokse betraktelig i tiden frem mot 2022, til et nivå på 3,6%.

På lang sikt er det nærliggende å tro at netto driftsmargin vil konvergere mot gjennomsnittet for bransjen. Som nevnt under delkapittel 9.3.1 er det imidlertid rimelig å tro at konkurranseintensiteten i bransjen vil øke på lang sikt, noe som ventes å legge press på prisene og følgelig marginene. Dette vil således føre til at bransjen oppnår en lavere netto driftsmargin i «steady state» enn per dags dato. På bakgrunn av dette mener vi at en netto driftsmargin på 3,8% vil være fornuftig for både Netflix og bransjen i «steady state». Dette innebærer at Netflix sin netto driftsmargin vil fortsette å vokse også fra 2022 til 2028, men dog i en noe lavere takt enn tidligere i budsjettperioden. Utviklingen i netto driftsmargin fremkommer av figur 9.5:



Figur 9.5: Utvikling i historisk og forventet netto driftsmargin, for perioden 2012-2030

Videre presenteres budsjettert netto driftsresultat over budsjettperioden i tabell 9.3:

USD (i tusen)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekter _t	15 273 756	26 729 072	43 768 856	66 747 506	94 280 852	122 565 107	154 227 760
× Netto driftsmargin _t	0,029	0,028	0,030	0,032	0,034	0,036	0,036
= Netto driftsresultat _t	441 473	745 849	1 309 915	2 132 717	3 203 287	4 412 344	5 603 609

USD (i tusen)	2024	2025	2026	2027	2028 (T)	2029 (T+1)	2030 (T+2)
Driftsinntekter t	187 643 774	220 481 435	249 878 959	272 784 531	286 423 757	300 744 945	315 782 192
× Netto driftsmargin t	0,037	0,037	0,037	0,038	0,038	0,038	0,038
= Netto driftsresultat t	6 880 272	8 157 813	9 328 814	10 274 884	10 884 103	11 428 308	11 999 723

Tabell 9.3: Netto driftsresultat for perioden 2017-2030

9.3.3 Netto finansiell gjeld

Den fremtidige utviklingen i netto finansiell gjeld over budsjettperioden vil avhenge av utviklingen i finansiell gjeld og finansielle eiendeler, som igjen vil avhenge av utviklingen i kapitalstruktur (Penman, 2013, s. 524). Vi vil i det videre budsjettere finansiell gjeld og finansielle eiendeler, for så å komme opp med et anslag på netto finansiell gjeld.

Finansiell gjeld

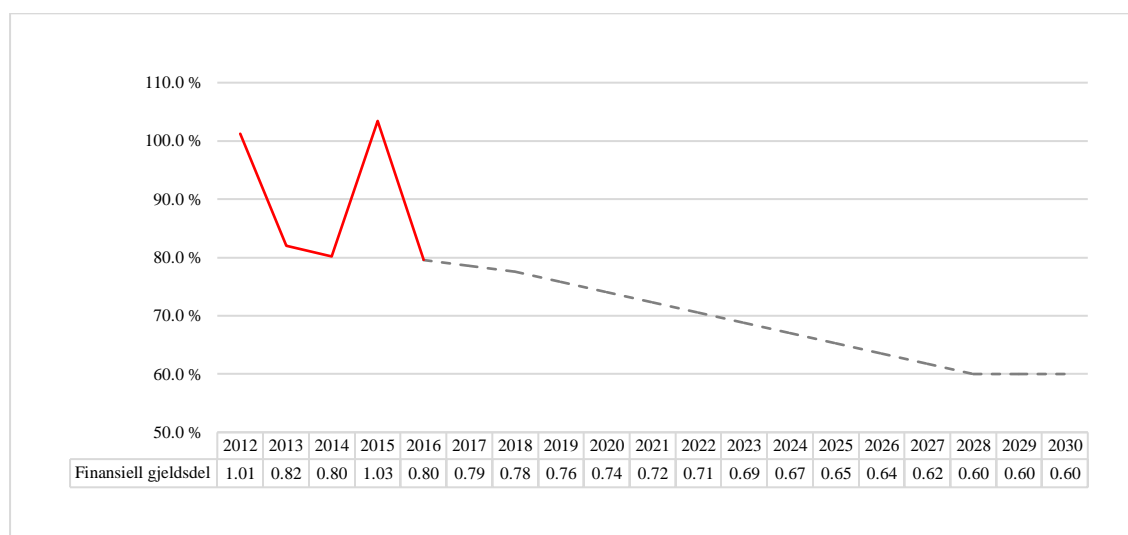
For å budsjettere den finansielle gjelden benyttes budsjettdriveren finansiell gjeldsdel. Dette fremkommer av følgende formel:

$$\text{Finansiell gjeld}_t = \text{Finansiell gjeldsdel}_t \times \text{Netto driftseiendeler}_t$$

Over analyseperioden har Netflix hatt en tidsvektet gjennomsnittlig finansiell gjeldsdel på 88,2%, mot bransjens tidsvektede gjennomsnitt på 68,3%. Netflix hadde imidlertid en noe lavere finansiell gjeldsdel på 79,6% i 2016.

Ifølge Knivsflå (2016k) vil bransjegjennomsnittet kunne utgjøre et optimalt mål på den finansielle gjeldsdelen. Det er således rimelig å forvente at Netflix sin finansielle gjeldsdel over budsjettperioden vil nærme seg gjennomsnittet for bransjen. Historisk sett har Netflix hatt en høy finansiell gjeldsdel, som hovedsakelig skyldes store investeringer i forbindelse med selskapets internasjonale ekspansjon. Disse investeringene er i stor grad gjeldsfinansiert, noe som bidrar til den høye gjeldsdelen. Det er nærliggende å tro at selskapet vil fortsette å foreta store investeringer over budsjettperioden, men disse vil allikevel trolig reduseres på sikt når selskapet har blitt bedre etablert internasjonalt. Dette innebærer at gjeldsdelen vil reduseres fra 2016-nivået på 79,6%. Bransjegjennomsnittet ser imidlertid ut til å være noe høyt, da bransjen

også har vært preget av store investeringer de senere årene. Følgelig velger vi å legge til grunn en noe lavere finansiell gjeldsdel på 60% i «steady state». Vi legger til grunn en lineær utvikling over budsjettperioden, med unntak av 2017 og 2018, hvor vi velger å redusere den finansielle gjeldsdelen noe mindre, grunnet fortsatt store investeringer tilknyttet etablering internasjonalt. Utviklingen i finansiell gjeldsdel er illustrert i figur 9.6:



Figur 9.6: Utvikling i historisk og forventet finansiell gjeldsdel, for perioden 2012-2030

Utviklingen i finansiell gjeld presenteres i tabell 9.4 nedenfor.

Finansielle eiendeler

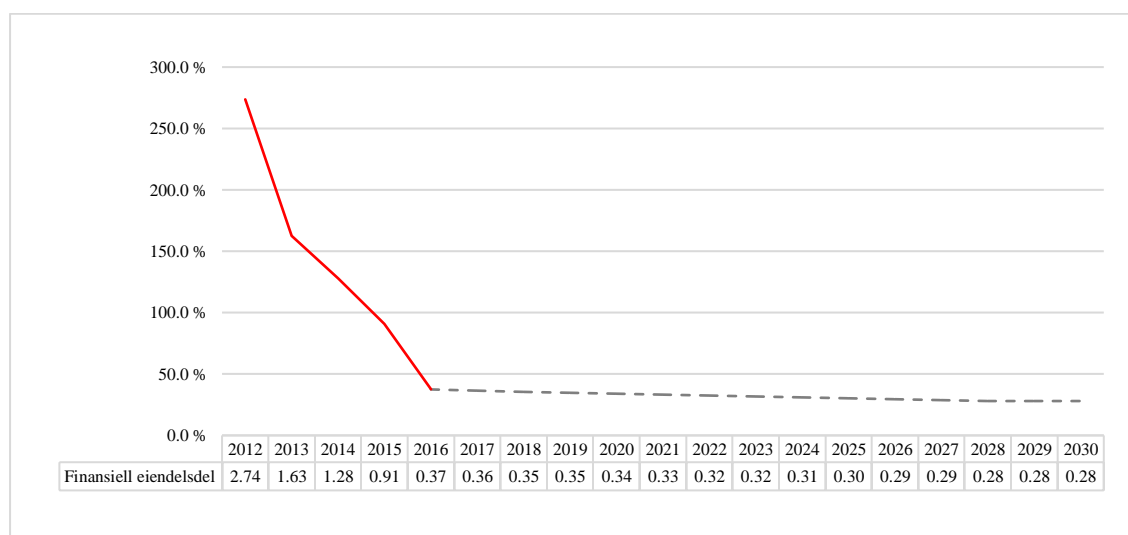
For å budsjettere de finansielle eiendelene benyttes budsjettdriveren finansiell eiendelsdel. Dette fremkommer av følgende formel:

$$\text{Finansielle eiendeler}_t = \text{Finansiell eiendelsdel}_t \times \text{Netto driftseiendeler}_t$$

Over analyseperioden har Netflix hatt en tidsvektet gjennomsnittlig finansiell eiendelsdel på 111,2%, mot bransjens tidsvektede gjennomsnitt på 56,6%. Netflix hadde imidlertid en mye lavere finansiell eiendelsdel på 37,5% i 2016.

I likhet med finansiell gjeldsdel, vil bransjegjennomsnittet kunne utgjøre et optimalt mål for den finansielle eiendelsdelen (Knivsflå, 2016k). Det er således nærliggende å tro at Netflix sin finansielle eiendelsdel over budsjettperioden vil nærme seg gjennomsnittet for bransjen. Historisk sett har Netflix hatt en svært høy finansiell eiendelsdel. Dette skyldes i hovedsak to

faktorer. For det første har selskapet relativt mye finansielle eiendeler, både i form av kortsiktige investeringer og i form av kontanter og kontantekvivalenter. Dersom et selskap har en høy eiendelsdel tilknyttet likvider kan dette tyde på at overskuddslikviditeten er stor (Knivsflå, 2016k). Dette virker å være tilfelle for Netflix. For det andre har Netflix gjennomført en rekke store, gjeldsfinansierte driftsinvesteringer de senere årene, noe som gjør at netto driftseiendeler forblir upåvirket. Sammen fører disse faktorene til at selskapet har en høy eiendelsdel. Det er imidlertid rimelig å forvente at kontantbeholdningen vil reduseres over budsjettperioden, slik at de finansielle eiendelene reduseres. Samtidig vil selskapet trolig fortsette å gjøre store investeringer, dog i noe avtakende grad, som nevnt under finansiell gjeld ovenfor. Dermed er det nærliggende å tro at eiendelsdelen vil reduseres fra 2016-nivået på 37,5%. Vi mener imidlertid at det tidsvektede bransjegjennomsnittet er for høyt. Bransjegjennomsnittet har generelt sett en mye mindre andel finansielle eiendeler enn Netflix, slik at det på mange måter vil være lite relevant for sammenligning. Følgelig har vi valgt å sette finansiell eiendelsdel til 28% i «steady state». I likhet med finansiell gjeld, velger vi å redusere den finansielle eiendelsdelen noe mer i 2017 og 2018 enn i de øvrige årene, grunnet fortsatt store investeringer i forbindelse med etablering internasjonalt. Utviklingen i finansiell eiendelsdel over budsjettperioden er illustrert i figur 9.7:



Figur 9.7: Utvikling i historisk og forventet finansiell eiendelsdel, for perioden 2012-2030

Utviklingen i finansielle eiendeler presenteres i tabell 9.4 nedenfor.

Netto finansiell gjeld

På bakgrunn av estimatene for finansiell gjeldsdel og finansiell eiendelsdel kan vi således anslå den forventede utviklingen i netto finansiell gjeld over budsjettperioden, som vist i tabell 9.4:

USD (i tusen)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Netto driftseiendeler _t	6 519 285	10 119 967	14 669 781	19 744 681	24 513 021	33 649 693	45 034 506
× Finansiell gjeldsdel _t	0,786	0,776	0,758	0,740	0,723	0,705	0,688
= Finansiell gjeld_t	5 121 592	7 849 110	11 120 364	14 620 641	17 721 062	23 735 275	30 974 875
Netto driftseiendeler _t	6 519 285	10 119 967	14 669 781	19 744 681	24 513 021	33 649 693	45 034 506
× Finansiell eiendelsdel _t	0,365	0,355	0,347	0,340	0,332	0,325	0,317
= Finansielle eiendeler_t	2 376 903	3 588 495	5 092 409	6 706 803	8 143 639	10 927 984	14 289 348
→ Netto finansiell gjeld_t	2 744 690	4 260 615	6 027 955	7 913 838	9 577 422	12 807 291	16 685 527

USD (i tusen)	2024	2025	2026	2027	2028 (T)	2029 (T+1)	2030 (T+2)
Netto driftseiendeler _t	58 795 049	74 963 688	93 526 125	114 569 503	120 297 978	126 312 877	132 628 520
× Finansiell gjeldsdel _t	0,670	0,653	0,635	0,618	0,600	0,600	0,600
= Finansiell gjeld_t	39 406 942	48 927 441	59 400 430	70 753 614	72 178 787	75 787 726	79 577 112
Netto driftseiendeler _t	58 795 049	74 963 688	93 526 125	114 569 503	120 297 978	126 312 877	132 628 520
× Finansiell eiendelsdel _t	0,310	0,302	0,295	0,287	0,280	0,280	0,280
= Finansielle eiendeler_t	18 216 953	22 667 419	27 582 641	32 934 098	33 683 434	35 367 606	37 135 986
→ Netto finansiell gjeld_t	21 189 989	26 260 022	31 817 789	37 819 516	38 495 353	40 420 121	42 441 127

Tabell 9.4: Netto finansiell gjeld for perioden 2017-2030

9.3.4 Netto finansiell gjeldskostnad

Den fremtidige utviklingen i netto finansiell gjeldskostnad avhenger av utviklingen i netto finanskostnader og netto finansinntekter, og vi vil i det videre anslå fremtidige verdier for disse.

Netto finanskostnader

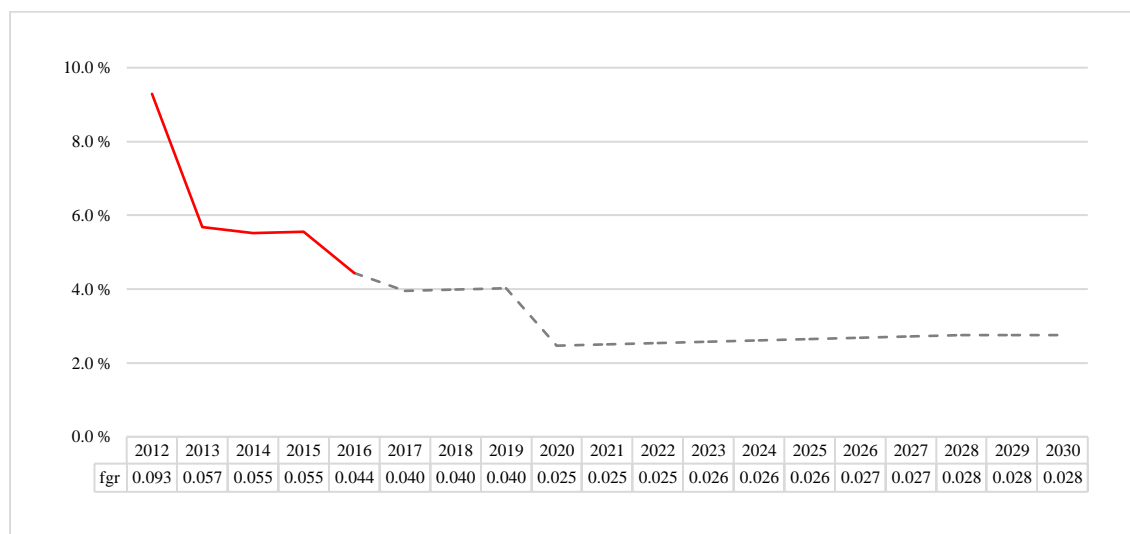
For å budsjettere netto finanskostnader tar vi utgangspunkt i følgende formel:

$$\text{Netto finanskostnader}_t = \text{Finansiell gjeldsrente}_t \times \text{Finansiell gjeld}_{t-1}$$

Finansiell gjeldsrente er budsjettdriveren til netto finanskostnad og vi må således først og fremst estimere denne. Som vi beskrev i kapittel 8, er det rimelig å anta at kapitalmarkedene er effektive og velfungerende. Videre forutsetter vi at finansiell gjeld er balanseført eller justert til virkelig verdi. Dette indikerer en finansiell gjeldsrente lik det finansielle gjeldskravet.

I delkapittel 8.2.2.1 så vi at den finansielle gjeldsrenten var høyere enn gjeldskravet over hele analyseperioden, bortsett fra i 2016. Avviket var imidlertid i stor grad avtakende over perioden, og i 2016 var gjeldsrenten tilnærmet lik gjeldskravet. Basert på forutsetningene over og den historiske utviklingen vil trolig avviket mellom gjeldskravet og gjeldsrenten være forsvinnende

liten fremover, og vi vil derfor budsjettere med en finansiell gjeldsrente lik gjeldskravet over budsjettperioden. Beregningen av det årlige finansielle gjeldskravet vil bli presentert i kapittel 10. I figur 9.8 illustreres utviklingen i finansiell gjeldsrente:



Figur 9.8: Utvikling i historisk og forventet finansiell gjeldsrente (fgr), for perioden 2012-2030

Utviklingen i finansielle eiendeler presenteres i tabell 9.5 nedenfor.

Netto finansinntekter

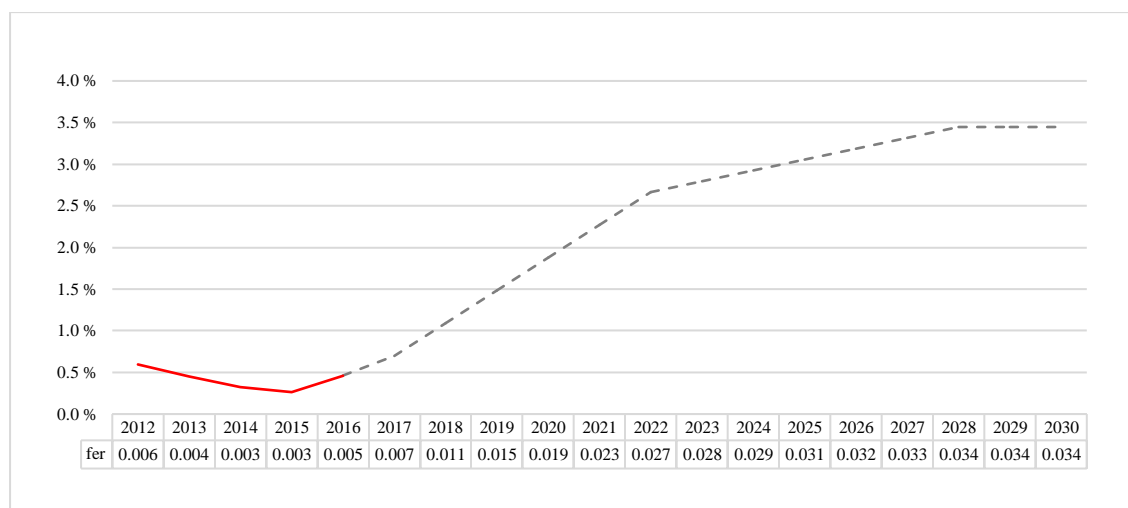
I budsjetteringen av netto finansinntekter tar vi i bruk følgende formel:

$$\text{Netto finansinntekter}_t = \text{Finansiell eiendelsrentabilitet}_t \times \text{Finansielle eiendeler}_{t-1}$$

Finansiell eiendelsrentabilitet er budsjettdriveren til netto finansinntekt og vi må således først og fremst estimere denne. Vi kan i beregningen av netto finansinntekter ta utgangspunkt i de samme forutsetningene som vi la til grunn ved netto finanskostnader ovenfor. Det følger da at finansiell eiendelsrentabilitet vil være lik eiendelskravet.

I delkapittel 8.2.2.1 så vi at historisk finansielt eiendelskrav har oversteget finansiell eiendelsrentabilitet i samtlige år over analyseperioden. Det er verdt å merke seg at avviket imidlertid avtok for hvert år som en konsekvens av et synkende eiendelskrav. Den finansielle eiendelsrentabiliteten har på sin side holdt et stabilt nivå på om lag 0,3%. Dette tyder på at avviket mellom den finansielle eiendelsrentabiliteten og eiendelskravet ikke vil elimineres umiddelbart, ettersom kravet er forventet å stige igjen i budsjettperioden, jamfør beregningen

av det fremtidige eiendelskravet i kapittel 10. Vi forventer derfor at eiendelsrentabiliteten vil stige jevnt mot kravet frem mot 2022, hvorav den vil legge seg på samme nivå som kravet. I de etterfølgende årene budsjetterer vi dermed med en finansiell eiendelsrentabilitet lik eiendelskravet. I figur 9.9 presenteres utviklingen finansiell eiendelsrentabilitet:



Figur 9.9: Utvikling i historisk og forventet finansiell eiendelsrentabilitet (fer), for perioden 2012-2030

Utviklingen i finansielle eiendeler presenteres i tabell 9.5 nedenfor.

