



Schibsted ASA

Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering

Yngve Stoltz Horneland og Vegard Kristian Vangsnes

Veileder: Kjell Henry Knivsfå

Selvstendig arbeid – Masterstudiet i regnskap og revisjon

NORGES HANDELSHØYSKOLE



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

Sammendrag

Denne utredningen er en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Schibsted ASA. Formålet er å estimere verdien av Schibsteds egenkapital per 31.12.16, bruke estimatet til å vurdere om børsverdien er rimelig og utarbeide en investeringsstrategi basert på funnene.

For å få innsikt i Schibsteds underliggende økonomiske forhold, er det gjennomført en strategisk regnskapsanalyse. Den strategiske analysen ga innsikt i eksterne og interne forhold som forklarer Schibsteds strategiske posisjon. Regnskapsanalysen ga tall på Schibsteds risiko og rentabilitet, målt opp mot bransjegjennomsnittet. Analysene våre viste at Schibsted har en syntetisk rating lik BBB-, samt at de har en strategisk fordel over regnskapsperioden på 2,6 prosent. I strategisk analyse konkluderte vi med at denne fordelene kommer av en moderat ressursfordel, grunnet deres unike posisjon innen online rubrikk og deres sterke merkenavn som FINN og VG, og en svak bransjefordel som skyldes at «geografiske monopoler» innen avis er blitt svekket av digitalisering i det siste tiåret.

Innsikten fra den strategiske regnskapsanalysen ble videre benyttet til å utarbeide et fremtidsregnskap og fremtidskrav for Schibsted over en periode på ti år. Det er forventet at Schibsted vil ha en økende strategisk fordel i årene fram til 2021, men at den da vil reversere mot en varig strategisk fordel på 2 prosent på lang sikt grunnet internasjonal konkurranse. Med utgangspunkt i dette, ble det gjennomført en verdivurdering gjennom to ulike metoder – egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Gjennom en konvergeringsprosess endte metodene med tilnærmede identiske estimater. Usikkerheten i estimatet ble analysert gjennom simulering og sensitivitetsanalyse, hvor vi fant at det eksisterer betydelig usikkerhet i vårt verdiestimat.

Vårt fundamentale verdiestimat endte på NOK 178,15 per aksje. Gjennom supplerende verdsettelse, gjennomført med multiplikatorer, endte det komparative estimatet på NOK 148,46 per aksje. Vi vurderer børskursen på NOK 190 som litt overvurdert. Børsverdien gir uttrykk for de samme strategiske fordelene som vårt fundamentale verdiestimat, men tar ikke tilstrekkelig hensyn til internasjonal konkurranse fra globale internettaktører. Det samme gjelder kursmålet på NOK 270, som vi anser som betydelig overvurdert. Dette kommer av at kursmålet har for stor tro på at Schibsted vil kunne etablere seg som en sterk, global internettaktør uten å bli svekket av internasjonal konkurranse, og tar for lite hensyn til Schibsteds historiske prestasjoner over de siste seks årene. Med en svakt overvurdert børskurs er likevel vår anbefaling *hold*.

Forord

Utredningen som følger er gjennomført som en del av masterstudiet i regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole våren 2017. Arbeidet har strukket seg over seks måneder, med flere utfordringer og en bratt læringskurve.

Oppgavens kjerne ligger i strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse – noe vi, som fremtidige revisorer, fant særlig aktuelt. Det gir oss blant annet mulighet til å anvende teori fra flere sentrale fagfelt innenfor regnskap, revisjon og økonomi for øvrig, og på den måten sette teori mer ut i praksis.

Vi ønsket å ta for oss et selskap som både var interessant og aktuelt, men samtidig av en slik størrelse at de er en sentral aktør innenfor sin respektive bransje. Valget falt derfor på mediekonsernet Schibsted ASA – et aktuelt selskap i en svært dynamisk bransje, som møter store utfordringer knyttet til endringer i medievaner.

Arbeidet med oppgaven har vært en krevende prosess, hvor læringsutbytte har vært høyt. Både på faglig nivå, men også når det gjelder kunnskap om Schibsted konsernet og deres bransje. Vi håper å få benyttet dette i senere arbeidsliv.