Netto finansiell gjeldskostnad

På bakgrunn av estimatene på netto finanskostnad og netto finansinntekt kan vi anslå den forventede utviklingen i netto finansiell gjeldskostnad, som vist i tabell 9.5:

USD (i tusen)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Finansiell gjeldsrente _t	0,040	0,040	0,040	0,025	0,025	0,025	0,026
× Finansiell gjeld _{t-1}	3 682 393	5 121 592	7 849 110	11 120 364	14 620 641	17 721 062	23 735 275
= Netto finanskostnad _t	145 592	204 332	315 966	274 550	366 215	450 233	611 553
Finansiell eiendelsrentabilitet _t	0,007	0,011	0,015	0,019	0,023	0,027	0,028
× Finansielle eiendeler _{t-1}	1 733 782	2 376 903	3 588 495	5 092 409	6 706 803	8 143 639	10 927 984
= Netto finansinntekt _t	12 105	25 944	53 285	95 647	152 350	217 022	305 465
→ Netto finansiell gjeldskostnad _t	133 487	178 387	262 681	178 903	213 865	233 211	306 088

USD (i tusen)	2024	2025	2026	2027	2028 (T)	2029 (T+1)	2030 (T+2)
Finansiell gjeldsrente _t	0,026	0,026	0,027	0,027	0,028	0,028	0,028
× Finansiell gjeld _{t-1}	30 974 875	39 406 942	48 927 441	59 400 430	70 753 614	72 178 787	75 787 726
= Netto finanskostnad _t	809 202	1 043 627	1 313 321	1 615 758	1 949 970	1 989 247	2 088 710
Finansiell eiendelsrentabilitet _t	0,029	0,031	0,032	0,033	0,034	0,034	0,034
× Finansielle eiendeler _{t-1}	14 289 348	18 216 953	22 667 419	27 582 641	32 934 098	33 683 434	35 367 606
= Netto finansinntekt _t	418 047	556 694	722 239	914 798	1 135 206	1 161 035	1 219 087
→ Netto finansiell gjeldskostnad _t	391 155	486 933	591 082	700 960	814 764	828 213	869 623

Tabell 9.5: Netto finansiell gjeldskostnad for perioden 2017-2030

9.4 Fremtidsresultat, fremtidsbalanse og fri kontantstrøm

Med utgangspunkt i prognostiseringen av de ulike budsjettdriverne i de foregående delkapitlene, vil vi i det følgende presentere Netflix sitt fremtidsresultat, fremtidsbalanse og fri kontantstrøm over budsjettperioden:

USD (i tusen)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekter	8 830 669	15 273 756	26 729 072	43 768 856	66 747 506	94 280 852	122 565 107	154 227 760
Netto driftsresultat	264 072	441 473	745 849	1 309 915	2 132 717	3 203 287	4 412 344	5 603 609
+ Netto finansinntekt	6 155	12 105	25 944	53 285	95 647	152 350	217 022	305 465
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	270 227	453 578	771 793	1 363 199	2 228 364	3 355 637	4 629 366	5 909 074
- Netto finanskostnad	118 289	145 592	204 332	315 966	274 550	366 215	450 233	611 553
= Nettoresultat til egenkapital	151 939	307 986	567 461	1 047 233	1 953 814	2 989 422	4 179 133	5 297 521
+ Unormalt netto driftsresultat	-8 005	0	0	0	0	0	0	0
+ Unormalt netto finansresultat	17 687	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat	161 621	307 986	567 461	1 047 233	1 953 814	2 989 422	4 179 133	5 297 521
- Netto betalt utbytte	-294 753	-786 810	-1 517 294	-1 735 241	-1 235 203	-115 334	-1 727 671	-2 209 056
= Endring i egenkapital	456 374	1 094 796	2 084 755	2 782 474	3 189 017	3 104 756	5 906 803	7 506 576

USD (i tusen)	2024	2025	2026	2027	2028 (T)	2029 (T+1)	2030 (T+1)
Driftsinntekter	187 643 774	220 481 435	249 878 959	272 784 531	286 423 757	300 744 945	315 782 192
Netto driftsresultat	6 880 272	8 157 813	9 328 814	10 274 884	10 884 103	11 428 308	11 999 723
+ Netto finansinntekt	418 047	556 694	722 239	914 798	1 135 206	1 161 035	1 219 087
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	7 298 319	8 714 508	10 051 054	11 189 682	12 019 309	12 589 343	13 218 810
- Netto finanskostnad	809 202	1 043 627	1 313 321	1 615 758	1 949 970	1 989 247	2 088 710
= Nettoresultat til egenkapital	6 489 117	7 670 880	8 737 732	9 573 924	10 069 339	10 600 095	11 130 100
+ Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0
+ Unormalt netto finansresultat	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat	6 489 117	7 670 880	8 737 732	9 573 924	10 069 339	10 600 095	11 130 100
- Netto betalt utbytte	-2 766 964	-3 427 725	-4 266 938	-5 467 726	5 016 701	6 509 964	6 835 462
= Endring i egenkapital	9 256 081	11 098 606	13 004 670	15 041 651	5 052 638	4 090 131	4 294 638

Tabell 9.6: Fremtidsresultat for perioden 2016-2030

USD (i tusen)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Netto driftseiendeler	4 628 411	6 519 286	10 119 967	14 669 781	19 744 681	24 513 021	33 649 693	45 034 506
+ Finansielle eiendeler	1 733 782	2 376 903	3 588 495	5 092 409	6 706 803	8 143 639	10 927 984	14 289 348
= Sysselsatte eiendeler	6 362 193	8 896 188	13 708 462	19 762 190	26 451 484	32 656 661	44 577 677	59 323 854
Egenkapital	2 679 800	3 774 596	5 859 352	8 641 826	11 830 843	14 935 599	20 842 402	28 348 979
+ Finansiell gjeld	3 682 393	5 121 592	7 849 110	11 120 364	14 620 641	17 721 062	23 735 275	30 974 875
= Sysselsatt kapital	6 362 193	8 896 188	13 708 462	19 762 190	26 451 484	32 656 661	44 577 677	59 323 854

USD (i tusen)	2024	2025	2026	2027	2028 (T)	2029 (T+1)	2030 (T+2)
Netto driftseiendeler	58 795 049	74 963 688	93 526 125	114 569 503	120 297 978	126 312 877	132 628 521
+ Finansielle eiendeler	18 216 953	22 667 419	27 582 641	32 934 098	33 683 434	35 367 606	37 135 986
= Sysselsatte eiendeler	77 012 002	97 631 107	121 108 766	147 503 601	153 981 412	161 680 482	169 764 507
Egenkapital	37 605 060	48 703 666	61 708 336	76 749 987	81 802 625	85 892 756	90 187 394
+ Finansiell gjeld	39 406 942	48 927 441	59 400 430	70 753 614	72 178 787	75 787 726	79 577 112
= Sysselsatt kapital	77 012 002	97 631 107	121 108 766	147 503 601	153 981 412	161 680 482	169 764 507

Tabell 9.7: Fremtidsbalanse, herunder sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital, for perioden 2016-2030

USD (i tusen)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Netto driftseiendeler	4 628 411	6 519 286	10 119 967	14 669 781	19 744 681	24 513 021	33 649 693	45 034 506
Egenkapital	2 679 800	3 774 596	5 859 352	8 641 826	11 830 843	14 935 599	20 842 402	28 348 979
+ Netto finansiell gjeld	1 948 611	2 744 690	4 260 615	6 027 955	7 913 838	9 577 422	12 807 291	16 685 527
= Netto driftskapital	4 628 411	6 519 286	10 119 967	14 669 781	19 744 681	24 513 021	33 649 693	45 034 506

USD (i tusen)	2024	2025	2026	2027	2028 (T)	2029 (T+1)	2030 (T+2)
Netto driftseiendeler	58 795 049	74 963 688	93 526 125	114 569 503	120 297 978	126 312 877	132 628 521
Egenkapital	37 605 060	48 703 666	61 708 336	76 749 987	81 802 625	85 892 756	90 187 394
+ Netto finansiell gjeld	21 189 989	26 260 022	31 817 789	37 819 516	38 495 353	40 420 121	42 441 127
= Netto driftskapital	58 795 049	74 963 688	93 526 125	114 569 503	120 297 978	126 312 877	132 628 521

Tabell 9.8: Fremtidbalanse, herunder netto driftseiendeler og netto driftskapital, for perioden 2016-2030

USD (i tusen)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Netto driftsresultat	264 072	441 473	745 849	1 309 915	2 132 717	3 203 287	4 412 344	5 603 609
+ Unormalt netto driftsresultat	-8 005	0	0	0	0	0	0	0
- Endring i netto driftseiendeler	2 081 234	1 890 875	3 600 681	4 549 815	5 074 900	4 768 340	9 136 672	11 384 813
= FK fra drift	-1 825 166	-1 449 402	-2 854 832	-3 239 900	-2 942 183	-1 565 054	-4 724 328	-5 781 204
+ Netto finansinntekt	6 155	12 105	25 944	53 285	95 647	152 350	217 022	305 465
+ Unormalt netto finansinntekt	17 687	0	0	0	0	0	0	0
- Endring i finansielle eiendeler	-576 933	643 121	1 211 592	1 503 914	1 614 394	1 436 837	2 784 345	3 361 364
= FK til sysselsatt kapital	-1 224 392	-2 080 418	-4 040 480	-4 690 529	-4 460 929	-2 849 540	-7 291 650	-8 837 103
- Netto finanskostnad	118 289	145 592	204 332	315 966	274 550	366 215	450 233	611 553
- Unormal netto finanskostnad	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Endring i finansiell gjeld	1 047 927	1 439 199	2 727 518	3 271 254	3 500 277	3 100 421	6 014 213	7 239 600
= FK til EK	-294 753	-786 810	-1 517 294	-1 735 241	-1 235 203	-115 334	-1 727 671	-2 209 056

USD (i tusen)	2024	2025	2026	2027	2028 (T)	2029 (T+1)	2030 (T+2)
Netto driftsresultat	6 880 272	8 157 813	9 328 814	10 274 884	10 884 103	11 428 308	11 999 723
+ Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0
- Endring i netto driftseiendeler	13 760 543	16 168 639	18 562 437	21 043 378	5 728 475	6 014 899	6 315 644
= FK fra drift	-6 880 272	-8 010 825	-9 233 622	-10 768 494	5 155 628	5 413 409	5 684 079
+ Netto finansinntekt	418 047	556 694	722 239	914 798	1 135 206	1 161 035	1 219 087
+ Unormalt netto finansinntekt	0	0	0	0	0	0	0
- Endring i finansielle eiendeler	3 927 605	4 450 466	4 915 222	5 351 457	749 336	1 684 172	1 768 380
= FK til sysselsatt kapital	-10 389 830	-11 904 597	-13 426 605	-15 205 153	5 541 498	4 890 272	5 134 786
- Netto finanskostnad	809 202	1 043 627	1 313 321	1 615 758	1 949 970	1 989 247	2 088 710
- Unormal netto finanskostnad	0	0	0	0	0	0	0
+ Endring i finansiell gjeld	8 432 067	9 520 499	10 472 989	11 353 184	1 425 172	3 608 939	3 789 386
= FK til EK	-2 766 964	-3 427 725	-4 266 938	-5 467 726	5 016 701	6 509 964	6 835 462

Tabell 9.9: Fri kontantstrøm for perioden 2016-2030

10 Fremtidskrav og fremtidig strategisk fordel

I dette kapitlet vil vi beregne de fremtidige avkastningskravene til Netflix. I den forbindelse vil vi se nærmere på avkastningskrav relatert til egenkapital, netto finansiell gjeld og netto driftskapital. Avkastningskravene vil i hovedsak bli estimert på bakgrunn av analyser og beregninger fra kapittel 7. Disse avkastningskravene vil senere bli benyttet som diskonteringsrente ved den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11.

Vektingen som benyttes for å komme frem til avkastningskravene vil beregnes med utgangspunkt i inngående kapital for å skape konsistens med forutsetningene i fremtidsregnskapet. Det er imidlertid viktig å merke seg at de ikke vil beregnes ved å benytte virkelige verdier, men heller ved å ta i bruk budsjetterte vekter fra fremtidsregnskapet. Årsaken til dette er at vi ikke vil ha tilgang på de virkelige verdiene før verdsettelsen er gjennomført. De første estimatene på avkastningskravene vil således ikke være korrekte, hvilket vi vil ta hensyn til i kapittel 11 ved å gjennomføre en stegvis konvergeringsprosess.

10.1 Avkastningskrav til egenkapital

I likhet med historisk egenkapitalkrav, vil beregningen av det fremtidige egenkapitalkravet ta utgangspunkt i kapitalverdimodellen. Det vil således være nødvendig å finne fremtidige verdier på risikofri rente, markedets risikopremie, egenkapitalbeta og en eventuell illikviditetspremie.

10.1.1 Risikofri rente

Ved estimering av fremtidig risikofri rente har vi valgt å benytte renten på amerikanske tiårige statsobligasjoner. Dette er i samsvar med hva vi gjorde i kapittel 7. Den gjennomsnittlige risikofrie renten over analyseperioden beløp seg til 2,1%, noe som kan sies å være et historisk lavt nivå. Når vi da skal fremskrive den risikofrie renten legges det så til grunn at den vil være tilbakevendende mot gjennomsnittet for tiårige statsobligasjoner over tid. Dermed forventes det at renten vil være noe høyere i fremtiden, slik at den når et noe mer normalisert nivå. Dette virker rimelig med Donald Trumps politiske målsetninger tatt i betraktning, jamfør delkapittel 4.1.1.2. Som vi så har styringsrenten allerede siden desember 2016 blitt satt opp to ganger, og det er således grunn til å tro at den risikofrie renten vil stige ytterligere på mellomlang sikt.

Vårt beste estimat på den risikofrie renten i «steady state», vil være gjennomsnittlig årssnitt for historiske tiårige statsobligasjoner over en periode som inkluderer både konjunkturrendringer

og rentesvingninger. På bakgrunn av dette velger vi å benytte en periode på femten år, da vi antar at økonomien har rukket å gjennomgå både nedgangstider og oppgangstider på denne tiden. Dette gir oss en gjennomsnittlig risikofri rente på 2,5% (Daily Treasury Yield Curve Rates, 2017). Videre antar vi at renten kommer til å følge en lineær utvikling, fra 1,8% i 2016 til 2,5% i «steady state». Årsaken til denne forenklingen er at vi ikke har tilstrekkelig informasjon om utviklingen i rentenivået de kommende årene. Tabell 10.1 viser utviklingen i risikofri rente over budsjettperioden:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Risikofri rente før skatt	0,018	0,019	0,019	0,020	0,021	0,021	0,022	0,022
	2024	2025	2026	2027	2028 (T)	2029 (T+1)	2030 (T+2)	
Risikofri rente før skatt	0,023	0,023	0,024	0,024	0,025	0,025	0,025	0,025

Tabell 10.1: Fremskrivning av risikofri rente før skatt for perioden 2016-2030

10.1.2 Markedets risikopremie

Ettersom det eksisterer få pålitelige indikatorer som kan predikere den fremtidige markedsrisikopremien, er det knyttet stor usikkerhet til estimeringen av denne (Kaldestad & Møller, 2016, s. 166). Det historiske nivået på 5,1% vil derfor utgjøre beste prediksjon på den fremtidige markedsrisikopremien. Vi vil i det videre ta utgangspunkt i denne, og forutsetter at markedsrisikopremien vil fortsette å holde seg på det dette nivået over budsjettperioden.

10.1.3 Egenkapitalbeta

I likhet med historisk egenkapitalbeta, er det rimelig å forvente at den fremtidige egenkapitalbetaen vil endre seg over tid, hvilket taler for at det bør estimeres et anslag på årlig egenkapitalbeta. Vi har imidlertid valgt å sette denne konstant over budsjettperioden. Dette begrunnes med at beregningen vår av fremtidig, årlig egenkapitalbeta ga særlig høye betaverdier, og dannet dermed et feilaktig estimat på egenkapitalkravet. Vi mener at den justerte gjennomsnittlige egenkapitalbetaen, funnet i delkapittel 7.1.3, danner et mer presentabelt bilde av egenkapitalbetaen. Vi velger derfor å benytte en konstant beta på 1,2 i den fundamentale verdsettelsen.

10.1.4 Illikviditetspremie

På lik linje som for den historiske illikviditetspremien, er det rimelig å anta at den fremtidige illikviditetspremien også vil være lik null, da det forventes at forholdene som lå til grunn for dette fortsatt vil være tilstede i budsjettperioden.

10.1.5 Avkastningskrav til egenkapital for Netflix

På bakgrunn av de foregående delkapitlene kan vi gi et anslag på de fremtidige avkastningskravene til egenkapitalen. Ettersom fremtidskravet i denne sammenheng ikke vil bli benyttet som en målestokk for historisk rentabilitet, men heller som en diskonteringsfaktor i den fundamentale verdsettelsen, vil det være nødvendig å ta stilling til om utbytteskatt skal hensyntas i avkastningskravet. Siden skatteeffekten antas å være marginal og siden Netflix ikke har til hensikt å utbetale utbytte, velger vi å se bort i fra skatt, i likhet med hva vi gjorde ved beregningen av det historiske egenkapitalkravet i kapittel 7. Tabell 10.2 viser utviklingen i egenkapitalkravet over budsjettperioden:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Risikofri rente før skatt	0,018	0,019	0,019	0,020	0,021	0,021	0,022	0,022
+ Justert beta	2,290	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
× Markedsrisikopremie	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051
+ Illikviditetspremie	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
= Egenkapitalkrav	0,135	0,080	0,081	0,081	0,082	0,082	0,083	0,083

	2024	2025	2026	2027	2028 (T)	2029 (T+1)	2030 (T+2)
Risikofri rente før skatt	0,023	0,023	0,024	0,024	0,025	0,025	0,025
+ Justert beta	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
× Markedsrisikopremie	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051
+ Illikviditetspremie	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
= Egenkapitalkrav	0,084	0,085	0,085	0,086	0,086	0,086	0,086

Tabell 10.2: Fremskrivning av egenkapitalkrav for perioden 2016-2030

Som det fremgår av tabellen er egenkapitalkravet ventet å bli kraftig redusert fra 2016 til 2017. Dette skyldes egenkapitalbetaen, som i følge våre beregninger nådde et historisk høyt nivå i 2016. Over budsjettperioden valgte vi imidlertid å sette ned egenkapitalbetaen til 1,2, noe som fører til et mye lavere egenkapitalkrav. Videre er kravet ventet å tilta frem mot 2027, hvor det når et nivå på 8,6%. Kravet vil så holde seg konstant for all overskuelig fremtid. Utviklingen i avkastningskravet kan i vårt tilfelle utelukkende forklares av den risikofrie renten som øker over budsjettperioden, hvilket skyldes at det langsiktige rentenivået er ventet å være tilbakevendende mot gjennomsnittet for historiske tiårige statsobligasjoner.

10.2 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld

Det fremtidige avkastningskravet til netto finansiell gjeld kan beregnes på tilsvarende måte som det historiske, som vist i delkapittel 7.2. I det videre vil avkastningskravene til finansiell gjeld og finansielle eiendeler beregnes, før avkastningskravet til netto finansiell gjeld fastsettes som en vektet differanse mellom disse.

Før vi kan utlede de finansielle avkastningskravene må vi imidlertid utarbeide en syntetisk fremtidsrating for Netflix. Dette gjøres ved å anslå likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalandel og netto driftsrentabilitet, som vist i tabell 10.3:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Likviditetsgrad 1	1,243	1,243	1,243	1,243	1,243	1,243	1,243	1,243
Likviditetsgrad 1 rating	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Rentedekningsgrad	2,284	3,115	3,777	4,314	8,116	9,163	10,282	9,662
Rentedekningsgrad rating	BBB	BBB	A	A	A	AA	AA	AA
Egenkapitalandel	0,191	0,162	0,163	0,167	0,171	0,175	0,179	0,183
Egenkapitalandel rating	B	CCC	CCC	CCC	CCC	B	B	B
Netto driftsrentabilitet	0,076	0,095	0,114	0,129	0,145	0,162	0,180	0,167
Netto driftsrentabilitet rating	BB	BBB	BBB	BBB	A	A	A	A
Gjennomsnittsrating	BB	BB	BB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB

	2024	2025	2026	2027	2028 (T)	2029 (T+1)	2030 (T+2)
Likviditetsgrad 1	1,243	1,243	1,243	1,243	1,243	1,243	1,243
Likviditetsgrad 1 rating	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Rentedekningsgrad	9,019	8,350	7,653	6,925	6,164	6,164	6,164
Rentedekningsgrad rating	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Egenkapitalandel	0,187	0,191	0,195	0,199	0,203	0,203	0,203
Egenkapitalandel rating	B	B	B	B	B	B	B
Netto driftsrentabilitet	0,153	0,139	0,124	0,110	0,095	0,095	0,095
Netto driftsrentabilitet rating	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Gjennomsnittsrating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB

Tabell 10.3: Fremskrivning av syntetisk rating for perioden 2016-2030

Som man kan se av tabellen er likviditetsgrad 1 fremskrevet med seneste års rating, altså BB-ratingen i 2016. Dette skyldes at vi ikke har tilstrekkelig med budsjett drivere som er nødvendige for å beregne forholdstallet. Videre har vi forskjøvet ratingen til rentedekningsgraden med ett år for å unngå endogenitetsproblemer, ettersom netto finanskostnad i fremtidsregnskapet vil være avhengig av estimert fremtidsrating. Når det gjelder egenkapitalandel og netto driftsrentabilitet, tar disse utgangspunkt i tallmateriale hentet fra fremtidsregnskapet.

Videre fremgår det av tabellen at Netflix vil beholde sin nåværende BB-rating frem til 2020. Fra og med 2020 oppgraderes denne til BBB, noe som tilsvarer den tidsvektede gjennomsnittsratingen over analyseperioden. En syntetisk rating på BB og BBB tilsier en langsiktig kredittrisikopremie på henholdsvis 2,7% og 1,1%, jmfør tabell 7.2.

10.2.1 Avkastningskrav til finansiell gjeld

På bakgrunn av den fremtidige syntetiske ratingen kan vi anslå det finansielle gjeldskravet. Dette fremkommer av tabell 10.4:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Syntetisk rating	BB	BB	BB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB
Risikofri rente før skatt	0,018	0,019	0,019	0,020	0,021	0,021	0,022	0,022
- Skatt (35%)	0,006	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007	0,008	0,008
= Risikofri rente etter skatt	0,012	0,012	0,013	0,013	0,013	0,014	0,014	0,014
+ Kreditrisikopremie (lang)	0,027	0,027	0,027	0,027	0,011	0,011	0,011	0,011
= Finansielt gjeldskrav	0,039	0,040	0,040	0,040	0,025	0,025	0,025	0,026

	2024	2025	2026	2027	2028 (T)	2029 (T+1)	2030 (T+2)
Syntetisk rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Risikofri rente før skatt	0,023	0,023	0,024	0,024	0,025	0,025	0,025
- Skatt (35%)	0,008	0,008	0,008	0,009	0,009	0,009	0,009
= Risikofri rente etter skatt	0,015	0,015	0,016	0,016	0,016	0,016	0,016
+ Kreditrisikopremie (lang)	0,011	0,011	0,011	0,011	0,011	0,011	0,011
= Finansielt gjeldskrav	0,026	0,026	0,027	0,027	0,028	0,028	0,028

Tabell 10.4: Fremskrivning av finansielt gjeldskrav for perioden 2016-2030

10.2.2 Avkastningskrav til finansielle eiendeler

Netflix har tidligere hatt en relativt høy finansiell eiendelsdel, noe vi mener ikke vil være representativt i «steady state». Andelen finansielle eiendeler er derfor ventet å avta over budsjettperioden, som nevnt i kapittel 9. Dette vil videre ha konsekvenser for det finansielle eiendelskravet. Vi antar at kontantvekten og investeringsvekten vil konvergere mot det tidsvektede gjennomsnittet for analyseperioden, slik at de i «steady state» vil utgjøre henholdsvis 64,3% og 35,7% av de samlede finansielle eiendelene. Denne endringen fører til et stigende finansielt eiendelskrav over budsjettperioden, som vist i tabell 10.5:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Kontantkrav	0,012	0,012	0,013	0,013	0,013	0,014	0,014	0,014
× Kontantvekt	0,846	0,846	0,828	0,809	0,791	0,772	0,754	0,735
+ Investeringskrav	0,063	0,063	0,064	0,064	0,064	0,065	0,065	0,065
× Investeringsvekt	0,154	0,154	0,172	0,191	0,209	0,228	0,246	0,265
= Finansielt eiendelskrav	0,020	0,020	0,021	0,023	0,024	0,025	0,027	0,028

	2024	2025	2026	2027	2028 (T)	2029 (T+1)	2030 (T+2)
Kontantkrav	0,015	0,015	0,016	0,016	0,016	0,016	0,016
× Kontantvekt	0,717	0,698	0,680	0,661	0,643	0,643	0,643
+ Investeringskrav	0,066	0,066	0,067	0,067	0,067	0,067	0,067
× Investeringsvekt	0,283	0,302	0,320	0,339	0,357	0,357	0,357
= Finansielt eiendelskrav	0,029	0,031	0,032	0,033	0,034	0,034	0,034

Tabell 10.5: Fremskrivning av finansielt eiendelskrav for perioden 2016-2030

10.2.3 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld for Netflix

Med utgangspunkt i finansielt gjeldskrav i delkapittel 10.2.1 og finansielt eiendelskrav i delkapittel 10.2.2, kan vi således beregne netto finansielt gjeldskrav, som vist i tabell 10.6:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Finansielt gjeldskrav	0,039	0,040	0,040	0,040	0,025	0,025	0,025	0,026
× Finansiell gjeldsvekt	2,869	1,890	1,866	1,842	1,845	1,847	1,850	1,853
- Finansielt eiendelskrav	0,020	0,020	0,021	0,023	0,024	0,025	0,027	0,028
× Finansiell eiendelsvekt	1,869	0,890	0,866	0,842	0,845	0,847	0,850	0,853
= Netto finansielt gjeldskrav	0,075	0,057	0,056	0,055	0,025	0,025	0,024	0,024

	2024	2025	2026	2027	2028 (T)	2029 (T+1)	2030 (T+2)
Finansielt gjeldskrav	0,026	0,026	0,027	0,027	0,028	0,028	0,028
× Finansiell gjeldsvekt	1,856	1,860	1,863	1,867	1,871	1,875	1,875
- Finansielt eiendelskrav	0,029	0,031	0,032	0,033	0,034	0,034	0,034
× Finansiell eiendelsvekt	0,856	0,860	0,863	0,867	0,871	0,875	0,875
= Netto finansielt gjeldskrav	0,023	0,023	0,023	0,022	0,022	0,022	0,022

Tabell 10.6: Fremskrivning av netto finansielt gjeldskrav for perioden 2016-2030

Som det fremgår av tabellen avtar netto finansielt gjeldskrav forholdsvis mye frem til 2020, før det flater ut. Fra 2019 til 2020 opplever Netflix en kraftig reduksjon i netto finansielt gjeldskrav, som en konsekvens av at selskapets syntetiske rating øker fra BB til BBB. Dette innebærer at kredittrisikopremien i det finansielle gjeldskravet blir lavere, hvilket reduserer finansielt gjeldskrav tilsvarende. Dette resulterer i at netto finansielt gjeldskrav faller til et nivå på 2,2% i 2027, et nivå som forventes å vedvare i steady state».

10.3 Avkastningskrav til netto driftskapital

Netto driftskrav kan beregnes ved å vekte egenkapitalkravet fra delkapittel 10.1.5 og netto finansielt gjeldskrav fra delkapittel 10.2.3 med tilhørende balansevekter. Beregningen av netto driftskrav fremgår av tabell 10.7:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Egenkapitalkrav	0,135	0,080	0,081	0,081	0,082	0,082	0,083	0,083
× Egenkapitalvekt	0,687	0,579	0,579	0,579	0,589	0,599	0,609	0,619
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,075	0,057	0,056	0,055	0,025	0,025	0,024	0,024
× Netto finansiell gjeldsvekt	0,313	0,421	0,421	0,421	0,411	0,401	0,391	0,381
= Netto driftskrav	0,117	0,070	0,070	0,070	0,059	0,059	0,060	0,061

	2024	2025	2026	2027	2028 (T)	2029 (T+1)	2030 (T+2)
Egenkapitalkrav	0,084	0,085	0,085	0,086	0,086	0,086	0,086
× Egenkapitalvekt	0,629	0,640	0,650	0,660	0,670	0,680	0,680
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,023	0,023	0,023	0,022	0,022	0,022	0,022
× Netto finansiell gjeldsvekt	0,371	0,360	0,350	0,340	0,330	0,320	0,320
= Netto driftskrav	0,062	0,062	0,063	0,064	0,065	0,066	0,066

Tabell 10.7: Fremskrivning av netto driftskrav for perioden 2016-2030

Som man kan se av tabellen er netto driftskrav ventet å bli kraftig redusert fra 2016 til 2017. Dette skyldes i stor grad egenkapitalkravet, som igjen kan forklares av en historisk høy egenkapitalbeta i 2016. Med unntak av dette holder netto driftskravet seg relativt stabilt over

budsjettperioden. I 2020 faller imidlertid kravet med vel ett prosentpoeng grunnet lavere netto finansielt gjeldskrav. Dette skyldes som nevnt at den syntetiske ratingen til Netflix ventes å stige, hvilket vil ha negativ effekt på kredittrisikopremien. Til tross for dette vil netto driftskravet stige jevnt i påfølgende år, slik at det når et nivå på 6,6% i «steady state».

10.4 Analyse av fremtidig strategisk fordel

I kapittel 8 gjennomførte vi en analyse av Netflix sin historiske strategiske fordel. I dette delkapittel vil vi foreta en tilsvarende analyse av selskapets fremtidige strategiske fordel basert på fremtidsregnskapet og relevante fremtidskrav.

Ifølge Knivsflå (2016) kan det i utgangspunktet ikke forventes å eksistere varige strategiske fordeler, men kun eventuelle kortsiktige fordeler som vil reverseres mot likevekt. Dette skyldes konkurransekraftene, som på lang sikt vil føre til at egenkapitalrentabiliteten drives mot egenkapitalkravet. Til tross for dette eksisterer det en alternativhypotese som sier at et selskap faktisk kan oppnå en varig strategisk fordel dersom det eksempelvis evner å skape inngangsbarrierer i markedet eller klarer å tilegne seg unike interne ressurser, slik at egenkapitalrentabiliteten overstiger egenkapitalkravet.

Som det ble nevnt i kapittel 8 har Netflix per dags dato en strategisk ulempe. Denne ulempen skyldes i hovedsak at selskapet har en finansieringsulempe. Det er imidlertid ventet at dette vil endre seg, slik at Netflix oppnår en strategisk fordel. Utviklingen i Netflix sin strategiske fordel over budsjettperioden fremkommer av tabell 10.8:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Netto driftsrentabilitet	0,076	0,095	0,114	0,129	0,145	0,162	0,180	0,167
- Netto driftskrav	0,117	0,070	0,070	0,070	0,059	0,059	0,060	0,061
= Strategisk fordel drift	-0,040	0,025	0,044	0,059	0,087	0,103	0,120	0,106
+ Gearingfordel drift	-0,018	0,018	0,032	0,043	0,061	0,069	0,077	0,065
= Driftsfordel	-0,058	0,043	0,076	0,102	0,147	0,172	0,197	0,171
+ Finansieringsfordel	-0,013	-0,009	-0,007	-0,005	-0,003	-0,001	0,000	0,000
= Strategisk fordel	-0,071	0,035	0,070	0,097	0,144	0,170	0,197	0,171

	2024	2025	2026	2027	2028 (T)	2029 (T+1)	2030 (T+2)
Netto driftsrentabilitet	0,153	0,139	0,124	0,110	0,095	0,095	0,095
- Netto driftskrav	0,062	0,062	0,063	0,064	0,065	0,066	0,066
= Strategisk fordel drift	0,091	0,076	0,061	0,046	0,030	0,029	0,029
+ Gearingfordel drift	0,054	0,043	0,033	0,024	0,015	0,014	0,014
= Driftsfordel	0,145	0,119	0,094	0,070	0,045	0,043	0,043
+ Finansieringsfordel	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
= Strategisk fordel	0,145	0,119	0,094	0,070	0,045	0,043	0,043

Tabell 10.8: Fremskrivning av strategisk fordel for perioden 2016-2030

Som det vises i tabellen vil Netflix sin strategiske ulempe gå over til å bli en fordel allerede det første året av budsjettperioden. Årsaken til dette er at selskapets driftsulempe forbedres og blir til en driftsfordel, noe som skyldes økt netto driftsrentabilitet, redusert netto driftskrav, samt at selskapet oppnår en gearingfordel. Den strategiske fordelene trekkes imidlertid noe ned på grunn av en finansieringsulempe.

Videre vil fordelene øke frem til 2022, hvor den når et toppnivå på 19,7%. Dette henger sammen med at driftsfordelen er ventet å tilta ytterligere, hvilket skyldes forventningen om økt lønnsomhet i forbindelse med selskapets internasjonale etablering, større grad av differensiering grunnet eksklusivt innhold, samt forventningen om at selskapet vil ivareta sin tilpasningsdyktighet overfor fremtidige endringer. Det er imidlertid viktig å bemerke at disse forventningene er bygget på en rekke avgjørende antakelser, som gjort rede for i den strategiske analysen. Først og fremst er det forutsatt at trusselen fra substitutter holdes nede, hvorav særlig piratkopiering fremgår som en kritisk faktor. Videre forutsettes det at en eventuell deregulering av bredbåndsmarkedet i forbindelse med nettverksnøytralitetsprinsippet ikke skaper for store hindringer for strømmeselskapene. Sist, men ikke minst, må Netflix også evne å tilpasse innholdsbiblioteket til ulike lands preferanser, kulturer og sensurstandarder for at den strategiske fordelene med rimelighet kan forsvares.

I tillegg til økning i driftsfordelen, er det ventet at finansieringsulempen vil forsvinne på sikt, da det er rimelig å anta at netto finansiell gjeldsrente vil nå samme nivå som netto finansielt gjeldskrav. Dette bidrar til å bedre den strategiske fordelene ytterligere.

Det er imidlertid ikke ventet at selskapets strategiske fordel skal holde seg på dette nivået frem til «steady state». Fra og med 2022 vil fordelene avta, før den stabiliserer seg, slik at selskapet får en strategisk fordel på 4,3% i «steady state». Dette skyldes at fordelene på lang sikt er ventet å avta som følge av konkurransekraftenes innvirkning over tid. Etersom finansieringsulempen er ventet å være lik null, vil det utelukkende være driftsfordelen som utgjør kilden til den strategiske fordelene. Driftsfordelen vil bestå av en kombinasjon av strategisk fordel drift og gearingfordel. I den forbindelse er det rimelig å anta at førstnevnte i stor grad vil bestå av en bransjefordel, som først og fremst vil være et resultat av bransjens inngangsbarrierer som bidrar til å begrense trusselen fra nyetableringer og substitutter, jamfør kapittel 4. En annen viktig faktor i denne sammenheng er strømmetjenestenes konkurransedyktige prisnivå.

Når det gjelder ressursfordelen er det ventet at denne vil avta noe på lang sikt. Dette skyldes først og fremst konkurransekraftene og det lange tidsspennet budsjettperioden strekker seg over, samt bransjens hyppige utvikling i både teknologi og kundebehov. Til tross for dette, er det allikevel rimelig å tro at selskapets innovasjonskultur og evne til å tilpasse seg nye endringer vil bidra til at selskapet klarer å opprettholde en viss ressursfordel. Selskapets innholdsbibliotek vil også til en viss grad kunne bidra, da det vil være vanskelig for de andre aktørene å få tilgang til nøyaktig det samme innholdsbiblioteket som det Netflix har. Dette gjelder særlig egenprodusert innhold der selskapet selv sitter på alle rettighetene, hvorav Netflix har en målsetning om å øke andelen betraktelig i årene som kommer. Når det er sagt er det allikevel forventet at innovasjonskulturen vil være den viktigste bidragsyteren til ressursfordelen på lang sikt.

Vi har videre beregnet den strategiske fordel med utgangspunkt i egenkapitalrentabilitet, for å verifisere den strategiske fordel i tabell 10.8. Dette presenteres i tabell 10.9, hvor det fremkommer at denne metoden også gir en varig strategisk fordel på 4,3%.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Egenkapitalrentabilitet	0,064	0,115	0,150	0,179	0,226	0,253	0,280	0,254
- Egenkapitalkrav	0,135	0,080	0,081	0,081	0,082	0,082	0,083	0,083
= Strategisk fordel	-0,071	0,035	0,070	0,097	0,144	0,170	0,197	0,171

	2024	2025	2026	2027	2028 (T)	2029 (T+1)	2030 (T+2)
Egenkapitalrentabilitet	0,229	0,204	0,179	0,155	0,131	0,130	0,130
- Egenkapitalkrav	0,084	0,085	0,085	0,086	0,086	0,086	0,086
= Strategisk fordel	0,145	0,119	0,094	0,070	0,045	0,043	0,043

Tabell 10.9: Verifisering av strategisk fordel for perioden 2016-2030

11 Fundamental verdsettelse

I dette kapitlet vil vi fastsette et verdiestimat på Netflix sin egenkapital. I henhold til Penmans rammeverk har vi tidligere gjennomført en kvalitativ analyse i form av en strategisk analyse i kapittel 4 og en kvantitativ analyse i form av en regnskapsanalyse i kapittel 5. Innsikt fra disse kapitlene har videre blitt benyttet i kapittel 9 og 10 til å utarbeide fremtidsregnskap og fremtidskrav for Netflix. Basert på tallmateriale fra sistnevnte to kapitler vil vi i dette kapitlet utarbeide et anslag på Netflix sin egenkapitalverdi, samt et tilhørende verdiestimat per aksje.

Som tidligere nevnt kan den fundamentale verdsettelsen foregå ved hjelp av to ulike metoder: egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. For å sikre konsistens i verdiestimatet velger vi å benytte oss av begge metodene. De vil begge gi samme resultat, gitt at man benytter virkelige og ikke budsjetterte vekter ved beregning av kravene. Etersom vi innledningsvis i dette kapitlet vil benytte budsjetterte vekter, vil de første verdiestimatene således avvike fra hverandre. Ved å gjennomføre en konvergeringsprosess vil imidlertid vektene stegvis endres til virkelige verdivekter, slik at de to metodene ender opp med å gi det samme verdiestimatet. Det er verdt å merke seg at det er knyttet betydelig usikkerhet til verdiestimatet, da faktorene som inngår i de to verdsettelsesmetodene vil være basert på våre egne vurderinger og forutsetninger omkring Netflix og bransjen. Vi vil derfor avslutte kapitlet med en usikkerhetsanalyse.

11.1 Egenkapitalmetoden

Ved bruk av egenkapitalmetoden foretar man en direkte verdsettelse av egenkapitalen. Dette innebærer at den fremtidige kontantstrømmen til egenkapitalen neddiskonteres ved hjelp av egenkapitalkravet (Damodaran, 2012, s. 13). Dette kan gjøres ved å benytte fire ulike modeller, hvorav vi velger å begrense oss til følgende tre: fri kontantstrømmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. De ulike modellene har ulike fremgangsmåter, men dersom de benyttes konsistent vil de alle gi et sammenfallende verdiestimat (Knivsflå, 2016m). Vi velger å utelate utbyttmodellen, ettersom netto betalt utbytte er forutsatt å tilsvare fri kontantstrøm til egenkapital, slik at modellen i prinsippet vil være lik fri kontantstrømmodellen. I det videre vil vi gå nærmere inn på de tre modellene, hvor det i alle forutsettes konstant vekst i «steady state».

11.1.1 Fri kontantstrømmodellen

Fri kontantstrømmodellen innebærer at egenkapitalverdien beregnes ved å neddiskontere den frie kontantstrømmen til egenkapitalen med egenkapitalkravet (Knivsflå, 2016m). Den frie

kontantstrømmen til egenkapital utgjør kontantstrømmen selskapet har tilgjengelig til utbetaling av utbytte til aksjonærene, altså summen som står igjen etter at långivere og andre kreditorer har fått sin del (Knivsflå, 2016m).

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) \times \dots \times (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) \times \dots \times (1 + ekk_T) \times (ekv - ekk)}$$

VEK: Egenkapitalverdi

ekk: Egenkapitalkrav

FKE: Fri kontantstrøm til egenkapital

ekv: Egenkapitalvekst

11.1.2 Superprofittmodellen

Egenkapitalverdien ved superprofittmodellen utledes ved å summere den balanseførte verdien til egenkapitalen med nåverdien av forventet fremtidig superprofitt til egenkapitalen (Damodaran, 2012, s. 872). Superprofitt fremkommer som et forventet residualresultat til egenkapital, altså som årets resultat til egenkapital fratrukket avkastningskravet til egenkapital multiplisert med inngående egenkapital.

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) \times \dots \times (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) \times \dots \times (1 + ekk_T) \times (ekv - ekk)}$$

VEK: Egenkapitalverdi

ekk: Egenkapitalkrav

EK: Egenkapital

ekv: Egenkapitalvekst

SPE: Superprofitt til egenkapital

11.1.3 Superprofittvekstmodellen

Superprofittvekstmodellen beregner egenkapitalverdien ved å summere den kapitaliserte verdien av nettoresultat til egenkapital uten vekst det første budsjettåret og nåverdien av fremtidig vekst (Knivsflå, 2016m). Den fremtidige veksten er superprofittvekst, hvilket innebærer at veksten kun gir verdi dersom den er lønnsom, slik at den fører til økt superprofitt.

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekv_1} + \frac{1}{ekv_1} \times \left[\sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) \times \dots \times (1 + ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ekk_1) \times \dots \times (1 + ekk_{T+1}) \times (ekv - ekk)} \right]$$

VEK: Egenkapitalverdi

ekk: Egenkapitalkrav

NRE: Nettoresultat til egenkapital

ekv: Egenkapitalvekst

ΔSPE: Superprofittvekst til egenkapital

11.2 Selskapskapitalmetoden

Ved bruk av selskapskapitalmetoden foretar man en mer indirekte verdsettelse av egenkapitalen. Dette innebærer at man først finner verdien av hele selskapet i form av enten sysselsatt kapital eller netto driftskapital, før man trekker fra verdien av selskapets gjeld og eventuelle minoritetsinteresser, slik at man til slutt sitter igjen med egenkapitalverdien (Damodaran, 2012, s. 13-14). I den forbindelse velger vi å estimere verdien av egenkapitalen ved å benytte netto driftskapital som mål på selskapet, slik at netto driftskrav utgjør det relevante avkastningskravet og netto finansiell gjeld utgjør den relevante gjelden. En forutsetning i denne sammenheng er at netto finansiell gjeld er balanseført til virkelig verdi, hvilket vil være tilfelle, da vi tidligere har forutsatt at netto finansiell gjeldsrente er lik netto finansielt gjeldskrav over budsjettperioden. I likhet med egenkapitalmetoden, vil vi også her benytte fri kontantstrømmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Modellene har samme fremgangsmåte som ved egenkapitalmetoden, og vil således være ekvivalente og gi sammenfallende verdiestimat ved konsistent bruk. I det videre vil vi gå nærmere inn på hver av de tre aktuelle modellene, hvorav det også her forutsettes konstant vekst i «steady state».

11.2.1 Fri kontantstrømmodellen

Fri kontantstrømmodellen er lik den tilsvarende modellen under egenkapitalmetoden, med unntak av at egenkapitalverdien estimeres på grunnlag av fri kontantstrøm fra drift fremfor fri kontantstrøm til egenkapital. Modellen tar utgangspunkt i netto driftskrav og netto driftsvekst.

$$VNDK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) \times \dots \times (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1) \times \dots \times (1 + ndk_T) \times (ndk - ndv)}$$

VNDK: Verdi netto driftskapital

ndk: Netto driftskrav

FKD: Fri kontantstrøm fra drift

ndv: Netto driftsvekst

11.2.2 Superprofittmodellen

På lik linje som for fri kontantstrømmodellen, vil også superprofittmodellen være lik den tilsvarende modellen under egenkapitalmetoden. Den eneste forskjellen er at elementene som knytter seg til egenkapitalen er skiftet ut med elementer som knytter seg til netto driftskapital. Således kan verdien til egenkapitalen utledes ved å summere den balanseførte verdien til netto

driftskapital med nåverdien av forventet fremtidig superprofitt fra drift, for så å trekke fra balanseført verdi av netto finansiell gjeld (Knivsflå, 2016n).

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

VNDK: Verdi netto driftskapital

ndk: Netto driftskrav

NDK: Netto driftskapital

ndv: Netto driftsvekst

SPD: Superprofitt fra drift

11.2.3 Superprofittvekstmodellen

Akkurat som for de to foregående modellene, vil også superprofittvekstmodellen samsvare med tilsvarende modell under egenkapitalmetoden. Fremfor å benytte superprofittvekst til egenkapital vil man imidlertid i dette tilfellet heller benytte superprofittvekst fra drift.

$$VNDK_0 = \frac{NDR_1}{ndk_1} + \frac{1}{ndk_1} \times \left[\sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPD_t}{(1 + ndk_1) \times \dots \times (1 + ndk_{t-1})} + \frac{\Delta SPD_{T+2}}{(1 + ndk_1) \times \dots \times (1 + ndk_{T+1}) \times (ndk - ndv)} \right]$$

VNDK: Verdi netto driftskapital

ndk: Netto driftskrav

NDR: Netto driftsresultat

ndv: Netto driftsvekst

ΔSPD: Superprofittvekst fra drift

11.3 Første verdierestimater

For å beregne det første verdierestimater på Netflix sin egenkapital benyttes budsjetterte vekter fra fremtidsregnskapet. Egenkapitalen divideres videre på antall utestående aksjer for å komme frem til et verdierestimater per aksje. I den forbindelse benyttes antall utestående aksjer per 31.12.16, som beløper seg til 428 822 000 (Netflix, Inc., 2017). Med utgangspunkt i metodene og modellene som ble gjennomgått tidligere, beregnes første verdierestimater i det følgende:

USD (i tusen)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Fri kontantstrøm til EK		-786 810	-1 517 294	-1 735 241	-1 235 203	-115 334	-1 727 671	-2 209 056
/ Diskonteringsfaktor		1,080	1,167	1,262	1,365	1,478	1,600	1,734
= Nåverdi fra 2017 til 2029	-9 878 754	-728 443	-1 299 866	-1 374 897	-904 708	-78 049	-1 079 658	-1 274 170
+ Nåverdi av horisontverdien	66 654 659							
= Verdien av EK	56 775 906							
/ Utestående aksjer	428 822							
= Verdierestimater per aksje	132,4							

USD (i tusen)	2024	2025	2026	2027	2028 (T)	2029 (T+1)	2030 (T+2)
Fri kontantstrøm til EK	-2 766 964	-3 427 725	-4 266 938	-5 467 726	5 016 701	6 509 964	6 835 462
/ Diskonteringsfaktor	1,879	2,038	2,212	2,401	2,608	2,833	0,103
= Nåverdi fra 2017 til 2029	-1 472 307	-1 681 721	-1 929 284	-2 277 181	1 923 531	2 297 999	66 654 659

Tabell 11.1: Første verdierestimater ved bruk av fri kontantstrømmodellen, egenkapitalmetoden

USD (i tusen)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Balanseført EK	2 679 800							
Superprofitt til EK		93 263	262 932	571 274	1 247 060	2 015 329	2 941 163	3 558 445
/ Diskonteringsfaktor		1,080	1,167	1,262	1,365	1,478	1,600	1,734
= Nåverdi fra 2017 til 2029	17 761 344	86 344	225 254	452 642	913 393	1 363 812	1 837 995	2 052 489
+ Nåverdi av horisontverdien	36 334 762							
= Verdien av EK	56 775 906							
/ Utestående aksjer	428 822							
= Verdiestimat per aksje	132,4							

USD (i tusen)	2024	2025	2026	2027	2028 (T)	2029 (T+1)	2030 (T+2)
Balanseført EK							
Superprofitt til EK	4 108 045	4 491 613	4 593 258	4 288 737	3 453 490	3 548 709	3 726 145
/ Diskonteringsfaktor	1,879	2,038	2,212	2,401	2,608	2,833	0,103
= Nåverdi fra 2017 til 2029	2 185 899	2 203 688	2 076 828	1 786 159	1 324 156	1 252 684	36 334 762

Tabell 11.2: Første verdiestimat ved bruk av superprofittmodellen, egenkapitalmetoden

USD (i tusen)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Nettoreultat til EK		307 986						
Kapitalisert nettoreultat til EK	3 843 745							
Superprofittvekst til EK			169 535	307 758	673 877	764 156	918 336	606 402
/ Diskonteringsfaktor			1,080	1,167	1,262	1,365	1,478	1,600
= Nåverdi fra 2018 til 2030			156 958	263 657	533 938	559 696	621 455	378 953
+ Kapitalisert verdi	32 921 128							
Nåverdi av horisontverdien	1 603 415							
+ Kapitalisert horisontverdi	20 011 033							
= Verdien av EK	56 775 906							
/ Utestående aksjer	428 822							
= Verdiestimat per aksje	132,4							

USD (i tusen)	2024	2025	2026	2027	2028 (T)	2029 (T+1)	2030 (T+2)	2031 (T+3)
Nettoreultat til EK								
Kapitalisert nettoreultat til EK								
Superprofittvekst til EK	534 953	365 275	80 610	-326 332	-854 557	75 376	156 601	164 431
/ Diskonteringsfaktor	1,734	1,879	2,038	2,212	2,401	2,608	2,833	0,103
= Nåverdi fra 2018 til 2030	308 558	194 364	39 549	-147 550	-355 903	28 901	55 280	1 603 415

Tabell 11.3: Første verdiestimat ved bruk av superprofittvekstmodellen, egenkapitalmetoden

USD (i tusen)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Fri kontantstrøm fra drift		-1 449 402	-2 854 832	-3 239 900	-2 942 183	-1 565 054	-4 724 328	-5 781 204
/ Diskonteringsfaktor		1,070	1,145	1,226	1,298	1,375	1,457	1,546
= Nåverdi fra 2017 fra 2029	-31 235 650	-1 354 193	-2 492 249	-2 642 904	-2 267 302	-1 138 574	-3 242 347	-3 740 358
+ Nåverdi av horisontverdien	163 907 540							
= Verdien av NDK	132 671 889							
- Netto finansiell gjeld	1 948 611							
= Verdien av EK	130 723 279							
/ Utestående aksjer	428 822							
= Verdiestimat per aksje	304,8							

USD (i tusen)	2024	2025	2026	2027	2028 (T)	2029 (T+1)	2030 (T+2)
Fri kontantstrøm fra drift	-6 880 272	-8 010 825	-9 233 622	-10 768 494	5 155 628	5 413 409	5 684 079
/ Diskonteringsfaktor	1,641	1,743	1,853	1,972	2,100	2,237	0,035
= Nåverdi fra 2017 fra 2029	-4 193 309	-4 595 773	-4 982 533	-5 461 216	2 455 414	2 419 693	163 907 540

Tabell 11.4: Første verdiestimat ved bruk av fri kontantstrømmodellen, selskapskapitalmetoden

USD (i tusen)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Balanseført NDK	4 628 411							
Superprofitt fra NDK		116 064	287 939	599 589	1 273 849	2 032 969	2 941 163	3 558 445
/ Diskonteringsfaktor		1,070	1,145	1,226	1,298	1,375	1,457	1,546
= Nåverdi fra 2017 til 2029	20 595 441	108 440	251 369	489 107	981 652	1 478 982	2 018 545	2 302 264
+ Nåverdi av horisontverdien	107 448 037							
= Verdien av NDK	132 671 889							
- Netto finansiell gjeld	1 948 611							
= Verdien av EK	130 723 279							
/ Utestående aksjer	428 822							
= Verdiestimat per aksje	304,8							

USD (i tusen)	2024	2025	2026	2027	2028 (T)	2029 (T+1)	2030 (T+2)
Balanseført NDK							
Superprofitt fra NDK	4 108 045	4 491 613	4 593 258	4 288 737	3 453 490	3 548 709	3 726 144
/ Diskonteringsfaktor	1,641	1,743	1,853	1,972	2,100	2,237	0,035
= Nåverdi fra 2017 til 2029	2 503 724	2 576 817	2 478 557	2 175 023	1 644 756	1 586 207	107 448 037

Tabell 11.5: Første verdiestimat ved bruk av superprofittmodellen, selskapskapitalmetoden

USD (i tusen)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Nettoreultat fra NDE		441 473						
Kapitalisert NDR	6 279 233							
Superprofittvekst til NDK			171 893	311 715	688 411	780 298	936 746	649 247
/ Diskonteringsfaktor			1,070	1,145	1,226	1,298	1,375	1,457
= Nåverdi fra 2018 til 2030			160 602	272 125	561 562	601 312	681 481	445 584
+ Kapitalisert verdi	42 740 743							
+ Nåverdi av horisontverdien	5 881 300							
+ Kapitalisert horisontverdi	83 651 913							
= Verdien av NDK	132 671 889							
- Netto finansiell gjeld	1 948 611							
= Verdien av EK	130 723 279							
/ Utestående aksjer	428 822							
= Verdiestimat per aksje	304,8							

USD (i tusen)	2024	2025	2026	2027	2028 (T)	2029 (T+1)	2030 (T+2)	2031 (T+3)
Nettoreultat fra NDE								
Kapitalisert NDR								
Superprofittvekst til NDK	583 457	417 186	132 473	-279 120	-817 572	111 226	194 243	203 955
/ Diskonteringsfaktor	1,546	1,641	1,743	1,853	1,972	2,100	2,237	0,035
= Nåverdi fra 2018 til 2030	377 489	254 262	75 999	-150 615	-414 630	52 972	86 823	5 881 300

Tabell 11.6: Første verdiestimat ved bruk av superprofittvekstmodellen, selskapskapitalmetoden

Oppsummering av første verdiestimat

En oppsummering av verdiestimatet fra de ulike metodene og modellene vises i tabell 11.7:

	Fri kontantstrømmodell	Superprofittmodell	Superprofittvekstmodell	Gjennomsnitt
Egenkapitalmetode	132,4	132,4	132,4	132,4
Selskapskapitalmetode	304,8	304,8	304,8	304,8
Gjennomsnitt	218,6	218,6	218,6	218,6

Tabell 11.7: Oppsummering av første verdiestimat for de ulike metodene og modellene

Som det fremkommer av tabellen er verdiestimatet identisk for de ulike modellene innenfor både egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Dette tyder på at bruken av budsjetterte vektorer har vært konsistent.

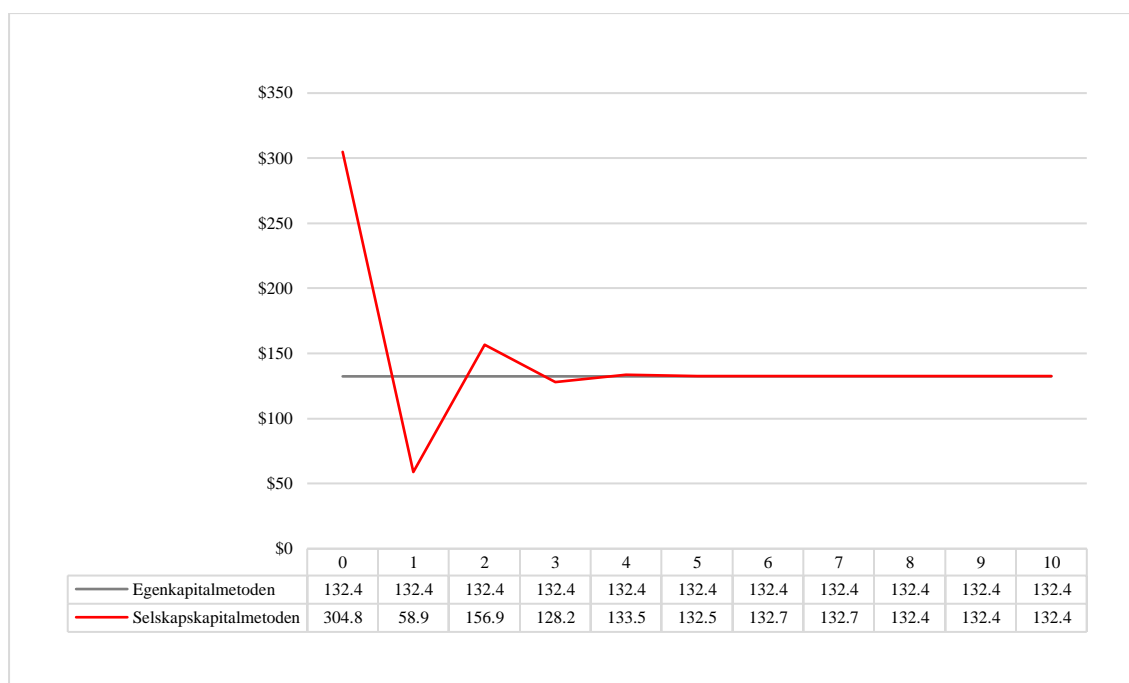
Vi ser imidlertid at det er stor forskjell mellom verdiestimatet som fremkommer av de ulike metodene. Egenkapital- og selskapskapitalmetoden gir et verdiestimat per aksje på henholdsvis 132,4 USD og 304,8 USD. Dette gir et avvik på hele 172,4 USD, som først og fremst kan forklares av at selskapet har en særlig høy netto finansiell gjeldsandel i 2016. Ettersom netto driftskravet beregnes på bakgrunn av inngående balanseverdier trekker dette i retning av et betydelig lavere avkastningskrav til netto driftskapital, sett i forhold til egenkapitalkravet. Følgelig blir verdiestimatet etter selskapskapitalmetoden desto høyere, hvilket forsterkes av at det i vårt tilfelle er tilsynelatende stor forskjell mellom de budsjetterte og verdibaserte vektene som benyttes i beregningen av netto driftskravet. Dette problemet vil vi imidlertid ta hensyn til i neste delkapittel, ved å konvergere de budsjetterte vektene mot virkelige verdier.

11.4 Konvergens mot endelig verdiestimat

For å få et sammenfallende verdiestimat etter egenkapital- og selskapskapitalmetoden vil vi utføre en verdikonvergering bestående av flere steg. Verdiestimatene vi har beregnet ovenfor danner grunnlaget for steg én. Videre benyttes gjennomsnittlig verdiestimat fra det første steget som et nytt verdiestimat på egenkapitalen i neste steg. For hvert steg benyttes vektene og verdiene fra forrige steg, og i så måte kommer vi for hvert steg nærmere de verdibaserte vektene, og således det «riktige» verdiestimatet (Damodaran, 2012, s. 386).

Dette lar seg gjøre ved at netto finansiell gjeld holdes konstant i hvert steg, da vi på mellomlang sikt har antatt en netto finansiell gjeldsrente lik kravet. Vi kan dermed beregne netto driftskapital i 2016, og videre netto driftsresultat ved å multiplisere netto driftskrav fra foregående steg med netto driftskapital. I tillegg vil fri kontantstrøm fra drift og netto finansiell gjeldskostnad være uendret når vi går fra budsjetterte til verdibaserte vekter. Endringen i netto driftskapital finnes så residualt i kontantstrømmen, og følgelig har vi årets netto driftskapital.

Etterhvert som de budsjetterte vektene gradvis erstattes med virkelige verdier, vil netto driftsbeta endres. Dette påvirker avkastningskravet til netto driftskapital, og følgelig diskonteringsfaktoren som benyttes til å finne nåverdien av fremtidige kontantstrømmer etter selskapsmetoden. Merk at egenkapitalkravet ikke påvirkes, da vi har valgt å sette egenkapitalbetaen konstant over budsjettperioden. Som en konsekvens av dette vil det første verdiestimatet etter selskapsmetoden stegvis konvergere mot verdiestimatet funnet ved egenkapitalmetoden, slik at det endelige verdiestimatet blir 132,4 USD. Den stegvise konvergeringsprosessen med tilhørende verdiestimater fremstilles i figur 11.1:



Figur 11.1: Konvergens mot endelig verdiestimat

Verdiestimatet på 132,4 USD er per 31.12.16. Vårt verdsettelsestidspunkt er fastsatt til 24.04.17 og det vil derfor være hensiktsmessig å foreta en tidsjustering for å få et bedre sammenligningsgrunnlag med børskursen. Dette kan gjøres ved hjelp av følgende formel (Knivsflå, 2016n):

$$VEK_{24.04.17} = VEK_{31.12.16} \times (1 + ekk_1)^{\frac{114}{365}} - \text{Betalt utbytte}_{2017}$$

VEK: Egenkapitalverdi

ekk: Egenkapitalkrav

Det har ikke blitt utbetalt utbytte i fremskrivingsperioden, og vi får dermed et verdiestimat per aksje på 135,6 USD per 24.04.17.

11.5 Analyse av usikkerhet

Verdiestimatet som fremkom av konvergeringsprosessen tilsvarer et punktestimat, og utgjør derfor forventet verdi basert på den forventede utviklingen til de ulike driverne. Det foreligger imidlertid betydelig usikkerhet tilknyttet den fremtidige utviklingen til de ulike driverne, hvilket forsterker usikkerheten og følgelig påliteligheten forbundet med det anslåtte verdiestimatet.

I det videre vil vi først redegjøre for Netflix sin konkurrisiko, for så å foreta en eventuell justering av verdiestimatet. Deretter vil vi analysere usikkerheten i verdiestimatet ved å se

nærmere på hvordan endringer i kritiske drivere har innvirkning på verdiestimatet. Dette vil gjøres gjennom en simuleringsanalyse og en sensitivitetsanalyse.

11.5.1 Konkursrisiko

Fremtidsregnskapet i kapittel 9 ble satt opp med en forutsetning om fortsatt drift. I prinsippet tar fremtidsregnskapet til dels høyde for konkursrisiko gjennom avkastningskravet, men dette blir gjerne noe undervektet i praksis (Knivsflå, 2016o). Det vil derfor være hensiktsmessig å foreta en justering av verdiestimatet, slik at det i større grad reflekterer den faktiske sannsynligheten for konkurs. Dette vil vi gjøre ved å innregne konkursrisikoen direkte i verdiestimatet, slik at det nedjusteres på grunnlag av forventet konkurssannsynlighet og likvidasjonsverdi. Dette fremkommer av følgende formel (Knivsflå, 2016o):

$$\text{Verdiestimat per aksje} = (1 - p) \times \text{FVEK} + p \times \text{LVEK}$$

p: Konkurssannsynlighet

FVEK: Fundamentalverdi av egenkapitalen gitt fortsatt drift

LVEK: Likvidasjonsverdi (nåverdi) av egenkapitalen

Det antas at likvidasjonsverdien vil være tilnærmet lik null. Årsaken er at dersom selskapet går konkurs, vil det typisk måtte realisere sine eiendeler raskt og til en lavere pris enn dersom avviklingen foregår på en styrt måte (Knivsflå, 2016o). Dette fører til at kreditorene ikke vil oppnå full dekning for sine krav, noe som vil gå på bekostning av eierne.

Når det gjelder konkurssannsynligheten, tar denne utgangspunkt i den fremtidige syntetiske ratingen. I delkapittel 10.2 vurderte vi ratingen til å ligge på BB frem til og med 2019. Videre ble ratingen oppgradert til BBB fra og med 2020, et nivå den ville forholde seg på i «steady state». Disse ratingene tilsier en sannsynlighet for konkurs innen ett år på henholdsvis 0,26% og 0,97%, jamfør tabell 6.1. På grunnlag av dette virker en konkurssannsynlighet på 0,5% å være rimelig, da Netflix har en overvekt av BBB-rater over budsjettperioden. Det endelige verdiestimatet på Netflix-aksjen nedjusteres derfor fra 135,6 USD til 134,9 USD per 24.04.17.

11.5.2 Simuleringsanalyse

En simuleringsanalyse innebærer at man synliggjør usikkerheten i verdiestimatet ved å gjøre kritiske budsjett- og verdidrivere til stokastiske variabler (Knivsflå, 2016o). De ulike punkttestimatene vi benyttet til utarbeidelse av fremtidsregnskapet er forbundet med stor

usikkerhet, da disse ble fastsatt på bakgrunn av skjønn og innsikt fra den strategiske analysen. Ved å gjennomføre en simulering vil vi således kunne få en sannsynlighetsfordeling for verdiestimatet, fremfor et punkttestimat som i kapittel 11.4. I henhold til Damodaran (2012, s. 908) må følgende tre steg gjennomføres før simuleringsanalysen kan foretas: *valg av variabler*, *valg av sannsynlighetsfordeling og utfallsrom*, samt *valg av korrelasjon mellom variablene*. For å utføre simuleringen vil vi benytte oss av Monte Carlo simuleringer i simuleringsprogrammet Crystal Ball, et tilleggsprogram i Microsoft Excel.

Steg 1: Valg av variabler

Teoretisk sett er det mulig å gjøre alle budsjett- og verdidriverne om til stokastiske variabler, men dette vil ofte være lite hensiktsmessig, da det vil gjøre arbeidet svært tidkrevende, samt bidra til at variablenes forklaringskraft forsvinner i kompleksiteten (Kaldestad & Møller, 2016, s. 129). Vi velger derfor å begrense antall drivere til seks. I Netflix sitt tilfelle antas det at de driftsrelaterte budsjettdriverne vil være mest kritiske. Årsaken er at den fremtidige verdien av selskapet i stor grad er forventet å avhenge av driften, slik at verdiestimatet vil være svært sensitivt overfor endringer i disse driverne. Vi velger derfor å omgjøre selskapets driftsinntektsvekst, omløpet til netto driftseiendeler og netto driftsmargin til stokastiske variable i de fire budsjettpunktene. I tillegg vil flere av variablene som inngår i avkastningskravet være av kritisk betydning for verdiestimatet, og vi vil følgelig også omgjøre risikofri rente, markedsrisikopremie og egenkapitalbeta til stokastiske variabler.

Steg 2: Valg av sannsynlighetsfordeling og utfallsrom

Videre må det fastsettes en sannsynlighetsfordeling og et utfallsrom for de kritiske driverne. Dette er gjort med utgangspunkt i skjønnsmessige vurderinger basert på historiske data, samt innsikt fra den strategiske analysen. De kritiske driverne antas i stor grad å være normalfordelte over alle budsjettpunktene. Dette med unntak av driftsinntektsvekst og netto driftsmargin i horisonten, risikofri rente før skatt og markedsrisikopremien, som alle har en uniform fordeling, samt egenkapitalbeta, som har en triangulær fordeling.

Når det gjelder de normalfordelte driverne er standardavvikene på kort og lang sikt satt lik det historiske standardavviket over analyseperioden, da det vil være mindre usikkerhet knyttet til driverne på disse tidspunktene. Det er imidlertid større usikkerhet knyttet til estimatene på mellomlang sikt, da det er vanskelig å bedømme utfallet av budsjetterte hendelser på dette tidspunktet. Dette fører til at standardavviket skaleres opp i midtpunktet, altså i 2022. Når det

gjelder omløpet til netto driftseiendeler har vi valgt å benytte standardavviket for bransjen, ettersom standardavviket for Netflix er lite rimelig over analyseperioden, grunnet et unormalt høyt omløp i 2012. Forventningsverdien til de ulike driverne ble fastsatt i kapittel 9, og det forutsettes en lineær utvikling mellom budsjettpunktene.

For variablene med uniform sannsynlighetsfordeling må det settes en øvre og nedre grense, slik at hvert utfall innenfor det definerte intervallet har like stor sannsynlighet for å inntreffe. Den øvre og nedre grensen er satt på bakgrunn av skjønnsmessige vurderinger rundt forventet verdi.

Når det gjelder egenkapitalbeta har denne, som nevnt, en triangulær sannsynlighetsfordeling. Denne fordelingen egner seg godt dersom man kun har vag kjennskap til fordelingen, men allikevel kan definere en minimums- og maksimumsverdi, samt en verdi for det mest sannsynlige utfallet. Sannsynlighetsfordelingen anbefales gjerne som en proxy for betaens fordeling (Glantz & Kissell, 2013, s. 53). For egenkapitalbetaen settes det mest sannsynlige utfallet lik den justerte egenkapitalbetaen på 1,2, jamfør kapittel 7, mens minimums- og maksimumsverdien skjønnsmessig settes rundt den justerte egenkapitalbetaen.

Tabell 11.8 og 11.9 viser sannsynlighetsfordelingen til hver av de seks kritiske driverne:

	Driftsinntektsvekst	Omløpet	Netto driftsmargin
Budsjettpunkt 2017	N [0,730; 0,065]	N [3,300; 0,674]	N [0,029; 0,014]
Budsjettpunkt 2018	N [0,750; 0,065]	N [4,100; 0,674]	N [0,028; 0,014]
Budsjettpunkt 2022	N [0,300; 0,087]	N [5,000; 1,012]	N [0,036; 0,021]
Budsjettpunkt 2028	U [0,030; 0,050]	N [2,500; 0,674]	U [0,025; 0,050]

Tabell 11.8: Sannsynlighetsfordelingen til de kritiske budsjettdriverne i de fire budsjettpunktene

Andre variabler	
Risikofri rente før skatt	U [0,020; 0,030]
Markedsrisikopremie	U [0,046; 0,056]
Egenkapitalbeta	T [0,900; 1,200; 1,500]

Tabell 11.9: Sannsynlighetsfordelingen til risikofri rente, markedsrisikopremie og egenkapitalbeta

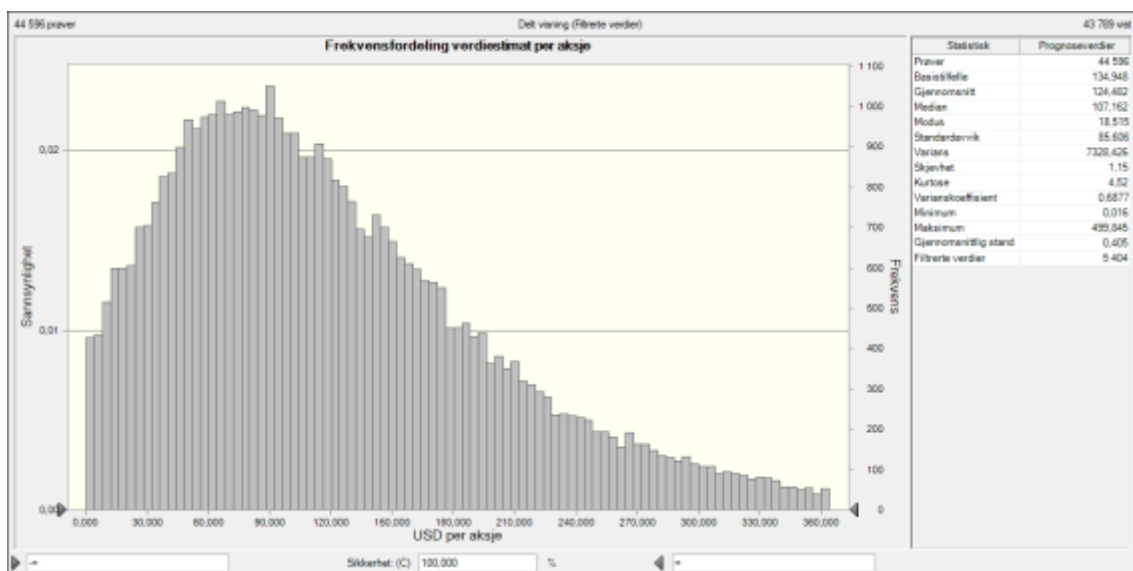
Steg 3: Valg av korrelasjon mellom variablene

For å oppnå et best mulig verdiestimat er det ifølge Damodaran (2012, s. 911) viktig at eventuelle korrelasjoner mellom de ulike variablene defineres. Ved å analysere de ulike variablene over analyseperioden, kommer det frem at flere av disse korrelerer med hverandre. Dette vil hensyntas i simuleringsprosessen ved å utføre korrelerte trekninger, som vil si at utfallet av en trekning påvirker utfallet av en eller flere andre trekninger.

Over analyseperioden har Netflix hatt en korrelasjon mellom netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler på 0,31. Ifølge Penman (2013, s. 374) er det, som nevnt i kapittel 8, imidlertid vanlig at en økning i netto driftsmargin vil gå på bekostning av omløpet til netto driftseiendeler, hvilket innebærer en negativ korrelasjon. Vi velger derfor å nedjustere korrelasjonen, slik at vi får en svak negativ korrelasjon på -0,2 i simuleringene. Videre er det typisk slik at det foreligger korrelasjon mellom driftsinntektsveksten og kravet, ettersom alternativkostnaden for kapitalbruk, og følgelig kravet vil være høyt dersom den økonomiske veksten er høy. Dette fordrer en positiv korrelasjon mellom driftsinntektsveksten og risikofri rente. Dette vil normalt være tilfelle for driftsinntektsveksten og markedsrisikopremien også, men ettersom vi har antatt en konstant markedsrisikopremie, vil ikke en samvariasjon kunne defineres. Over analyseperioden har Netflix hatt en positiv korrelasjon mellom driftsinntektsveksten og risikofri rente på 0,24, og vi velger å avrunde denne til 0,2 i simuleringene.

Resultater fra simuleringsanalysen

For å synliggjøre usikkerheten i verdiestimatet, er det gjennomført 50 000 trekninger med Monte Carlo simulering i Crystal Ball. Den øvre grensen er skjønnsmessig satt til 500 USD, mens nedre grensen er satt til null, hvilket tilsier konkurs. Resultatet presenteres i figur 11.2:



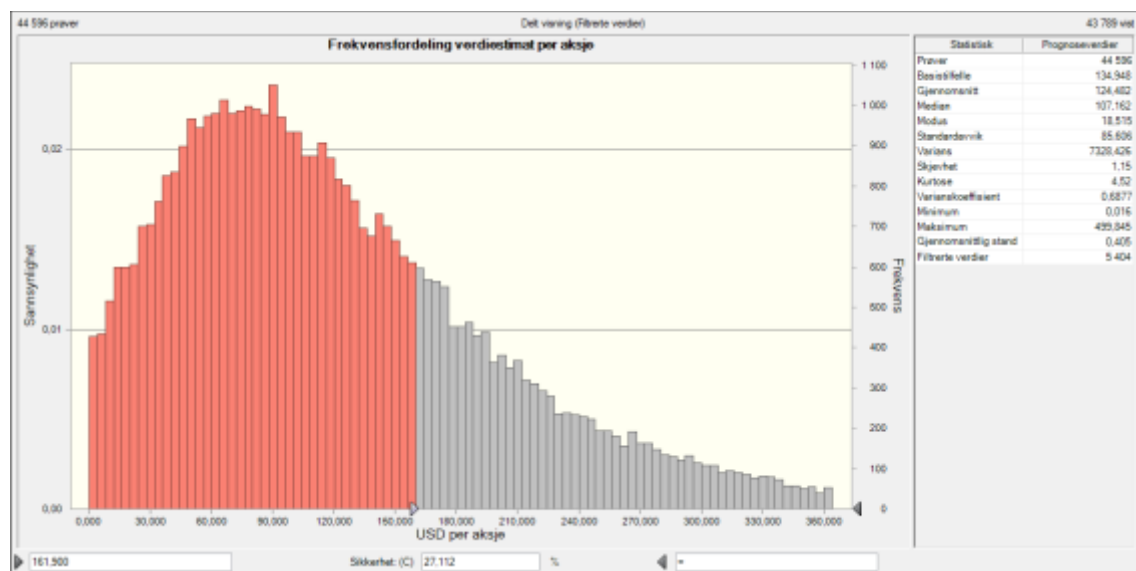
Figur 11.2: Frekvensfordelingen til verdiestimatet per aksje

Figuren viser at gjennomsnittet av simuleringene er på 124,5 USD, mens medianen er på 107,2 USD. Vårt endelige verdiestimat på 134,9 USD avviker dermed en del fra både gjennomsnittet og medianen, og særlig fra medianen. Dette kan forklares av at simuleringen resulterer i en høy

andel verdiestimater med lav verdi, samt et lavere antall verdiestimater med urealistisk høy verdi. Dette henger sammen med at det er foreligger stor spredning i verdiene og følgelig betydelig usikkerhet i verdiestimatet, noe som understrekes av det høye årlige standardavviket på 68,8%. Videre viser figuren at simuleringen gir 5 404 filtrerte verdier, hvilket innebærer at 5 404 av trekningene ga et verdiestimat utenfor den nedre og øvre grensen. Vi vil i det videre studere simuleringen ytterligere ved å se på verdiestimatets oppsidepotensial og nedsiderisiko.

Oppsidepotensial

Aksjens oppsidepotensial sier noe om sannsynligheten for at verdiestimatet per aksje overstiger en bestemt verdi. I den forbindelse velger vi å sette grenseverdien 20% høyere enn det endelige verdiestimatet, hvilket tilsvarer et verdiestimat på 161,9 USD per aksje. Sannsynligheten for at verdiestimatet overstiger denne verdien er på 27,1%, hvilket fremkommer av det grå-skraverte området i figur 11.3. Dette tyder på at det eksisterer et relativt stort oppsidepotensial for aksjen.

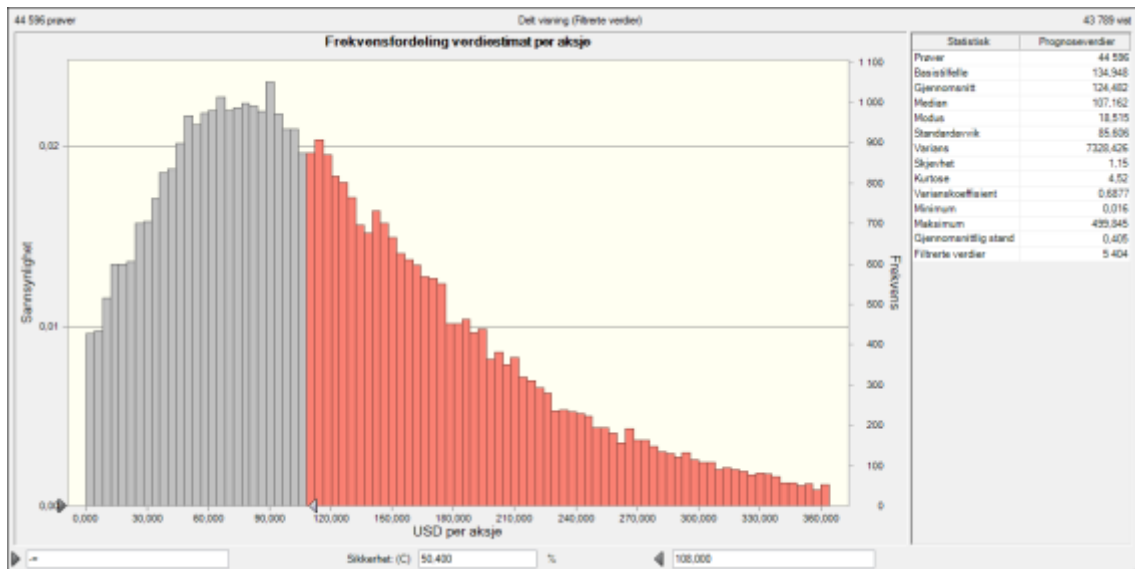


Figur 11.3: Oppsidepotensial for Netflix sitt verdiestimat per aksje

Nedsiderisiko

Aksjens nedsiderisiko sier noe om sannsynligheten for at verdiestimatet per aksje faller under en bestemt verdi. I likhet med oppsidepotensialet, settes grenseverdien 20% lavere enn det endelige verdiestimatet, noe som tilsvarer et verdiestimat på 108,0 USD per aksje. Sannsynligheten for at verdiestimatet er lavere enn denne verdien er på 50,4%, hvilket fremkommer av det grå-skraverte området i figur 11.4. Dette vitner om at Netflix sin aksje også

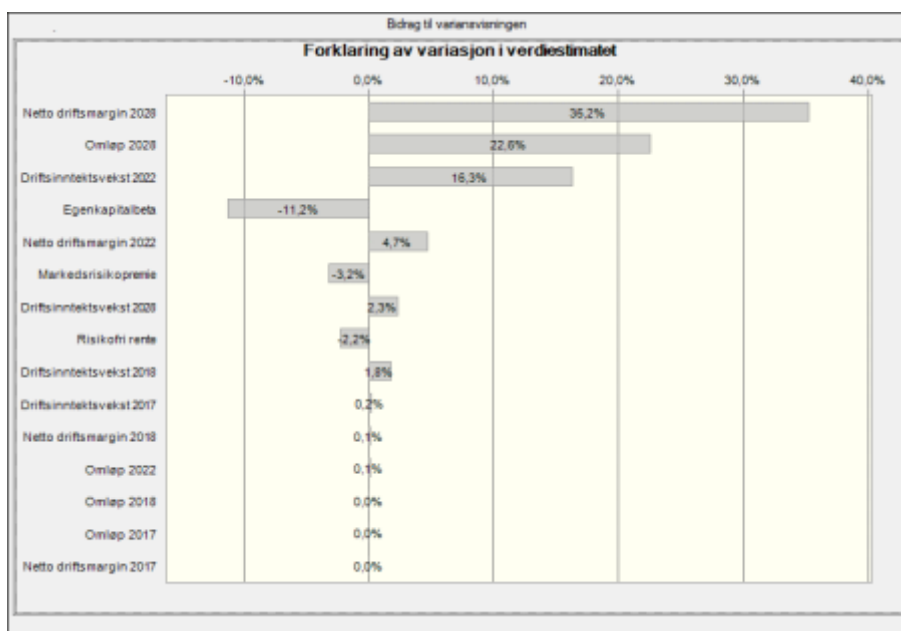
har en betydelig nedsiderisiko. Nedsiderisikoen er i tillegg større enn oppsidepotensialet, hvilket kan tyde på at det beregnede verdiestimatet er noe overvurdert.



Figur 11.4: Nedsiderisiko for Netflix sitt verdiestimat per aksje

11.5.3 Sensitivitetsanalyse

En sensitivitetsanalyse har som formål å fremheve usikkerheten i verdiestimatet ved å undersøke hvor sensitivt det er overfor endringer i de kritiske driverne (Penman, 2013, s. 491). Vi vil innlede sensitivitetsanalysen ved å se nærmere på i hvilken grad de ulike variablene bidrar til å forklare den totale variasjonen i verdiestimatet. Dette fremkommer av figur 11.5:



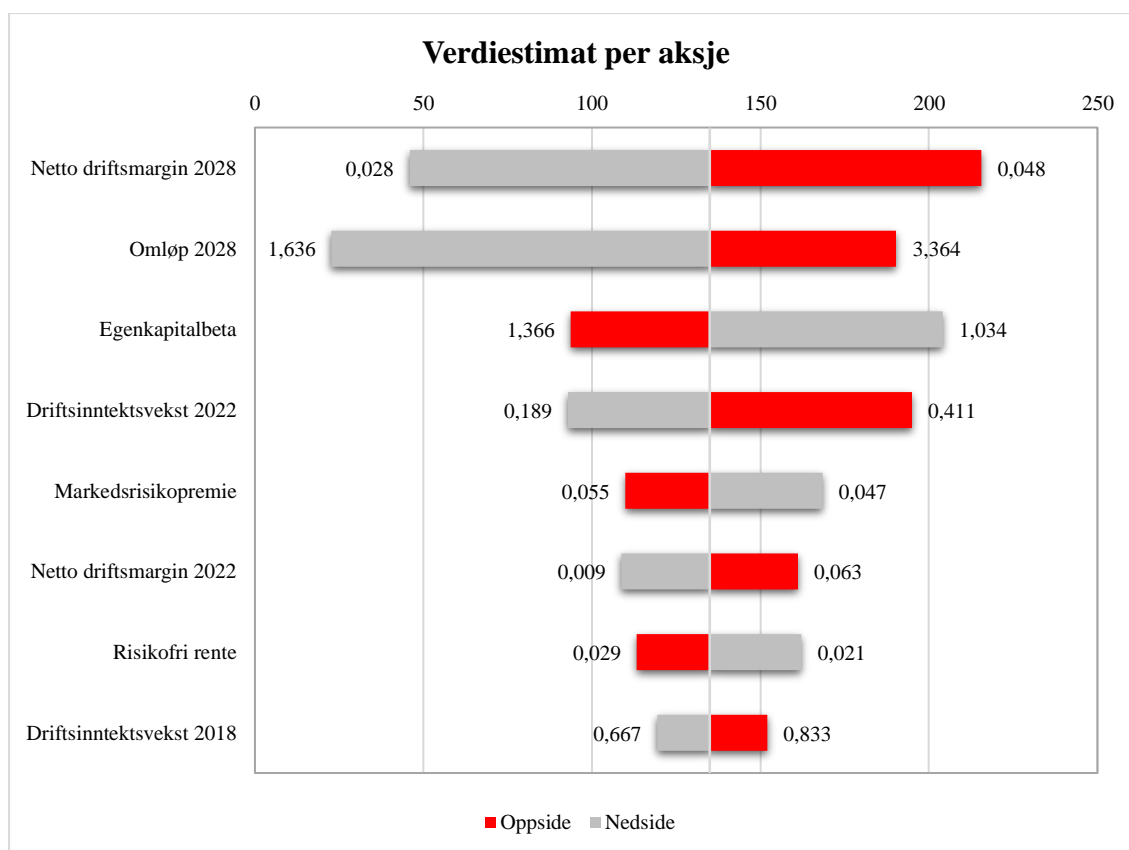
Figur 11.5: Forklaring av variasjon i verdiestimatet

Som figuren viser er verdiestimatet svært følsomt overfor endringer i flere av de kritiske variablene. Trenden viser at det særlig er variabler som ligger lengre unna i tid som har størst påvirkning. Av alle variablene er det netto driftsmargin i horisonten som forklarer mest av variasjonen i verdiestimatet, med en forklaringsgrad på hele 35,2%. Følgelig vil en stor andel av aksjens oppsidepotensial knytte seg til at selskapet klarer å oppnå høye marginer på sikt.

Videre er variasjonen i verdiestimatet svært sensitivt overfor endringer i omløpet til netto driftseiendeler i horisonten, hvorav forklaringsgraden er på 22,6%. Dersom Netflix klarer å øke driftsinntektene per krone investert, kan dette dermed gi positive utslag i verdiestimatet. Netflix har relativt gode utsikter når det gjelder omløpet til netto driftseiendeler, mye på grunn av forventningen om høy fremtidig inntektsvekst i forbindelse med en økende internasjonal medlemsbase. Til tross for dette er det allikevel ventet at omløpet vil gå mot bransjegjennomsnittet, og at det samtidig vil presses ned av konkurransekraftene, slik at det når et noe lavere nivå på lang sikt.

Driftsinntektsveksten på mellomlang sikt forklarer også en del av variasjonen i verdiestimatet, da variabelen har en forklaringsgrad på 16,3%. Dette virker rimelig da det er ventet at usikkerheten vil være høy på mellomlang sikt. Videre har egenkapitalbeta en forklaringsgrad på 11,2%, noe som indikerer at variasjonen i verdiestimatet også er sensitivt overfor denne variabelen. At variabelen er negativ indikerer at verdiestimatet reduseres dersom egenkapitalbetaen øker. De øvrige variablene forklarer kun en mindre del eller ingenting av variasjonen i verdiestimatet, og vi velger følgelig å ikke gå nærmere inn på disse.

For å analysere verdiestimatets sensitivitet ytterligere, vil vi i det videre gjennomføre en tornadoanalyse ved bruk av Crystal Ball. En slik analyse viser hvordan verdiestimatet påvirkes av å endre kun én variabel av gangen. Dette gjør at analysen blir mer oppdelt, noe som kan utgjøre en svakhet ved analysen, da flere av driverne samvarierer over analyseperioden. Til tross for dette vil vi gjennomføre analysen, da den vil kunne gi oss verdifull innsikt i verdiestimatets følsomhet overfor endringer i de kritiske variablene. I analysen har vi valgt å begrense oss til de variablene som i størst grad påvirker verdiestimatet. Tornadoanalysen fremkommer av figur 11.6:



Figur 11.6: Variablenes påvirkning på verdiestimatet

Figuren viser at også her er det netto driftsmargin i horisonten som har størst påvirkningskraft på verdiestimatet. En nedjustering av netto driftsmargin i horisonten fra 3,8% til 2,8%, alt annet like, vil gi et verdiestimat per aksje på kun 45,9 USD, mens en oppjustering til 4,8% vil gi et verdiestimat per aksje på 215,5 USD. Dette tilsvarer en bredde i verdiestimatet på hele 169,6 USD. Vi ser dermed at små utslag i netto driftsmargin vil ha stor påvirkning på Netflix sitt verdiestimat. I tillegg er omløpet til netto driftseiendeler i horisonten, egenkapitalbeta og driftsinntektsveksten på mellomlang sikt viktige kilder til endringer i verdiestimatet, hvorav øvre og nedre grense for de tre variablene skaper en bredde i verdiestimatet på henholdsvis 167,6 USD, 110,5 USD og 102,1 USD. De resterende variablene vil også ha relativt stor påvirkning på verdiestimatet, men allikevel i mye mindre grad enn de ovennevnte variablene.

11.6 Oppsummering - Verdiestimat og usikkerhet

I dette kapitlet har vi utarbeidet et verdiestimat for Netflix sin egenkapital og en tilhørende verdi per aksje. Dette er gjort på bakgrunn av fremtidsregnskapet og fremtidskravene, i henholdsvis kapittel 9 og 10. For å sikre konsistens i verdiestimatet, benyttet vi oss av både egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden under den fundamentale verdsettelsen.

Innledningsvis ga dette avvik i estimatene, ettersom første verdiestimat ble utarbeidet ved å benytte budsjetterte vekter i beregningen av avkastningskravet. Ved å gjennomføre en konvergeringsprosess ble de budsjetterte vektene sekvensielt oppdatert til verdivekter, noe som til slutt ga oss et konvergent verdiestimat på 132,4 USD per aksje. Videre foretok vi en fremskriving av verdiestimatet til verdsettelsestidspunktet, 24.04.17, hvilket ga et verdiestimat på 135,6 USD per aksje. I tillegg valgte vi å nedjustere verdiestimatet for å ta ytterligere hensyn til risiko tilknyttet konkurs, og har således fått et endelig verdiestimat på 134,9 USD per aksje.

Videre har vi gjennomført en simuleringsanalyse og en sensitivitetsanalyse for å vurdere usikkerheten i verdiestimatet. Analysene bekrefter at det foreligger svært stor usikkerhet knyttet til det fundamentale verdiestimatet, noe som særlig understrekes av et høyt årlig standardavvik. I tillegg ble nedsiderisikoen på 50,4% estimert til å være betraktelig høyere enn oppsidepotensialet på 27,1%. Vi avdekket samtidig at det i hovedsak er variabler på lang og mellomlang sikt som har størst forklarings- og påvirkningskraft. Dette gjelder særlig netto driftsmargin i horisonten, men også omløpet til netto driftseiendeler i horisonten, driftsinntektsvekst på mellomlang sikt og egenkapitalbeta. Selv marginale endringer i disse variablene kan føre til stor variasjon i verdiestimatet.

Vi har valgt å ikke foreta endringer i verdiestimatet på bakgrunn av simulerings- og sensitivitetsanalysen, til tross for et relativt stort avvik i forhold til både gjennomsnittet og medianen. Det endelig verdiestimatet for Netflix basert på den fundamentale verdsettelsen vil således være på **134,9 USD per aksje**. Det er imidlertid viktig å være klar over usikkerheten forbundet med verdiestimatet, og det bør brukes med forsiktighet dersom det skal benyttes som grunnlag for en kjøps- eller salgsbeslutning. Den enkelte bør følgelig gjøre en vurdering av forutsetningene som ligger til grunn for fremtidsregnskapet og -kravene før verdiestimatet aksepteres eller forkastes.

12 Komparativ verdsettelse

I dette kapitlet vil vi gjennomføre en komparativ verdsettelse av Netflix, som et supplement til den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11. Dette vil gjøre oss i stand til å foreta en rimelighetsvurdering av den fundamentale verdsettelsen, da den komparative verdsettelsen vil gi oss et sammenligningsgrunnlag, samt bidra til å øke verdiestimatets presisjon. Den vil samtidig bidra til å forklare unormale forhold mellom Netflix og konkurrentenes forventede fremtidige prestasjon. Dette vil være hensiktsmessig, da det er forbundet stor usikkerhet med verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen.

Vi introduserte komparativ verdsettelse i delkapittel 3.1.2, hvor vi fastslo at dette er en verdsettelsesteknikk hvor man verdsetter et selskap basert på hva tilsvarende selskaper eller eiendeler blir omsatt for i markedet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 31). Ved komparativ verdsettelse kan man benytte to ulike modeller; multiplikatormodellen og substansverdi-modellen (Damodaran, 2012, s. 19). Vi velger å benytte oss av førstnevnte, hvilket innebærer at selskapets egenkapitalverdi estimeres ved å sammenligne verdien av egenkapitalen eller selskapskapitalen til verdsettelsesobjektet med børs- eller selskapsverdien til komparative selskaper innenfor samme bransje (Kaldestad & Møller, 2016, s. 31).

Den komparative verdsettelsen ved bruk av multiplikatormodellen kan gjennomføres i følgende tre steg: *identifisering av komparative selskaper, valg og beregning av aktuelle multiplikatorer, samt beregning av egenkapitalverdien med utgangspunkt i de observerte multiplikatorene.*

Verdiestimatet vil bli beregnet per 24.04.17, hvilket utgjør vårt verdsettelsestidspunkt, og verdsettelsen vil ta utgangspunkt i omgrupperte og justerte regnskapstall fra kapittel 5.

12.1 Komparative selskaper

Ved komparativ verdsettelse står valg av komparative selskaper sentralt. I den forbindelse bør man benytte sammenlignbare selskaper som antas å være «korrekt» priset i markedet. I vårt tilfelle velger vi å benytte det samme komparative utvalget som definert i delkapittel 5.1.3, bestående av Amazon og Time Warner. Ved å benytte det samme utvalget som tidligere, vil resultatet være bedre egnet for sammenligning med det fundamentale verdiestimatet. Som tidligere nevnt foreligger det imidlertid utfordringer ved å benytte dette utvalget, da det på mange måter ikke helt sammenlignbart med Netflix. Dette kan øke usikkerheten i estimatet, samt forårsake avvik mellom estimatet fra den fundamentale og den komparative verdsettelsen.

12.2 Utvalgte multiplikatorer

Også innenfor multiplikatormodellen kan man benytte to ulike metoder: egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. I den komparative verdsettelsen har vi valgt å benytte oss av begge disse metodene. Dersom man benytter egenkapitalmetoden beregnes verdiestimatet til egenkapitalen direkte ved å benytte multiplikatorer som tar utgangspunkt i egenkapitalens markedsverdi. Utfordringen er imidlertid at det ikke tas hensyn til ulikheter i kapitalstruktur mellom de komparative selskapene, da multiplikatorene kun beregnes på bakgrunn av egenkapitalen. Bruk av selskapskapitalmetoden innebærer at verdiestimatet til egenkapitalen beregnes indirekte ved å benytte multiplikatorer som tar utgangspunkt i total kapitalens markedsverdi (herunder netto driftskapital), før verdien av finansiell gjeld (herunder netto finansiell gjeld) trekkes ut. Fordelen er dermed at det tas hensyn til forskjeller i selskapenes kapitalstruktur (Damodaran, 2012, s. 500), noe som er ventet å gi et mer treffsikkert verdiestimat (Dyrnes, 2004).

Videre kan det i tillegg skilles mellom tre ulike typer multiplikatorer: resultat- og kontantstrømorienterte, balanseorienterte og ikke-finansielle (Kaldestad & Møller, 2016, s. 221-222), hvorav sistnevnte vanligvis tar utgangspunkt i nøkkeldata for en spesifikk bransje.

For vår komparative verdsettelse har vi valgt å se nærmere på tre ulike multiplikatorer, hvorav alle er mye anvendt i praksis. Dette vil gi oss et mer helhetlig bilde av hvordan de komparative selskapene verdsettes i markedet. Multiplikatorene vi har valgt å benytte er den balanseorienterte multiplikatoren Pris/Bok og de resultat- og kontantstrømorienterte multiplikatorene Pris/Fortjeneste og EV/EBITDA. De to førstnevnte vil inngå som en del av egenkapitalmetoden, mens sistnevnte vil inngå som en del av selskapskapitalmetoden. I det videre vil det gis en kort presentasjon av de tre utvalgte multiplikatorene.

12.2.1 Pris/Bok

Pris/Bok uttrykker forholdet mellom egenkapitalens markedsverdi og egenkapitalens bokførte verdi (Kaldestad & Møller, 2016, side 222), som vist i formelen:

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Bok}} = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital}}{\text{Bokført verdi egenkapital}}$$

Multiplikatoren gir en god indikasjon på selskapets evne til verdiskapning. Dersom den er større enn én, betyr dette at selskapet er forventet å skape merverdier for eierne. Er den imidlertid mindre enn én, innebærer det at selskapets eiendeler er overvurdert og følgelig forventes det at det vil oppstå verdiforringelse for eierne (Kaldestad & Møller, 2016, s. 229).

Pris/Bok-multiplikatoren er relativt stabil, samt enkel å bruke, forstå og kommunisere. Dersom bruken av regnskapsregler i tillegg er konsistent mellom de komparative selskapene, kan Pris/Bok gi en god indikasjon på om selskapet er over- eller undervurdert (Damodaran, 2012, s. 511). En svakhet er imidlertid at den ikke tar hensyn til ulikheter i kapitalstruktur mellom de komparative selskapene. Videre vil ulik bruk av sentrale regnskapsprinsipper og ulikheter i historisk vekstprofil kunne føre til potensielle feilkilder ved multiplikatoren, da den vil bli lite sammenlignbar (Dyrnes, 2004). I vårt tilfelle vil dette være av liten betydning da alle selskapene i vårt komparative utvalg benytter seg av U.S. GAAP.

12.2.2 Pris/Fortjeneste

Pris/Fortjeneste uttrykker forholdet mellom egenkapitalens markedsverdi og selskapets evne til å skape inntekter i form av nettoresultat til egenkapital, som vist i følgende formel:

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Fortjeneste}} = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital}}{\text{Nettoresultat til egenkapital}}$$

I likhet med Pris/Bok er Pris/Fortjeneste enkel å forstå og bruke. I tillegg er ofte nødvendig data lett tilgjengelig, hvilket gjør metoden enda mer anvendelig. En utfordring er imidlertid at multiplikatoren gjerne vil variere sterkt mellom ulike bransjer, slik at det komparative utvalget derfor vil være den beste målestokken, til tross for at multiplikatoren også kan variere sterkt innenfor dette utvalget. Dette skyldes at variabler som risikonivå, kapitalstruktur og vekstpotensial ikke hensyntas (Furuseth, 2010). Multiplikatoren vil således i stor grad ha de samme utfordringene som Pris/Bok.

12.2.3 EV/EBITDA

EV (Enterprise Value) er et mål på selskapskapitalen, hvorav egenkapitalens markedsverdi tillegges netto finansiell gjeld, hvilket tilsvarer netto driftskapital. EV/EBITDA vil dermed uttrykke forholdet mellom selskapskapitalverdien og driftsresultat før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger (Kaldestad & Møller, 2016, s. 231), som vist i formelen:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital} + \text{Netto finansiell gjeld}}{\text{EBITDA}}$$

EV/EBITDA fokuserer på selskapets underliggende drift (Kaldestad & Møller, 2016, s. 231). En stor fordel ved multiplikatoren er at den er upåvirket av forskjeller i kapitalstruktur mellom de komparative selskapene (Damodaran, 2012, s. 500). I tillegg er den uavhengig av avskrivninger, skattenivå og renter (Kaldestad & Møller, 2016, s. 231). Det er imidlertid viktig å være klar over at den ignorerer forskjeller i risiko og fremtidig investeringsbehov (Dyrnes, 2004). En annen positiv faktor er at den åpner for at flere selskaper kan inkluderes i analysen, da det vil være langt flere selskaper som har positiv EBITDA enn eksempelvis positivt resultat før skatt. Dette vil kunne bidra til å gi et bedre estimat, ettersom det er mer sannsynlig at et gjennomsnittsselskap er riktig priset enn et enkeltsselskap.

12.3 Komparativt verdiesimant

Beregningen av Pris/Bok, Pris/Fortjeneste og EV/EBITDA for Netflix og de komparative selskapene fremkommer av tabell 12.1-12.3. Beregningene er utført på bakgrunn av børskurs og antall utestående aksjer per 24.04.17, samt omgrupperte og justerte regnskapstall for 2016.

Pris/Bok	Netflix	Amazon	Time Warner	Bransjesnitt
Markedsverdi egenkapital	61 990 730	433 731 091	77 499 988	
/ Balanseført egenkapital	2 679 800	19 285 000	24 335 000	
= Pris/Bok	23,1	22,5	3,2	22,8
Pris/Bok	22,8			
× Balanseført egenkapital	2 679 800			
= Verdi egenkapital	61 130 511			
/ Utestående aksjer pr. 24.04.2017 (i tusen)	431 000			
= Verdiestimat per aksje (USD)	141,8			

Tabell 12.1: Verdiestimat per aksje ved bruk av Pris/Bok

Pris/Fortjeneste	Netflix	Amazon	Time Warner	Bransjesnitt
Markedsverdi egenkapital	61 990 730	433 731 091	77 499 988	
/ Nettoresultat til egenkapital	151 939	2 590 547	4 343 939	
= Pris/Fortjeneste	408,0	167,4	17,8	287,7
Pris/Fortjeneste	287,7			
× Nettoresultat til egenkapital	151 939			
= Verdi egenkapital	43 714 786			
/ Utestående aksjer pr. 24.04.2017 (i tusen)	431 000			
= Verdiestimat per aksje (USD)	101,4			

Tabell 12.2: Verdiestimat per aksje ved bruk av Pris/Fortjeneste

EV/EBITDA	Netflix	Amazon	Time Warner	Bransjesnitt
Markedsverdi egenkapital	61 990 730	433 731 091	77 499 988	
+ Netto finansiell gjeld	1 948 611	-18 287 000	19 463 000	
/ EBITDA	645 060	12 220 000	8 740 000	
= EV/EBITDA	99,1	34,0	11,1	66,6
EV/EBITDA	66,6			
× EBITDA	645 060			
= Enterprise Value	42 934 743			
- Netto finansiell gjeld	1 948 611			
= Verdi egenkapital	40 986 132			
/ Utestående aksjer pr. 24.04.2017 (i tusen)	431 000			
= Verdiestimat per aksje (USD)	95,1			

Tabell 12.3: Verdiestimat per aksje ved bruk av EV/EBITDA

Som det fremkommer av tabellene ovenfor gir Pris/Bok, Pris/Fortjeneste og EV/EBITDA et verdiestimat på henholdsvis 141,8, USD, 101,4 USD og 95,1 USD per aksje. Dette gir et avvik på hele 46,7 USD fra høyeste til laveste verdi. For å komme frem til et verdiestimat per aksje basert på hver enkel multiplikator, har vi tatt i bruk gjennomsnittet for bransjen. Dette er gjort med det formål å ta hensyn til variasjon. Vi antar således at selskapene er korrekt priset i markedet, med de potensielle feilkilder dette kan medføre. I den forbindelse er det viktig å bemerke at vi har valgt å ikke inkludere Time Warner som en del av bransjesnittet. Selskapets multiplikatorer avviker betraktelig fra de to andre selskapene, og da særlig Netflix, og vi har derfor valgt å utelate selskapet for å utelukke ekstreme verdier. De to resterende selskapene er videre vektet likt for å finne et bransjesnitt.

Som det fremgår av tabellene er det også relativ stor variasjon mellom multiplikatorene til Netflix og Amazon. Netflix skiller seg ut ved å ha betraktelig større multiplikatorer, med unntak av Pris/Bok-multiplikatoren. Dette kan derfor bety at verdiestimatene basert på Pris/Fortjeneste og EV/EBITDA er noe lave, slik at de ikke vil være helt representative for Netflix. Dette henger sammen med at det komparative utvalget på mange måter ikke er helt sammenlignbart med Netflix, som nevnt i delkapittel 12.1, hvilket øker usikkerheten i estimatene.

Som vi nevnte i presentasjonen av de utvalgte multiplikatorene kan deler av avviket mellom selskapene når det gjelder Pris/Fortjeneste og til en viss grad Pris/Bok forklares av ulikheter i vekstpotensial, risikonivå og kapitalstruktur. Det er imidlertid mulig å justere for sistnevnte. Dette er hensiktsmessig da selskapene i det komparative utvalget har svært ulik kapitalstruktur, hvilket vil si at rentekostnadene har ulik påvirkning på resultatet etter skatt. Vi velger allikevel å ikke foreta denne justeringen da vi også har benyttet EV/EBITDA som tar utgangspunkt i

selskapsverdien. Også denne er svært ulik mellom selskapene, hvilket tyder på at det også finnes andre betydelige feilkilder som forårsaker variasjonen. Dette tilsier at en justering ikke nødvendigvis vil gi oss et mer presist estimat, selv om ulikhetene i kapitalstruktur hensyntas.

For å komme frem til et komparativt verdiestimat for Netflix, har vi beregnet et vektet gjennomsnitt av de tre multiplikatorenes verdiestimat. Vi har vektet Pris/Bok med 60%, mens både Pris/Fortjeneste og EV/EBITDA vektes med 20%. Dette har vi valgt å gjøre da vi anser de to sistnevnte multiplikatorene for å være betraktelig mindre representative for Netflix. Det komparative verdiestimatet beløper seg således til 124,4 USD per aksje, som vist i tabell 12.4:

Multiplikator	Verdiestimat
Pris/Bok	141,8
Pris/Fortjeneste	101,4
EV/EBITDA	95,1
Vektet gjennomsnitt	124,4

Tabell 12.4: Komparativt verdiestimat basert på Pris/Bok, Pris/Fortjeneste og EV/EBITDA

På bakgrunn av den store usikkerheten som foreligger i det komparative verdiestimatet, velger vi imidlertid å ikke foreta noen endringer i det fundamentale verdiestimatet som resultat av den komparative verdsettelsen.

12.4 Oppsummering

Den komparative verdsettelsen ved bruk av multiplikatormodellen gir et verdiestimat på 124,4 USD per aksje per 24.04.17. Estimatet avviker således fra verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen og børskursen per 24.04.17, som beløper seg til henholdsvis 134,9 og 143,8 USD per aksje (Netflix, Inc., 2017). Dette gir et negativt avvik på henholdsvis 7,8% og 13,5%. Det er i tillegg stor variasjon mellom verdiestimatene fra hver av de tre multiplikatorene. Alle tre indikerer at børskursen er overpriset, men dette gjelder i større grad for Pris/Fortjeneste og EV/EBITDA. Den store variasjonen i verdiestimatene tyder på at den komparative verdsettelsen er noe upresis, og det er derfor viktig å være kritisk til resultatenes pålitelighet. Verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen synes å være mer pålitelig, da denne verdsettelsesteknikken er mer detaljert og i mindre grad påvirket av ulikheter mellom selskapene. På bakgrunn av dette velger vi derfor å beholde det fundamentale verdiestimatet på 134,9 USD per aksje.

13 Konklusjon

I dette kapitlet vil vi først gi en oppsummering av de viktigste hovedfunnene fra vår masterutredning. Videre vil vi med utgangspunkt i det endelige verdiestimatet per aksje, utlede en anbefalt handelsstrategi, hvorav vi gir en anbefaling om selg, hold eller kjøp.

13.1 Oppsummering

Formålet med denne masterutredningen har vært å finne svar på følgende problemstilling:

«Hva er verdien av egenkapitalen til Netflix, Inc. per 24. april 2017?»

For å besvare problemstillingen har vi gjennomført en grundig fundamental verdsettelse av Netflix basert på de underliggende økonomiske forholdene i selskapet. I den strategiske analysen fikk vi stor innsikt i hvilke forhold som historisk sett har hatt innvirkning på videounderholdningsbransjen og hvilke som forventes å ha innvirkning på bransjen i fremtiden. Den ga i tillegg stor innsikt i hvilke interne ressurser Netflix er i besittelse av. Analysene avdekket at konkurransen i videounderholdningsbransjen er moderat, og i den forbindelse har høye inngangsbarrierer og et fordelaktig kost/nytte-forhold vært avgjørende faktorer. Det er imidlertid trolig at konkurransen vil intensiveres fremover som en konsekvens av høy teknologisk endringstakt og stadig endrede kundebehov. Nåværende og potensielle substitutter, og da særlig i form av piratkopiering, trekker også i retning av økt konkurranseintensitet, og vil være med på å true lønnsomheten. Det samme gjør nettverksnøytralitetsprinsippet, som utgjør en viktig faktor. Videre har vi sett at den historiske veksten i bransjen har vært stor grunnet høy etterspørsel. Dette henger i stor grad sammen med økende mediebruk, samt at forbrukere i større grad har fått øynene opp for strømmetjenester. Det forventes etterspørselsvekst også på kort sikt, men trolig vil etterspørselen i videounderholdningsbransjen på lang sikt stabiliseres som et resultat av økt konkurranse.

Videre avdekket vi i den ressursorienterte analysen at selskapets unike interne ressurser gjør det i stand til å imøtekomme truslene fra bransjen, særlig når det gjelder innovasjonskulturen og satsingen på egenprodusert og eksklusivt innhold. Dette samstemte med hva vi fant i regnskapsanalysen, der det viste seg at Netflix historisk sett har hatt en driftsfordel, hvilket vi forventer vil vedvare i årene som kommer. Netflix har vist en enorm tilpasningsdyktighet til tross for stadig endrede markedsbetingelser. Dette tyder på at de også i fremtiden vil

overkomme de kravene som stilles i markedet. På bakgrunn av dette forventes det at selskapet på lang sikt vil oppnå en strategisk fordel på 4,3%

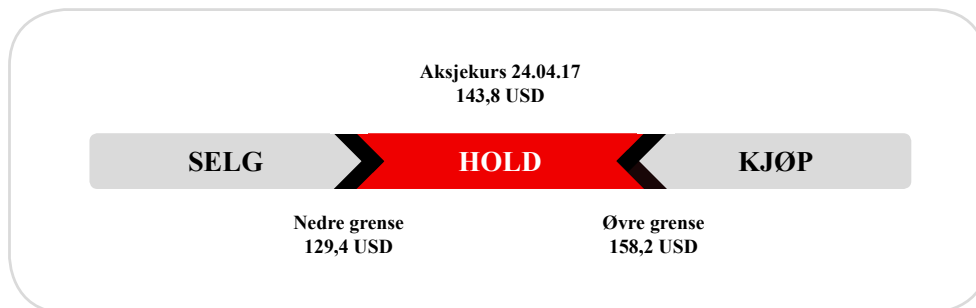
Deretter dannet den strategiske regnskapsanalysen grunnlag for utarbeidelsen av Netflix sitt fremtidsregnskap og fremtidskrav, som således ble benyttet til å fastsette et fundamentalt verdiestimat på egenkapitalen. Verdiestimatet ble i den forbindelse beregnet ved å benytte både egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden, for å sikre konsistens i verdiestimatet. Dette ga oss første verdiestimat per aksje på henholdsvis 132,4 USD og 304,8 USD. Gjennom en verdikonvergering ble de budsjetterte vektene stegvis konvergere til virkelige verdivekter, hvilket ga oss et sammenfallende verdiestimat per aksje på 132,4 USD. Vi foretok så en fremskriving av verdiestimatet, samt en verdijustering knyttet til konkurrisiko og kom frem til et endelig verdiestimat per 24.04.17 på 134,9 USD per aksje. I forhold til børskursen på 143,8 USD per aksje indikerer det endelige verdiestimat i så måte at markedet overvurderer Netflix.

Det understrekes imidlertid at det er knyttet stor usikkerhet til verdiestimatet, hvorav små endringer i underliggende forutsetninger kan gi store utslag i verdien. Både fremtidsregnskapet i kapittel 9 og fremtidskravene i kapittel 10 er i stor grad fastsatt på bakgrunn av skjønnsmessige vurderinger, og som simuleringsanalysen og sensitivitetsanalysen i kapittel 11 viste er det endelige verdiestimatet forbundet med stor usikkerhet. Verdiestimatet er i tillegg svært sensitivt overfor endringer i ulike budsjett drivere, og da særlig netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler i horisonten.

For å sammenligne verdiestimatet vårt med andre børsnoterte selskaper, supplementerte vi avslutningsvis med en komparativ verdsettelse. Dette ga oss et verdiestimat per aksje på 124,4 USD, noe som er vesentlig lavere enn både børskursen og det fundamentale verdiestimatet. I likhet med det fundamentale verdiestimatet, tyder det komparative verdiestimatet på at børskursen i markedet er overvurdert, hvilket rimeliggjør verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen. Det er imidlertid verdt å merke seg at de komparative selskapene ikke danner et tilfredsstillende sammenligningsgrunnlag for Netflix, og utgjør av denne grunn en svakhet ved masterutredningen vår. På bakgrunn av dette har vi valgt å ikke nedjustere det endelige verdiestimatet ytterligere som følge av den komparative verdsettelsen.

13.2 Handelsstrategi

Med utgangspunkt i det endelige verdiestimatet per aksje på 134,9 USD kan vi avslutningsvis konkludere med en handelsstrategi, hvilket gir en anbefaling om selg, hold eller kjøp. I den forbindelse velger vi å legge til grunn at det endelige verdiestimatet må avvike med $\pm 10\%$ fra den faktiske aksjekursen på 143,8 USD for å utløse en salgs- eller kjøpsanbefaling. Den anbefalte handelsstrategien fremkommer av figur 13.1:



Figur 13.1: Anbefalt handelsstrategi per 24.04.17

På verdsettelsestidspunktet handles Netflix-aksjen til en pris som er 6,6% høyere enn vårt endelige verdiestimat på 134,9 USD. Verdiestimatet befinner seg således mellom øvre og nedre grense, hvilket tilsier en holdanbefaling for Netflix sin aksje per 24.04.17.

14 Litteraturliste

Bøker

- Appel, E. J. (2015). *Cybervetting: Internet Searches for Vetting, Investigations, and Open-Source Intelligence (2nd edition)*. Florida: CRC Press.
- Cairns, D. (2007). *The use of fair value on IFRS*. I Walton, P. (2007). *The Routledge Companion to Fair Value and Financial Reporting*. London: Routledge.
- Dahl, G., & Boye, K. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis (1. utgave)*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.
- Damodaran, A. (2012) *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset (3rd edition)*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Gjesdal, F. og Johnsen T. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering (1. utgave)*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.
- Glantz, M. & Kissell, R. (2013). *Multi-Asset Risk Modeling: Techniques for a Global Economy in an Electronic and Algorithmic Trading Era (1st edition)*. California: Academic Press.
- Henry, A. (2008). *Understanding Strategic Management (2. utgave)*. New York: Oxford University Press.
- Jakobsen, E. W., & Lien, L. B. (2001). *Ekspansjon – Strategi for forretningsutvikling (1. utgave)*. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag.
- Johnson, G., Whittington, R., Scholes K., Angwin, D., & Regnér, P. (2013). *Exploring Strategy (10th edition)*. Harlow: Pearson Education.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper (2. utgave)*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2015) *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies (6th edition)*. Hoboken, New Jersey: Wiley.
- Løwendahl, B. R., & Wenstøp, F. E. (2010): *Grunnbok i strategi (3. utgave)*. Oslo: Cappelen akademisk.
- Palepu, K. G., Healy, P. M., & Peek, E. (2013). *Business analysis and valuation: IFRS edition (3rd edition)*. Andover: Cengage Learning.

Penman, S. H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation (5th edition)*. New York: McGraw-Hill.

Roos, G., von Krogh, G., & Roos, J. (2013). *Strategi – en innføring (5. utgave)*. Bergen: Fagbokforlaget.

Presentasjoner og forelesninger

Knivsflå, K. H. (2016a). *3 Rekneskapsanalyse, ramme og «trailing»*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 19. januar 2016. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2016/BUS440%20-%2003%20-%202016.pdf>. Sist avlest 17.03.17

Knivsflå, K. H. (2016b). *4 Omgruppering for analyse*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 21. januar 2016. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2016/BUS440%20-%2004%20-%202016.pdf>. Sist avlest 28.03.17

Knivsflå, K. H. (2016c). *5 Omgruppering – balanse og kontantstrøm*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 26. januar 2016. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2016/BUS440%20-%2005%20-%202016.pdf>. Sist avlest 03.04.17

Knivsflå, K. H. (2016d). *6 Regnskapsbasert måling og målefeil*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 28. januar 2016. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2016/BUS440%20-%2006%20-%202016.pdf>. Sist avlest 05.04.17

Knivsflå, K. H. (2016e). *7 Justering av målefeil*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 2. februar 2016. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2016/BUS440%20-%2007%20-%202016.pdf>. Sist avlest 05.04.17

Knivsflå, K. H. (2016f). *8 Kredittvurdering – syntetisk rating*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole 4. februar 2016. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2016/BUS440%20-%2008%20-%202016.pdf>. Sist avlest 18.04.17

Knivsflå, K. H. (2016g). *9 Avkastningskrav = målestokk for rentabilitet*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole 9. februar 2016. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2016/BUS440%20-%2009%20-%202016.pdf>. Sist avlest 24.04.17

Knivsflå, K. H. (2016h). *10 Strategisk rentabilitetsanalyse*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole 11. februar 2016. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2016/BUS440%20-%2010%20-%202016.pdf>. Sist avlest 02.05.17

Knivsflå, K. H. (2016i). *11 Strategisk driftsanalyse*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole 16. februar 2016. Hentet fra

- <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2016/BUS440%20-%2011%20-%202016.pdf>. Sist avlest 03.05.17
- Knivsfå, K. H. (2016j). *13 Framtidsrekneskap – ramme og driftsinntekter*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 23. februar 2016. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/opplegg/BUS440%20PLAN%202016.pdf>. Sist avlest 08.05.17
- Knivsfå, K. H. (2016k). *14 Framtidsrekneskap – andre budsjettdriverarar*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole 25. februar 2016. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2016/BUS440%20-%2014%20-%202016.pdf>. Sist avlest 09.05.17
- Knivsfå, K. H. (2016l). *15 Framtidskrav og strategisk rentabilitetsanalyse*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole 1. mars 2016. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2016/BUS440%20-%2015%20-%202016.pdf>. Sist avlest 10.05.17
- Knivsfå, K. H. (2016m). *16 Fundamental verdivurdering – egenkapitalmetoden*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 3. mars 2016. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2016/BUS440%20-%2016%20-%202016.pdf>. Sist avlest 22.03.17
- Knivsfå, K. H. (2016n). *17 SK-metoden og verdikonvergens*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 8. mars 2016. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2016/BUS440%20-%2017%20-%202016.pdf>. Sist avlest 21.03.17
- Knivsfå, K. H. (2016o). *18 Uvisse i verdiestimatet og «some topics in valutaion»*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole 10. mars 2016. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2016/BUS440%20-%2018%20-%202016.pdf>. Sist avlest 18.05.17
- Knivsfå, K. H. (2016p). *21 Komparativ verdivurdering*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2016/BUS440%20-%2021%20-%202016.pdf>. Sist avlest 17.03.17

Årsrapporter

Årsrapporter er hentet fra selskapenes hjemmesider, hvorav perioden 2002-2016 gjør seg gjeldende for Netflix, og perioden 2010-2016 for Amazon.com, Inc. og Time Warner, Inc.:

Amazon.com, Inc.: <http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=97664&p=irol-reportsannual>

Netflix, Inc.: <https://ir.netflix.com/sec.cfm>

Time Warner, Inc.: <http://ir.timewarner.com/phoenix.zhtml?c=70972&p=irol-reportsAnnual>

Rapporter, utredninger og lover

Carroll, H., Menenberg, A., & Kwok, I. (2009). *Strategic Report for Netflix, Inc.* Hentet fra <http://economics-files.pomona.edu/jlikens/SeniorSeminars/oasis/reports/-NFLX.pdf>. Sist avlest 21.02.17

Chameleon Media Group. (2015). *Chameleon Media Group, Inc.* (435-7866). Hentet fra <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1642572/000164257215000002/regulationa-chameleonmediagro.htm>. Sist avlest 06.03.17

Criminal Resource Manual. (1976). *1854. Copyright Infringement - First Sale Doctrine.* Hentet fra <https://www.justice.gov/usam/criminal-resource-manual-1854-copyright-infringement-first-sale-doctrine>. Sist avlest 08.02.17

OECD. (2017). *Interim Economic Outlook.* Hentet fra <http://www.oecd.org/eco/outlook/Will-risks-derail-the-modest-recovery-OECD-Interim-Economic-Outlook-March-2017.pdf>. Sist avlest 15.03.17

Ooyala. (2015). *2015 State of the Broadcast Industry.* Hentet fra <http://go.ooyala.com/rs/-OOYALA/images/Ooyala-State-Of-The-Broadcast-Industry.pdf>. Sist avlest 24.02.17

PwC. (2016a). *Leases.* Hentet fra <http://www.pwc.com/us/en/cfodirect/assets/pdf/accounting-guides/pwc-lease-accounting-guide.pdf>. Sist avlest 07.04.17

PwC. (2016b). *Videoquake 4.0: Binge, stream, repeat - how video is changing forever.* Hentet fra <http://www.pwc.com/us/en/industry/entertainment-media/publications/consumer-intelligence-series/assets/pwc-videoquake-4.0.pdf>. Sist avlest 09.02.17

Ramsaran, A. (2014). «Look at the Bigger Picture». Hentet fra https://idea.library.drexel.edu/islandora/object/idea%3A6163/-datastream/OBJ/download/___Look_at_the_bigger_picture___an_analysis_of_Netflix___s_business_model_and_strategy_from_CEO_Reed_Hastings___long-term_view.pdf. Sist avlest 31.01.17

Stupak, J. M. (2016). *The Internet Tax Freedom Act: In Brief.* Hentet fra <https://fas.org/sgp/crs/misc/R43772.pdf>. Sist avlest 13.03.17

Internettbaserte kilder

- Amatriain, X. & Basilico, J. (2012). *Netflix Recommendations: Beyond the 5 stars (Part 1)*. Hentet fra <http://techblog.netflix.com/2012/04/netflix-recommendations-beyond-5-stars.html>. Sist avlest 03.03.17
- Amundsen, G. (2017). Forbruker-seier i EU: Nå kan du bruke TV2 sumo og Netflix abonnementet ditt hvor du vil i Europa. *Aftenposten*. Hentet fra <http://www.aftenposten.no/digital/Forbruker-seier-i-EU-Na-kan-du-bruke-TV2-sumo-og-Netflix-abonnementet-ditt-hvor-du-vil-i-Europa-9807b.html>. Sist avlest 02.03.17
- Archer, S. (2016). Ending password sharing is a 'growth opportunity' for Netflix. Hentet fra <http://nordic.businessinsider.com/netflix-share-password-reason-2016-7?r=US&IR=T>. Sist avlest 15.03.17
- Bailey, C. (2015). *5 huge lessons I learned binge-watching Netflix for a month*. Hentet fra <http://alifeofproductivity.com/experiment-5-huge-lessons-i-learned-binge-watching-netflix-for-an-entire-month/#rf6-7772>. Sist avlest 27.02.17
- Bawden, T. (2016). Global warming: Data centres to consume three times as much energy in next decade, experts warn. *The Independent*. Hentet fra <http://www.independent.co.uk/environment/global-warming-data-centres-to-consume-three-times-as-much-energy-in-next-decade-experts-warn-a6830086.html>. Sist avlest 28.02.17
- Beaver, L., & Boland, M. (2015). US millennials willing to pay for entertainment, but not digital news. Hentet fra <http://www.businessinsider.com/us-millennials-pay-for-entertainment-not-news-2015-11?r=US&IR=T&IR=T>. Sist avlest 21.02.17
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2017). Open Market Operations. Hentet fra <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>. Sist avlest 21.03.17
- Bouma, L. (2017). An Amazon Glitch Turned Off Netflix, Hulu, PlayStation Vue, & Amazon Video For Many Americans. Hentet fra <http://cordcuttersnews.com/amazon-glitch-turned-off-netflix-hulu-playstation-vue-amazon-video-many-americans/>. Sist avlest 13.03.17
- Brownell, C. (2015). Piracy-powered video streaming platform Popcorn Time is a major threat to Netflix. *Financial Post*. Hentet fra http://business.financialpost.com/fp-tech-desk/piracy-powered-video-streaming-platform-popcorn-time-is-a-major-threat-to-netflix?__lsa=d2c9-3058. Sist avlest 13.03.17

- Copeland, M. V. (2010). Reed Hastings: Leader of the pack. *Fortune*. Hentet fra <http://fortune.com/2010/11/18/reed-hastings-leader-of-the-pack/>. Sist avlest 01.02.17
- Cord cutter. (u.å.). *Oxford Dictionaries*. Hentet fra https://en.oxforddictionaries.com/definition/cord_cutter. Sist avlest 09.02.17
- Daily Treasury Yield Curve Rates (2017). *U.S. Department of the Treasury*. Hentet fra <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yield>. Sist avlest 24.04.17
- Del Rey, J. (2017). Amazon has at least 66 million Prime members but subscriber growth may be slowing. *CNBC*. Hentet fra <http://www.cnbc.com/2017/02/04/-amazon-has-at-least-66-million-prime-members-but-subscriber-growth-may-be-slowing.html>. Sist avlest 07.02.17
- Disposable Personal Income. (2017). *Fred*. Hentet fra <https://fred.stlouisfed.org/series/DSPI>. Sist avlest 22.03.17
- Dyrnes, S. (2004). Verdsettelse ved bruk av multiplikator. Hentet fra <https://www.lederkilden.no/tema/finans/verdivurdering/verdsettelse-ved-bruk-av-multiplikatorer>. Sist avlest 23.05.17
- Eckblad, B. (2016). Tv-vanene til «millennials» er smittefarlige. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <http://www.dn.no/etterBors/2016/01/14/1116/Strimming/-tvvanene-til-millennials-er-smittefarlige>. Sist avlest 07.02.17
- Effective Federal Funds Rate. (2017). *Fred*. Hentet fra <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>. Sist avlest 22.03.17
- eMarketer. (2016). Growth in Time Spent with Media Is Slowing. Hentet fra <https://www.emarketer.com/Article/Growth-Time-Spent-with-Media-Slowing/1014042>. Sist avlest 24.02.17
- Epstein, E. J. (2010). Is Netflix Streaming Its Way Towards Disaster? Hentet fra <http://www.thewrap.com/netflix-streaming-its-way-towards-disaster-23019/>. Sist avlest 08.02.17
- Faughnder, R. (2017). Home video sales shrank again in 2016 as Americans switched to streaming. *Los Angeles Times*. Hentet fra <http://www.latimes.com/business/-hollywood/la-fi-ct-home-video-decline-20170106-story.html>. Sist avlest 13.03.17
- Fernandez, Ortiz & Acín (2016). Market Risk Premium used in 71 countries in 2016. Hentet fra http://www.psc.state.fl.us/library/filings/16/0755416/Support/92_Fernandez%20-

- Market%20Risk%20Premium%20used%20in%2071%20Countries%202016.pdf. Sist avlest 25.04.17
- Fiegerman, S. (2017). New FCC chairman wants to fix net neutrality 'mistake'. CNN Tech. Hentet fra <http://money.cnn.com/2017/02/28/technology/fcc-net-neutrality/>. Sist avlest 01.03.17
- Financial Times. (2017, 23.04). Netflix Inc. Hentet fra <https://markets.ft.com/data/equities/tearsheet/forecasts?s=NFLX:NSQ>. Sist avlest 23.04.17
- Finley, K. (2015). Your Binge-Watching Is Making the Planet Warmer. Hentet fra <https://www.wired.com/2015/05/binge-watching-making-planet-warmer/>. Sist avlest 28.02.17
- Forbes. (2016). #15 Netflix. Hentet fra <https://www.forbes.com/companies/netflix/>. Sist avlest 03.03.17
- Fossheim, K. (2017). Ny Netflix-regel på vei – og du kommer til å elske den. Hentet fra <http://www.tv2.no/nyheter/8928418/>. Sist avlest 02.03.17
- Free Press. (u.å.). Net Neutrality: What You Need to Know Now. Hentet fra <https://www.savetheinternet.com/net-neutrality-what-you-need-know-now>. Sist avlest 01.03.17
- Fritz, B. (2009). Warner Bros. takes aim at Netflix along with Redbox. *The Los Angeles Times*. Hentet fra <http://latimesblogs.latimes.com/entertainmentnewsbuzz/-2009/08/warner-bros-going-after-netflix-along-with-redbox.html>. Sist avlest 02.03.17
- Fundinguniverse. (u.å.). Netflix, Inc. History. Hentet fra <http://www.funding-universe.com/company-histories/netflix-inc-history/>. Sist avlest 01.02.17
- Furusest, T. (2010). Introduksjon til aksjeverdsettelse. Hentet fra <http://www.morningstar.no/no/news/86937/introduksjon-til-aksjeverdsettelse.aspx>. Sist avlest 23.05.17
- Global Net Neutrality Coalition. (u.å.). Status of Net Neutrality Around the World. Hentet fra <https://www.thisisnetneutrality.org>. Sist avlest 01.03.17
- González, Á. (2017). Greenpeace sees haze in Amazon's path to green cloud computing. *The Seattle Times*. Hentet fra <http://www.seattletimes.com/business/retail/-greenpeace-amazons-path-to-green-cloud-computing-is-unclear/>. Sist avlest 28.02.17

- Grabar, H. (2016). The Netflix Tax Is Coming, and Why Not? Hentet fra http://www.slate.com/blogs/moneybox/2016/09/27/netflix_taxes_have_grown_popular_in_states_and_cities_as_entertainment_moves.html. Sist avlest 13.03.17
- Greenberg, J. (2016a). For Netflix, Discontent Over Blocked VPNs Is Boiling. Hentet fra <https://www.wired.com/2016/03/netflix-discontent-blocked-vpns-boiling/>. Sist avlest 06.03.17
- Greenberg, J. (2016b). Netflix May Never Break Into China. Hentet fra <https://www.wired.com/2016/01/netflix-may-never-break-into-china/>. Sist avlest 02.03.17
- Hill, L. (2016). 70% of consumers binge watch 5 episodes in a sitting, survey says. Los Angeles Times. Hentet fra <http://www.latimes.com/entertainment/envelope/-cotown/la-et-ct-binge-viewing-survey-story.html>. Sist avlest 27.02.17
- Hulu. (u.å.). About Hulu. Hentet fra <https://www.hulu.com/press/about>. Sist avlest 06.02.17
- Hungerford, T. L. (2013). Corporate tax rates and economic growth since 1947. Hentet fra <http://www.epi.org/publication/ib364-corporate-tax-rates-and-economic-growth/>. Sist avlest 09.05.17
- James, D. (2015). What's next for Netflix's streaming tech? Hentet fra <http://www.techradar.com/news/television/what-s-next-for-netflix-s-streaming-tech-1300135>. Sist avlest 03.03.17
- Jenckes, M. (2012). Xfinity Streampix: New Streaming Service Delivers More TV Everywhere. Hentet fra <http://corporate.comcast.com/comcast-voices/xfinity-streampix-new-streaming-service-delivers-more-tv-everywhere>. Sist avlest 13.03.17
- Kaysen, M. (2015). Understand the «SVOD», «TVOD» and «AVOD» terms and business models of streaming services like Netflix. Hentet fra <https://www.linkedin.com/pulse/understand-svod-tvod-avod-terms-business-models-streaming-mads-kaysen>. Sist avlest 09.02.17
- Kochhar, R. (2015). How Americans compare with the global middle class. Hentet fra <http://www.pewresearch.org/fact-tank/2015/07/09/how-americans-compare-with-the-global-middle-class/>. Sist avlest 27.02.17
- Lawler, R. (2015). HBO Now is cutting the cord, but there are still a few strings. Hentet fra <https://www.engadget.com/2015/03/09/hbo-now-strings/>. Sist avlest 07.02.17

- Lecher, C. (2016). Indonesia's biggest telecom is blocking Netflix. Hentet fra <http://www.theverge.com/2016/1/27/10840498/indonesias-telkom-netflix-block>. Sist avlest 13.03.17
- Levy, A (2016). 50% Original Content Isn't an Original Idea for Netflix. Hentet fra <https://www.fool.com/investing/2016/09/30/50-original-content-isnt-an-original-idea-for-netf.aspx>. Sist avlest 14.02.17
- Magni, M., Martinez, A., & Motiwala, R. (2016). Meet today's American consumer. Hentet fra <http://www.mckinsey.com/industries/consumer-packaged-goods/our-insights/meet-todays-american-consumer>. Sist avlest 27.02.17
- MarketingCharts. (2016). Subscription Video-on-Demand Penetration Nears Half of US Households. Hentet fra <http://www.marketingcharts.com/online/subscription-video-on-demand-penetration-nears-half-of-us-households-65788/>. Sist avlest 13.03.17
- Mathew, A. (u.å.). Netflix, Inc. Success Story. Hentet fra <https://successtory.com/companies/netflix-inc>. Sist avlest 01.02.17
- Mathews, K. (2014). How Netflix is Hurting the Environment. Hentet fra <http://www.care2.com/causes/how-netflix-is-hurting-the-environment.html>. Sist avlest 28.02.17
- McAlone, N. (2015). Here's how Netflix and Amazon original shows stack up against each other. Hentet fra <http://www.businessinsider.com/netflix-versus-amazon-on-original-shows-2015-12?r=US&IR=T&IR=T>. Sist avlest 07.02.17
- McAlone, N. (2016). Amazon Prime Video now has 4 times as many movies as Netflix. Hentet fra <http://www.businessinsider.com/amazon-prime-video-has-4-times-as-many-movies-as-netflix-2016-4?r=US&IR=T&IR=T>. Sist avlest 03.03.17
- Media Convention Berlin 2015 - Talk with Netflix CEO Reed Hastings.* (2015). [videoklipp]. Hentet fra <https://qz.com/402036/netflixs-reed-hastings-predicts-the-future-of-tv-over-the-next-20-years/>. Sist avlest 16.02.17
- Myers, M. (2015). How Our Incessant Netflix Watching Impacts the Environment. Hentet fra <http://www.themarysue.com/the-environmental-impact-of-netflix/>. Sist avlest 28.02.17
- NASDAQ – Most Active Stocks. (2017). *Nasdaq*. Hentet fra <http://www.nasdaq.com/markets/most-active.aspx#/SHR>. Sist avlest 24.04.17
- NASDAQ Composite. (2017). *Yahoo Finance*. Hentet fra <http://finance.yahoo.com/quote/%5EIXIC/history?p=%5EIXIC>. Sist avlest 22.03.17

- Nath, T. (2016). Hulu, Netflix, And Amazon Instant Video Comparison. *Investopedia*. Hentet fra <http://www.investopedia.com/articles/personal-finance/121714/-hulu-netflix-and-amazon-instant-video-comparison.asp>. Sist avlest 06.02.17
- NCSL. (2017). *National Unemployment monthly update*. Hentet fra <http://www.ncsl.org/research/labor-and-employment/national-employment-monthly-update.aspx>. Sist avlest 15.04.17
- Net Neutrality. (u.å.). *Investopedia*. Hentet fra <http://www.investopedia.com/terms/-n/net-neutrality.asp>. Sist avlest 01.03.17
- Netflix, Inc. (2017). *Yahoo Finance*. Hentet fra <https://finance.yahoo.com/quote/NFLX/history?p=NFLX>. Sist avlest 06.02.17
- Netflix, Inc. NFLX. (2017). *Morningstar*. Hentet fra <http://investors.morningstar.com/ownership/shareholders-overview.html?t=NFLX>. Sist avlest 26.04.17
- Netflix. (2001). *Netflix Announces Revenue Sharing Agreements With Dreamworks, Twentieth Century Fox and Universal*. Hentet fra <https://media.netflix.com/en/press-releases/netflix-announces-revenue-sharing-agreements-with-dreamworks-twentieth-century-fox-and-universal-migration-1>. Sist avlest 01.02.17
- Netflix. (2002a). Netflix Announces Initial Public Offering. Hentet fra <https://ir.netflix.com/releasedetail.cfm?ReleaseID=81335>. Sist avlest 01.02.17
- Netflix. (2002b). Netflix Announces Opening of 10 Regional Distribution Centers. Hentet fra <https://ir.netflix.com/releasedetail.cfm?ReleaseID=83066>. Sist avlest 01.02.17
- Netflix. (2016). Netflix is now available around the world. Hentet fra <https://media.netflix.com/en/press-releases/netflix-is-now-available-around-the-world>. Sist avlest 01.02.17
- Netflix. (2017). Netflix's View: Internet TV is replacing linear TV. Hentet fra <https://ir.netflix.com/long-term-view.cfm>. Sist avlest 08.02.17
- Netflix. (u.å.a). About netflix. Hentet fra <https://media.netflix.com/en/about-netflix>. Sist avlest 01.02.17
- Netflix. (u.å.b). Hvor er Netflix tilgjengelig? Hentet fra <https://help.netflix.com/nb/node/14164>. Sist avlest 01.02.17

- Netflix. (u.å.c). Overview. Hentet fra <https://ir.netflix.com/index.cfm>. Sist avlest 31.01.17
- New Technology TV. (2016). Best Movie & TV Streaming Services 2017. Hentet fra <http://www.newtechnologytv.com/best-tv-streaming-services/>. Sist avlest 07.02.17
- O'Brien, S. A. (2016). Netflix now lets you watch your favorite shows offline. *CNN Tech*. Hentet fra <http://money.cnn.com/2016/11/30/technology/netflix-download-feature/>. Sist avlest 01.02.17
- Oanda FX Rates. (2017). *Oanda*. Hentet fra <https://www.oanda.com/fx-for-business/historical-rates>. Sist avlest 22.03.17
- Ohannessian, K. (2013). Do You Binge Watch on Netflix? You Are Not Alone. Hentet fra <http://www.tomsguide.com/us/most-binge-watch-netflix,news-17986.html>. Sist avlest 27.02.17
- Oyedele, A. (2016). Here comes the Fed... Hentet fra <http://nordic.businessinsider.com/fed-fomc-statement-interest-rates-december-2016-2016-12?r=US&IR=T>. Sist avlest 15.03.17
- Perez, S. (2017). Spotify, Netflix, LINE, Pandora & HBO NOW top the list of 2016's biggest apps by revenue. Hentet fra <https://techcrunch.com/2017/01/13/-spotify-netflix-line-pandora-hbo-now-top-the-list-of-2016s-biggest-apps-by-revenue/>. Sist avlest 07.02.17
- Piratkopiering. (2009). *Store norske leksikon*. Hentet fra <https://snl.no/piratkopiering>. Sist avlest 23.02.17
- Plunkett Research, Ltd. (2014). Entertainment, Media, Publishing & Broadcasting Business Trends Analysis. Hentet fra <http://www.plunkettresearch.com/trends-analysis/entertainment-media-publishing-business-market/>. Sist avlest 27.02.17
- Poletti, T. (2016). Why Netflix gave up on streaming into China, for now. Hentet fra <http://www.marketwatch.com/story/netflix-takes-china-off-its-to-do-list-for-now-2016-10-17>. Sist avlest 02.03.17
- Pomerantz, D. (2013). The Producer Behind 'House of Cards' On How Netflix Offered Creative Freedom. *Forbes*. Hentet fra <http://www.forbes.com/sites/dorothypomerantz/2013/07/18/the-producer-behind-house-of-cards-on-how-netflix-offered-creative-freedom/#23f71e20a63b>. Sist avlest 14.02.17
- Pomerantz, D. (2014). How A Culture Of Innovation Could Win Netflix Some Emmys. *Forbes*. Hentet fra <https://www.forbes.com/sites/dorothypomerantz/-2014/08/20/how->

- a-culture-of-innovation-could-win-netflix-some-emmys/#3a3bbe4c19cd. Sist avlest 03.03.17
- Porter, M. E. (2008). The Five Competitive Forces That Shape Strategy. Hentet fra <https://hbr.org/2008/01/the-five-competitive-forces-that-shape-strategy>. Sist avlest 15.02.17
- Potter, W. (2015). Why Health Insurers May Be Destined to Follow Blockbuster Into Irrelevance. *The Huffington Post*. Hentet fra http://www.huffingtonpost.com/wendell-potter/why-health-insurers-may-b_b_7206214.html. Sist avlest 16.02.17
- PR Newswire. (2015a). Global SVOD Forecasts to 2020 - Revenues will Reach \$26,794 Million in 2020; 10 Times the \$2,644 Million Recorded in 2010. Hentet fra <http://www.prnewswire.com/news-releases/global-svod-forecasts-to-2020---revenues-will-reach-26794-million-in-2020-10-times-the-2644-million-recorded-in-2010-300182589.html>. Sist avlest 13.03.17
- PR Newswire. (2015b). Global Video on Demand Market 2015-2020 - \$74 Billion Revenue Model, Platform, Applications, Industry Verticals, Geography and Vendors Analysis. Hentet fra <http://www.prnewswire.com/news-releases/global-video-on-demand-market-2015-2020---74-billion-revenue-model-platform-applications-industry-verticals-geography-and-vendors-analysis-300177169.html>. Sist avlest 13.03.17
- S&P 500. (2017). *Yahoo Finance*. Hentet fra <http://finance.yahoo.com/quote/%5EGSPC/history?p=%5EGSPC>. Sist avlest 22.03.17
- Sadam, R., & Richwine L. (2016). Netflix customer growth slows amid price hike, shares plunge. Hentet fra <http://www.reuters.com/article/us-netflix-results-idUSKCN0ZY2H4>. Sist avlest 15.02.17
- Sandoval, G. (2010). HBO launches Netflix rival. Hentet fra <https://www.cnet.com/news/hbo-launches-netflix-rival/>. Sist avlest 07.02.17
- Sandoval, G. (2012). Netflix's lost year. The inside story of the price-hike train wreck. Hentet fra <https://www.cnet.com/news/netflixs-lost-year-the-inside-story-of-the-price-hike-train-wreck/>. Sist avlest 03.02.17
- Shepardson, D. (2017). New FCC chair vows 'light-touch' approach to regulation. Hentet fra <http://in.reuters.com/article/us-usa-fcc-idINKBN16720Z>. Sist avlest 01.03.17
- Sherman, R., & Waterman, D. (2016). *Handbook on the Economics of the Internet*. Hentet fra https://books.google.no/books?hl=no&lr=&id=jXwhDAAAQBAJ&oi=fnd&p-g=PA458&dq=video+entertainment+industry+netflix&ots=bNwBtEHUAW&sig=_gR

1sBHn_YtrB7FSrgfp49EidWM&redir_esc=y#v=onepage&q=video%20entertainment%20industry%20netflix&f=false. Sist avlest 07.02.17

Smith, P. (2014). How does Amazon Web Services work? *The Telegraph*. Hentet fra <http://www.telegraph.co.uk/sponsored/business/amazon-entrepreneurs/10926219/amazon-web-services.html>. Sist avlest 13.03.17

Spangler, T. (2016). Younger Viewers Watch 2.5 Times More Internet Video Than TV. Hentet fra <http://variety.com/2016/digital/news/millennial-gen-z-youtube-netflix-video-social-tv-study-1201740829/>. Sist avlest 27.02.17

St. Bonaventure University. (2016). ICYMI: Where Kodak Failed and Netflix Didn't (a lesson in innovation). Hentet fra <https://online.sbu.edu/news/2016/06/28/-where-kodak-failed-and-netflix-didnt-lesson-innovation>. Sist avlest 03.03.17

Standard & Poor's. (2017) Sovereign Ratings List. Hentet fra https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/renderArticle.do?articleId=1780963&SctArtId=412609&from=CM&nsl_code=LIME&sourceObjectId=9936460&sourceRevId=1&fee_ind=N&exp_date=20270106-21:38:13. Sist avlest 24.04.17

Statista. (u.å.a). Number of nominations and wins for Netflix original programs at the Primetime Emmy Awards from 2013 to 2016. Hentet fra <https://www.statista.com/statistics/324190/nominations-winners-netflix-original-programs-emmy-awards-usa/>. Sist avlest 01.02.17

Statista. (u.å.b). Percentage of time spent with live broadcast TV and online TV services in the United States as of March 2015, by age. Hentet fra <https://www.statista.com/statistics/425975/share-of-time-spent-live-broadcast-tv-online-tv-usa-age/>. Sist avlest 16.03.17

Steel, E. (2016). HBO Now Has 800,000 Paid Streaming Subscribers, Time Warner Says. *The New York Times*. Hentet fra https://www.nytimes.com/2016/02/11/business/media/hbo-now-has-800000-paid-streaming-subscribers-time-warner-says.html?_r=0. Sist avlest 06.03.17

Steele, R. (2015). If You Think Piracy Is Decreasing, You Haven't Looked at the Data... Hentet fra <http://www.digitalmusicnews.com/2015/07/16/if-you-think-piracy-is-decreasing-you-havent-looked-at-the-data-2/>. Sist avlest 27.02.17

Stelter, B. (2016). Amazon Prime goes monthly in new challenge to Netflix. *CNN Media*. Hentet fra <http://money.cnn.com/2016/04/17/media/amazon-prime-video-new-pricing/>. Sist avlest 13.03.17

- Team CGK. (2016). How to determine generational birth years. Hentet fra http://genhq.com/generational_birth_years/. Sist avlest 23.02.17
- Thomas, O. (2012). Netflix's Forgotten Cofounder Says Reed Hastings Is Lying About How He Came Up With The Idea For The Company. Hentet fra <http://www.businessinsider.com/netflix-forgotten-cofounder-marc-randolph-2012-10?r=US&IR=T&IR=T>. Sist avlest 06.03.17
- Trefis Team. (2016). Original Programming Can Be Netflix's Key Competitive Edge In 2017. Forbes. Hentet fra <http://www.forbes.com/sites/greatspeculations/-2016/12/29/can-original-programming-be-netflixs-key-competitive-edge-in-2017/#784c56411fe4>. Sist avlest 08.02.17
- Ulanoff, L. (2017). 6 ways the death of Net Neutrality will affect you. Hentet fra <http://mashable.com/2017/02/09/when-net-neutrality-dies/#mWGMYbvMxiqa>. Sist avlest 01.03.17
- Walgrove, A. (2015). The Explosive Growth of Online Video, in 5 Charts. Hentet fra <https://contently.com/strategist/2015/07/06/the-explosive-growth-of-online-video-in-5-charts/>. Sist avlest 16.03.17
- Welch, C. (2017). This is the new Hulu experience with live TV. Hentet fra <http://www.theverge.com/ces/2017/1/7/14195588/hulu-live-tv-streaming-internet-ces-2017>. Sist avlest 06.02.17
- Willcox, J. K. (2016). Cord Cutters Are Few, But Tons of Us Are Streaming Video. Hentet fra <http://www.consumerreports.org/streaming-media-players/cord-cutters-are-few-but-tons-of-us-are-streaming-video/>. Sist avlest 09.02.17
- Wohlsen, M. (2014). Comcast Burns Netflix Again by Snagging House of Cards. Hentet fra <https://www.wired.com/2014/03/comcast-bites-netflix-snagging-big-show/>. Sist avlest 03.03.17
- Wolverton, T. (2011). Netflix reverses decision to split its video streaming and DVD services. *The Mercury News*. Hentet fra <http://www.mercurynews.com/2011/-10/10/2011-netflix-reverses-decision-to-split-its-video-streaming-and-dvd-services/>. Sist avlest 03.02.17
- Wright, M. S. (2016). Video-Streaming Companies See the «Netflix Tax» Going into Effect Around the Country to the Dismay of «Cord Cutters». Hentet fra <http://www.butlersnow.com/2016/11/video-streaming-companies-see-netflix-tax-going-effect-around-country-dismay-cord-cutters/>. Sist avlest 13.03.17

15 Vedlegg

15.1 Resultatregnskap og balanse for Netflix for perioden 2011-2016

USD (i tusen)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Salgsinntekter	3 204 577	3 609 282	4 374 562	5 504 656	6 779 511	8 830 669
= Driftsinntekter	3 204 577	3 609 282	4 374 562	5 504 656	6 779 511	8 830 669
- Varekostnader	2 039 901	2 625 866	3 083 256	3 752 760	4 591 476	6 029 901
- Markedsføringskostnader	381 269	465 400	503 889	607 186	824 092	991 078
- Teknologi- og utviklingskostnader	259 033	329 008	378 769	472 321	650 788	852 098
- Lønns- og administrasjonskostnader	148 306	139 016	180 301	269 741	407 329	577 799
= Driftsresultat	376 068	49 992	228 347	402 648	305 826	379 793
- Rentekostnad	20 025	19 986	29 142	50 219	132 716	150 114
+ Renter og annen finansiell inntekt	3 479	474	-28 131	-3 060	-31 225	30 828
= Resultat før skatt	359 522	30 480	171 074	349 369	141 885	260 507
- Skattekostnad	133 396	13 328	58 671	82 570	19 244	73 829
= Årsresultat	226 126	17 152	112 403	266 799	122 641	186 678
+ Omregning av utenlandsk valuta	24	1 357	1 772	-7 768	-37 887	-5 464
+ Urealisert gevinst på verdipapirer tilgjengelig for salg	-68	856	-1 116	-253	-975	207
= Totalresultat	226 082	19 365	113 059	258 778	83 779	181 421
→ Foreslått utbytte	0	0	0	0	0	0

Tabell 15.1: Resultatregnskap for Netflix for perioden 2011-2016 (Netflix, Inc., 2012-2017)

USD (i tusen)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Langsiktig innhold, netto	1 046 934	1 506 008	2 091 071	2 773 326	4 312 817	7 274 501
+ Eiendom og utstyr, netto	136 353	131 681	133 605	149 875	173 412	250 395
+ Andre anleggsmidler	55 052	89 410	129 124	192 981	284 802	341 423
= Anleggsmidler	1 238 339	1 727 099	2 353 800	3 116 182	4 771 031	7 866 319
Kontanter og kontantekvivalenter	508 053	290 291	604 965	1 113 608	1 809 330	1 467 576
+ Kortsiktige investeringer	289 758	457 787	595 440	494 888	501 385	266 206
+ Kortsiktig innhold, netto	919 709	1 368 162	1 706 421	2 125 702	2 905 998	3 726 307
+ Forhåndsbetalt innhold	56 007	59 929	0	0	0	0
+ Andre omløpsmidler	57 330	64 622	151 937	206 271	215 127	260 202
= Omløpsmidler	1 830 857	2 240 791	3 058 763	3 940 469	5 431 840	5 720 291
→ Eiendeler	3 069 196	3 967 890	5 412 563	7 056 651	10 202 871	13 586 610

Tabell 15.2: Balanseoppstilling for Netflix, herunder eiendeler, for perioden 2011-2016

(Netflix, Inc., 2012-2017)

USD (i tusen)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ordinær aksjekapital	55	56	60	60	1 324 809	1 599 762
+ Annen innskutt egenkapital	219 119	301 616	777 441	1 042 810	0	0
+ Akkumulerte andre resultatelement	706	2 919	3 575	-4 446	-43 308	-48 565
+ Opptjent egenkapital	422 930	440 082	552 485	819 284	941 925	1 128 603
= Egenkapital	642 810	744 673	1 333 561	1 857 708	2 223 426	2 679 800
Gjeld tilknyttet langsiktig innhold	739 628	1 076 622	1 345 590	1 575 832	2 026 360	2 894 654
+ Langsiktig gjeld	200 000	200 000	500 000	900 000	2 371 362	3 364 311
+ Langsiktig gjeld til nærstående parter	200 000	200 000	0	0	0	0
+ Annen langsiktig gjeld	42 436	55 563	67 109	50 557	30 999	42 688
+ Leasingfinansiering	19 267	15 106	12 100	9 400	21 100	18 500
= Langsiktig gjeld	1 201 331	1 547 291	1 924 799	2 535 789	4 449 821	6 320 153
Gjeld tilknyttet kortsiktig innhold	935 036	1 366 847	1 775 983	2 117 241	2 789 023	3 632 711
+ Leverandørgjeld	86 992	86 468	108 435	201 581	253 491	312 842
+ Påløpte kostnader	54 231	53 139	54 018	69 746	140 389	197 632
+ Forskuddsbetalte inntekter	148 796	169 472	215 767	274 586	346 721	443 472
= Kortsiktig gjeld	1 225 055	1 675 926	2 154 203	2 663 154	3 529 624	4 586 657
→ Egenkapital og gjeld	3 069 196	3 967 890	5 412 563	7 056 651	10 202 871	13 586 610

Tabell 15.3: Balanseoppstilling for Netflix, herunder egenkapital og gjeld, for perioden 2011-2016

(Netflix, Inc., 2012-2017)

15.2 Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse for Amazon

USD (i tusen)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Inntekter tilknyttet produksalg	42 000 000	51 733 000	60 903 000	70 080 000	79 268 000	94 665 000
+ Inntekter tilknyttet tjenestesalg	6 077 000	9 360 000	13 549 000	18 908 000	27 738 000	41 322 000
= Driftsinntekter	48 077 000	61 093 000	74 452 000	88 988 000	107 006 000	135 987 000
- Varekostnader	37 206 000	45 855 000	54 028 000	62 562 000	71 462 000	88 028 000
- Amazon Fulfillment	4 576 000	6 419 000	8 585 000	10 766 000	13 410 000	17 619 000
- Markedsføringskostnader	1 630 000	2 408 000	3 133 000	4 332 000	5 254 000	7 233 000
- Teknologi- og innholdsskostnader	2 909 000	4 564 000	6 565 000	9 275 000	12 540 000	16 085 000
- Lønns- og administrasjonskostnader	658 000	896 000	1 129 000	1 552 000	1 747 000	2 432 000
- Andre driftskostnader	154 000	159 000	114 000	133 000	171 000	167 000
= Driftsresultat	944 000	792 000	898 000	368 000	2 422 000	4 423 000
- Driftsrelatert skattekostnad	327 000	274 347	311 066	127 475	838 976	1 532 119
= Netto driftsresultat	617 000	517 653	586 934	240 525	1 583 024	2 890 881
+ Netto finansinntekt	46 767	30 667	29 133	58 267	38 333	76 667
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	663 767	548 319	616 068	298 792	1 621 357	2 967 547
- Netto finanskostnad	50 050	160 550	137 800	136 500	312 650	377 000
= Nettoresultat til egenkapital	613 717	387 769	478 268	162 292	1 308 707	2 590 547
+ Unormalt netto driftsresultat	-163 983	-289 436	-37 001	-637 825	-726 440	-567 547
+ Unormalt netto finansresultat	55 267	-60 333	-113 267	-91 467	-198 267	86 000
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	505 000	38 000	328 000	-567 000	384 000	2 109 000
- Netto betalt utbytte	-388 000	-397 000	-1 226 000	-1 562 000	-2 259 000	-3 792 000
= Endring i egenkapital	893 000	435 000	1 554 000	995 000	2 643 000	5 901 000

Tabell 15.4: Omgruppert og justert resultatregnskap for Amazon for perioden 2011-2016

(Amazon.com, Inc., 2012-2017)

USD (i tusen)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsrelaterte anleggsmidler	7 788 000	11 259 000	15 534 000	23 178 000	29 042 000	37 621 000
+ Driftsrelaterte omløpsmidler	7 914 000	9 848 000	12 178 000	13 911 000	15 897 000	19 800 000
= Driftsrelaterte eiendeler	15 702 000	21 107 000	27 712 000	37 089 000	44 939 000	57 421 000
Finansielle anleggsmidler	0	0	0	0	0	0
+ Finansielle omløpsmidler	9 576 000	11 448 000	12 447 000	17 416 000	19 808 000	25 981 000
= Finansielle eiendeler	9 576 000	11 448 000	12 447 000	17 416 000	19 808 000	25 981 000
→ Totale eiendeler	25 278 000	32 555 000	40 159 000	54 505 000	64 747 000	83 402 000
Egenkapital	7 757 000	8 192 000	9 746 000	10 741 000	13 384 000	19 285 000
Langsiktig driftsrelatert gjeld	0	2 277 000	4 242 000	7 410 000	9 249 000	12 607 000
+ Kortsiktig driftsrelatert gjeld	14 896 000	19 002 000	22 980 000	28 089 000	33 887 000	43 816 000
= Driftsrelatert gjeld	14 896 000	21 279 000	27 222 000	35 499 000	43 136 000	56 423 000
Langsiktig finansiell gjeld	2 625 000	3 084 000	3 191 000	8 265 000	8 227 000	7 694 000
+ Kortsiktig finansiell gjeld	0	0	0	0	0	0
= Finansiell gjeld	2 625 000	3 084 000	3 191 000	8 265 000	8 227 000	7 694 000
→ Totalkapital	25 278 000	32 555 000	40 159 000	54 505 000	64 747 000	83 402 000

Tabell 15.5: Omgruppert og justert balanse, herunder totalkapital med inndeling i drift og finans, for

Amazon for perioden 2011-2016 (Amazon.com, Inc., 2012-2017)

USD (i tusen)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	7 788 000	8 982 000	11 292 000	15 768 000	19 793 000	25 014 000
+ Driftsrelatert arbeidskapital	-6 982 000	-9 154 000	-10 802 000	-14 178 000	-17 990 000	-24 016 000
= Netto driftseiendeler	806 000	-172 000	490 000	1 590 000	1 803 000	998 000
+ Finansielle eiendeler	9 576 000	11 448 000	12 447 000	17 416 000	19 808 000	25 981 000
= Sysselsatte eiendeler	10 382 000	11 276 000	12 937 000	19 006 000	21 611 000	26 979 000
Egenkapital	7 757 000	8 192 000	9 746 000	10 741 000	13 384 000	19 285 000
+ Finansiell gjeld	2 625 000	3 084 000	3 191 000	8 265 000	8 227 000	7 694 000
= Sysselsatt kapital	10 382 000	11 276 000	12 937 000	19 006 000	21 611 000	26 979 000

Tabell 15.6: Omgruppert og justert balanse, herunder sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital, for

Amazon for perioden 2011-2016 (Amazon.com, Inc., 2012-2017)

USD (i tusen)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	7 788 000	8 982 000	11 292 000	15 768 000	19 793 000	25 014 000
+ Driftsrelatert arbeidskapital	-6 982 000	-9 154 000	-10 802 000	-14 178 000	-17 990 000	-24 016 000
= Netto driftseiendeler	806 000	-172 000	490 000	1 590 000	1 803 000	998 000
Egenkapital	7 757 000	8 192 000	9 746 000	10 741 000	13 384 000	19 285 000
+ Netto finansiell gjeld	-6 951 000	-8 364 000	-9 256 000	-9 151 000	-11 581 000	-18 287 000
= Netto driftskapital	806 000	-172 000	490 000	1 590 000	1 803 000	998 000

Tabell 15.7: Omgruppert og justert balanse, herunder netto driftseiendeler og netto driftskapital, for Amazon for perioden 2011-2016 (Amazon.com, Inc., 2012-2017)

USD (i tusen)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Inngående egenkapital	6 864 000	7 757 000	8 192 000	9 746 000	10 741 000	13 384 000
+ Fullstendig nettoresultat	505 000	38 000	328 000	-567 000	384 000	2 109 000
- Netto betalt utbytte	-388 000	-397 000	-1 226 000	-1 562 000	-2 259 000	-3 792 000
= Utgående egenkapital	7 757 000	8 192 000	9 746 000	10 741 000	13 384 000	19 285 000

Tabell 15.8: Endring i egenkapital for Amazon for perioden 2011-2016 (Amazon.com, Inc., 2012-2017)

15.3 Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse for Time Warner

USD (i tusen)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Salgsinntekter	28 974 000	28 729 000	29 795 000	27 359 000	28 118 000	29 318 000
= Driftsinntekter	28 974 000	28 729 000	29 795 000	27 359 000	28 118 000	29 318 000
- Varekostnader	16 311 000	15 934 000	16 230 000	15 875 000	16 154 000	16 376 000
- Salgs-, administrasjons-, og generelle kostnader	6 439 000	6 333 000	6 465 000	5 190 000	4 824 000	5 123 000
- Avskrivning av immaterielle eiendeler	269 000	248 000	251 000	202 000	189 000	190 000
= Driftsresultat	5 955 000	6 214 000	6 849 000	6 092 000	6 951 000	7 629 000
- Driftsrelatert skattekostnad	1 975 954	2 061 894	2 272 596	2 021 413	2 306 441	2 531 411
= Netto driftsresultat	3 979 046	4 152 106	4 576 404	4 070 587	4 644 559	5 097 589
+ Netto finansinntekt	0	0	0	0	0	0
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	3 979 046	4 152 106	4 576 404	4 070 587	4 644 559	5 097 589
- Netto finanskostnad	786 500	814 450	773 500	759 850	755 950	754 650
+ Netto minoritetsresultat	4 000	3 000	0	0	1 000	1 000
= Nettoresultat til egenkapital	3 196 546	3 340 656	3 802 904	3 310 737	3 889 609	4 343 939
+ Unormalt netto driftsresultat	-400 613	-376 289	-45 037	284 629	-185 342	409 161
+ Unormalt netto finansresultat	-150 933	-163 367	70 133	-184 367	-153 267	-891 100
+ Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	2 645 000	2 801 000	3 828 000	3 411 000	3 551 000	3 862 000
- Netto betalt utbytte	5 629 000	2 881 000	3 801 000	8 839 000	4 408 000	3 146 000
= Endring i egenkapital	-2 984 000	-80 000	27 000	-5 428 000	-857 000	716 000

Tabell 15.9: Omgruppert og justert resultatregnskap for Time Warner for perioden 2011-2016 (Time Warner, Inc., 2012-2017)

USD (i tusen)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsrelaterte anleggsmidler	52 549 000	52 969 000	48 547 000	47 753 000	48 718 000	49 144 000
+ Driftsrelaterte omløpsmidler	9 956 000	10 447 000	9 881 000	10 562 000	10 358 000	11 946 000
= Driftsrelaterte eiendeler	62 505 000	63 416 000	58 428 000	58 315 000	59 076 000	61 090 000
Finansielle anleggsmidler	1 820 000	2 047 000	6 921 000	2 326 000	2 617 000	3 337 000
+ Finansielle omløpsmidler	3 476 000	2 841 000	2 650 000	2 618 000	2 155 000	1 539 000
= Finansielle eiendeler	5 296 000	4 888 000	9 571 000	4 944 000	4 772 000	4 876 000
→ Totale eiendeler	67 801 000	68 304 000	67 999 000	63 259 000	63 848 000	65 966 000
Egenkapital	29 957 000	29 877 000	29 904 000	24 476 000	23 619 000	24 335 000
Minoritetsinteresser	-3 000	1 000	0	0	0	2 000
Langsiktig driftsrelatert gjeld	9 424 000	9 475 000	8 962 000	8 203 000	8 633 000	9 534 000
+ Kortsiktig driftsrelatert gjeld	8 899 000	9 080 000	7 296 000	8 086 000	7 804 000	7 756 000
= Driftsrelatert gjeld	18 323 000	18 555 000	16 258 000	16 289 000	16 437 000	17 290 000
Langsiktig finansiell gjeld	19 501 000	19 122 000	20 745 000	21 376 000	23 594 000	22 392 000
+ Kortsiktig finansiell gjeld	23 000	749 000	1 092 000	1 118 000	198 000	1 947 000
= Finansiell gjeld	19 524 000	19 871 000	21 837 000	22 494 000	23 792 000	24 339 000
→ Totalkapital	67 801 000	68 304 000	67 999 000	63 259 000	63 848 000	65 966 000

Tabell 15.10: Omgruppert og justert balanse, herunder totalkapital med inndeling i drift og finans, for Time Warner for perioden 2011-2016 (Time Warner, Inc., 2012-2017)

USD (i tusen)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	43 125 000	43 494 000	39 585 000	39 550 000	40 085 000	39 610 000
+ Driftsrelatert arbeidskapital	1 057 000	1 367 000	2 585 000	2 476 000	2 554 000	4 190 000
= Netto driftseiendeler	44 182 000	44 861 000	42 170 000	42 026 000	42 639 000	43 800 000
+ Finansielle eiendeler	5 296 000	4 888 000	9 571 000	4 944 000	4 772 000	4 876 000
= Sysselsatte eiendeler	49 478 000	49 749 000	51 741 000	46 970 000	47 411 000	48 676 000
Egenkapital	29 957 000	29 877 000	29 904 000	24 476 000	23 619 000	24 335 000
+ Minoritetsinteresser	-3 000	1 000	0	0	0	2 000
+ Finansiell gjeld	19 524 000	19 871 000	21 837 000	22 494 000	23 792 000	24 339 000
= Sysselsatt kapital	49 478 000	49 749 000	51 741 000	46 970 000	47 411 000	48 676 000

Tabell 15.11: Omgruppert og justert balanse, herunder sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital, for Time Warner for perioden 2011-2016 (Time Warner, Inc., 2012-2017)

USD (i tusen)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	43 125 000	43 494 000	39 585 000	39 550 000	40 085 000	39 610 000
+ Driftsrelatert arbeidskapital	1 057 000	1 367 000	2 585 000	2 476 000	2 554 000	4 190 000
= Netto driftseiendeler	44 182 000	44 861 000	42 170 000	42 026 000	42 639 000	43 800 000
Egenkapital	29 957 000	29 877 000	29 904 000	24 476 000	23 619 000	24 335 000
+ Minoritetsinteresser	-3 000	1 000	0	0	0	2 000
+ Netto finansiell gjeld	14 228 000	14 983 000	12 266 000	17 550 000	19 020 000	19 463 000
= Netto driftskapital	44 182 000	44 861 000	42 170 000	42 026 000	42 639 000	43 800 000

Tabell 15.12: Omgruppert og justert balanse, herunder netto driftseiendeler og netto driftskapital, for Time Warner for perioden 2011-2016 (Time Warner, Inc., 2012-2017)

USD (i tusen)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Inngående egenkapital	32 941 000	29 957 000	29 877 000	29 904 000	24 476 000	23 619 000
+ Fullstendig nettoresultat	2 645 000	2 801 000	3 828 000	3 411 000	3 551 000	3 862 000
- Netto betalt utbytte	5 629 000	2 881 000	3 801 000	8 839 000	4 408 000	3 146 000
= Utgående egenkapital	29 957 000	29 877 000	29 904 000	24 476 000	23 619 000	24 335 000

Tabell 15.13: Endring i egenkapital for Time Warner for perioden 2011-2016 (Time Warner, Inc., 2012-2017)

16 Tabelloversikt

Tabell 5.1: Fullstendig nettoresultat til egenkapital	72
Tabell 5.2: Fullstendig driftsresultat før skatt	73
Tabell 5.3: Fullstendig finansresultat før skatt.....	73
Tabell 5.4: Rapportert resultat, inkludert normale og unormale poster	75
Tabell 5.5: Driftsskattesats	76
Tabell 5.6: Unormal driftsskattesats.....	76
Tabell 5.7: Oversikt over fordeling av skattekostnad.....	77
Tabell 5.8: Omgruppert resultatregnskap	77
Tabell 5.9: Totalkapital med inndeling i drift og finans	81
Tabell 5.10: Omgruppert balanse (sysselsatte eiendeler og kapital).....	82
Tabell 5.11. Omgruppert balanse (netto driftseiendeler og driftskapital).....	83
Tabell 5.12: Endring i egenkapital	83
Tabell 5.13: Utvikling i markedsførings- og teknologi- & utviklingskostnader	84
Tabell 5.14: Fremtidige operasjonelle leieforpliktelser fordelt i fire terminer.....	86
Tabell 5.15: Fordeling og kapitalisering av leieforpliktelsene	86
Tabell 5.16: Resultatvirkning av kapitalisering av leieforpliktelsene.....	87
Tabell 5.17: Balansevirkning av kapitalisering av leieforpliktelsene	87
Tabell 5.18: Omgruppert og justert resultatregnskap	88
Tabell 5.19: Omgruppert og justert balanse (totalkapital)	88
Tabell 5.20: Omgruppert og justert balanse (sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital)	88
Tabell 5.21: Omgruppert og justert balanse (netto driftseiendeler og netto driftskapital)	89
Tabell 5.22: Prosentvise vekter	90
Tabell 6.1: Grenseverdier og medianverdi for beregning av syntetisk rating	96
Tabell 6.2: Syntetisk rating for Netflix og bransjen.....	97
Tabell 7.1: Risikofri rente før skatt.....	101
Tabell 7.2: Kredittrisikopremie basert på syntetisk rating for amerikanske selskaper.....	105
Tabell 7.3: Finansiell gjeldsbeta	105
Tabell 7.4: Finansiell eiendelsbeta	106
Tabell 7.5: Netto finansiell gjeldsbeta	106
Tabell 7.6: Netto driftsbeta.....	106
Tabell 7.7: Egenkapitalbeta	107
Tabell 7.8: Egenkapitalkrav.....	108
Tabell 7.9: Finansielt gjeldskrav.....	108
Tabell 7.10: Finansielt eiendelskrav.....	109

Tabell 7.11: Netto finansielt gjeldskrav	109
Tabell 7.12: Netto driftskrav	110
Tabell 8.1: Dekomponering av strategisk fordel	113
Tabell 8.2: Dekomponering av driftsfordel.....	114
Tabell 8.3: Dekomponering av ressursfordel drift.....	117
Tabell 8.4: Marginfordel.....	118
Tabell 8.5: «Common size»-resultatanalyse for Netflix og bransjen.....	118
Tabell 8.6: Omløpsfordel	119
Tabell 8.7: Gearingfordel	120
Tabell 8.8: Dekomponering av finansieringsfordel netto finansiell gjeld	121
Tabell 8.9: Finansieringsfordel finansiell gjeld	122
Tabell 8.10: Finansieringsfordel finansielle eiendeler	123
Tabell 9.1: Driftsinntekter.....	130
Tabell 9.2: Netto driftseiendeler	132
Tabell 9.3: Netto driftsresultat.....	134
Tabell 9.4: Netto finansiell gjeld	137
Tabell 9.5: Netto finansiell gjeldskostnad	139
Tabell 9.6: Fremtidsresultat.....	140
Tabell 9.7: Fremtidsbalanse (sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital).....	140
Tabell 9.8: Fremtidsbalanse (netto driftseiendeler og netto driftskapital).....	141
Tabell 9.9: Fri kontantstrøm.....	141
Tabell 10.1: Fremskriving av risikofri rente	143
Tabell 10.2: Fremskriving av egenkapitalkrav.....	144
Tabell 10.3: Fremskriving av syntetisk rating.....	145
Tabell 10.4: Fremskriving av finansielt gjeldskrav	146
Tabell 10.5: Fremskriving av finansielt eiendelskrav.....	146
Tabell 10.6: Fremskriving av netto finansielt gjeldskrav	147
Tabell 10.7: Fremskriving av netto driftskrav	147
Tabell 10.8: Fremskriving av strategisk fordel	148
Tabell 10.9: Verifisering av strategisk fordel	150
Tabell 11.1: Første verdierestimert ved bruk av fri kontantstrømmodellen, egenkapitalmetoden	154
Tabell 11.2: Første verdierestimert ved bruk av superprofittmodellen, egenkapitalmetoden	155
Tabell 11.3: Første verdierestimert ved bruk av superprofittvekstmodellen, egenkapitalmetoden	155
Tabell 11.4: Første verdierestimert ved bruk av fri kontantstrømmodellen, selskapskapitalmetoden	155
Tabell 11.5: Første verdierestimert ved bruk av superprofittmodellen, selskapskapitalmetoden	156
Tabell 11.6: Første verdierestimert ved bruk av superprofittvekstmodellen, selskapskapitalmetoden	156

Tabell 11.7: Oppsummering av første verdiestimat for de ulike metodene og modellene.....	156
Tabell 11.8: Sannsynlighetsfordelingen til de kritiske budsjettdriverne i de fire budsjettpunktene	161
Tabell 11.9: Sannsynlighetsfordelingen til risikofri rente, markedsrisikopremie og egenkapitalbeta	161
Tabell 12.1: Verdiestimat per aksje ved bruk av Pris/Bok.....	171
Tabell 12.2: Verdiestimat per aksje ved bruk av Pris/Fortjeneste	171
Tabell 12.3: Verdiestimat per aksje ved bruk av EV/EBITDA.....	172
Tabell 12.4: Komparativt verdiestimat	173
Tabell 15.1: Resultatregnskap for Netflix	192
Tabell 15.2: Balanseoppstilling for Netflix, herunder eiendeler.....	192
Tabell 15.3: Balanseoppstilling for Netflix, herunder egenkapital og gjeld	192
Tabell 15.4: Omgruppert og justert resultatregnskap for Amazon.....	193
Tabell 15.5: Omgruppert og justert balanse (total kapital) for Amazon.....	193
Tabell 15.6: Omgruppert og justert balanse (sysselsatte eiendeler og kapital) for Amazon	193
Tabell 15.7: Omgruppert og justert balanse (netto driftseiendeler og -kapital) for Amazon	194
Tabell 15.8: Endring i egenkapital for Amazon	194
Tabell 15.9: Omgruppert og justert resultatregnskap for Time Warner	194
Tabell 15.10: Omgruppert og justert balanse (total kapital) for Time Warner.....	194
Tabell 15.11: Omgruppert og justert balanse (sysselsatte eiendeler og kapital) for Time Warner	195
Tabell 15.12: Omgruppert og justert balanse (netto driftseiendeler og -kapital) for Time Warner	195
Tabell 15.13: Endring i egenkapital for Time Warner	195

17 Figuroversikt

Figur 2.1: Utvikling i dekningsbidrag (i tusen).....	17
Figur 2.2: Tidslinje Netflix	18
Figur 2.3: Tidslinje ekspansjon.....	21
Figur 2.4: Utvikling i antall abonnenter.....	22
Figur 2.5: Historisk aksjekurs justert for aksjesplitter	23
Figur 2.6: Total kumulativ avkastning.....	24
Figur 4.1: Den strategiske analysens struktur	32
Figur 4.2: Utvikling i effektiv styringsrente	38
Figur 4.3: Valutakursutvikling.....	39
Figur 4.4: Utvikling i amerikansk årlig disponibel inntekt.....	40
Figur 4.5: Gjennomsnittlig tidsbruk på medier per dag for amerikanere over 18 år	41
Figur 4.6: Prosentandel bruk på lineær-TV og Internett-TV i USA 2015	43
Figur 4.7: Oppsummering PESTEL.....	46
Figur 4.8: Porters fem krefter.....	48
Figur 4.9: Oppsummering Porters fem krefter.....	58
Figur 4.10: SVIMA-rammeverket.....	60
Figur 4.11: Oppsummering SVIMA	65
Figur 4.12: SWOT-analyse	67
Figur 5.1: Rammeverk for regnskapsanalyse.....	69
Figur 5.2: Omgruppering av balansen, fra kreditororientert til investororientert balanse	78
Figur 5.3: Omgruppering av balansen, fra total kapital til sysselsatt kapital.....	81
Figur 5.4: Omgruppering av balansen, fra sysselsatt kapital til netto driftskapital.....	82
Figur 5.5: Rammeverk for forholdstallsanalyse.....	89
Figur 6.1: Rammeverk for analyse av risiko.....	91
Figur 6.2: Utvikling i likviditetsgrad 1 for Netflix og bransjen.....	92
Figur 6.3: Utvikling i rentedekningsgrad for Netflix og bransjen	93
Figur 6.4: Utvikling i egenkapitalandel for Netflix og bransjen.....	94
Figur 6.5: Utvikling i netto driftsrentabilitet for Netflix og bransjen	95
Figur 8.1: Strategisk fordel	112
Figur 8.2: Dekomponering av strategisk fordel i driftsfordel og finansieringsfordel.....	113
Figur 8.3: Bransjefordel drift	115
Figur 8.4: Ressursfordel drift	116
Figur 8.5: Dekomponering av strategisk fordel med tidsvektede gjennomsnittsverdier	123
Figur 9.1: Rammeverk for fremtidsregnskap	125
Figur 9.2: Driftsinntektsvekst for perioden 2012-2016.....	128

Figur 9.3: Utvikling i historisk og budsjettet driftsinntektsvekst	130
Figur 9.4: Utvikling i historisk og forventet omløp til netto driftseiendeler.....	132
Figur 9.5: Utvikling i historisk og forventet netto driftsmargin.....	133
Figur 9.6: Utvikling i historisk og forventet finansiell gjeldsdel	135
Figur 9.7: Utvikling i historisk og forventet finansiell eiendelsdel	136
Figur 9.8: Utvikling i historisk og forventet finansiell gjeldsrente (fgr)	138
Figur 9.9: Utvikling i historisk og forventet finansiell eiendelsrentabilitet (fer).....	139
Figur 11.1: Konvergens mot endelig verdiestimat	158
Figur 11.2: Frekvensfordelingen til verdiestimatet per aksje.....	162
Figur 11.3: Oppsidepotensial for Netflix sitt verdiestimat per aksje	163
Figur 11.4: Nedsiderisiko for Netflix sitt verdiestimat per aksje.....	164
Figur 11.5: Forklaring av variasjon i verdiestimatet	164
Figur 11.6: Variablenes påvirkning på verdiestimatet	166
Figur 13.1: Anbefalt handelsstrategi per 24.04.17	176