Vi vil til slutt rette en stor takk til vår veileder, professor Kjell Henry Knivsflå, som alltid har stilt velvillig opp med gode og konstruktive tilbakemeldinger under hele prosessen.

Bergen, juni 2017

Yngve Stoltz Horneland

Vegard Kristian Vangsnes

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	2
Forord	3
Innholdsfortegnelse	4
Kapittel 1 Innledning.....	9
1.1 Målsetting og avgrensinger	9
1.2 Struktur	9
Kapittel 2 Presentasjon av virksomhet og bransje	11
2.1 Presentasjon av Schibsted ASA.....	11
2.1.1 Historie.....	11
2.1.2 Driftssegmenter og produkter	12
2.1.4 Aksjonærer.....	16
2.1.5 Aksjekursutvikling og utbytte.....	17
2.2 Presentasjon av bransjen.....	17
2.2.1 Massemedia og mediebransjen	17
2.2.2 Verdikjede og verdinettverk.....	19
2.2.3 Annonsering	21
2.2.4 Online rubrikk.....	22
2.3 Komparative selskap.....	22
2.3.1 Polaris Media	23
2.3.2 Axel Springer SE	23
2.3.3 North-media A/S	24
2.3.4 Sanoma.....	24
2.3.5 Trinity Mirror plc	25
2.4 Hvordan skiller Schibsted seg fra de komparative selskapene.....	25
Kapittel 3 Verdsettelsesteknikker.....	27
3.1 Presentasjon av verdsettelsesteknikker.....	27
3.1.1. Fundamental verdivurdering.....	27
3.1.2. Komparativ verdivurdering.....	29
3.1.3. Opsjonsbasert verdivurdering.....	30
3.2 Valg av hovedteknikk	31
3.3 Rammeverk for fundamental verdivurdering	32
Kapittel 4 Strategisk analyse	35
4.1 Rammeverk for strategisk analyse.....	35

4.2 Ekstern analyse	37
4.2.1 PESTEL	37
4.2.2 Porters femkraftmodell	40
4.2.3 Oppsummering av bransjeorientert analyse	45
4.3 Intern ressursorientert analyse – VRIO og KIKK	45
4.3.1 KIKK analyse.....	45
4.3.2 VRIO-analyse	48
4.3.3 Oppsummering av ressursorientert analyse	53
4.4 Strategisk risiko - SWOT	53
4.5 Strategisk fordel.....	54
Kapittel 5 Regnskapsanalyse.....	57
5.1 Rammeverk og praktiske valg	57
5.1.1 Valg av analysenivå	58
5.1.2 Valg av analyseperiode	59
5.1.3 Valg av komparative selskap	60
5.2 Presentasjon av rapporterte tall.....	60
5.3 Omgruppering for analyse	62
5.3.1 Ramme	62
5.3.2 Omgruppering av resultatregnskapet	62
5.3.3 Omgruppering av balansen	68
5.4 Justering av målefeil	71
5.4.1 Investering i markedsføring	72
5.4.2 Investering i tilknytte selskap	73
5.4.3 Operasjonell leie	74
5.4.4 Oppsummering av justeringer av målefeil	75
5.5 Omgruppert og justerte regnskapstall	76
5.6 Omgruppert og justerte regnskapstall for bransjen.....	77
Kapittel 6 Risikoanalyse.....	80
6.1 Likviditetsanalyse	81
6.1.1 Gjeldsdekning i balansen	81
6.1.2 Gjeldsdekning gjennom nettoresultat og kontantstrøm	84
6.1.3 Gjeldsdekning framover.....	86
6.2 Soliditetsanalyse	86
6.2.1 Analyse av egenkapitalprosent.....	87
6.2.2 Analyse av lønnsomhet	87

6.2.3 Analyse av finansieringsstruktur.....	88
6.3 Syntetisk rating	89
Kapittel 7 Historiske avkastningskrav.....	91
7.1 Litt teori om avkastningskrav	91
7.2 Krav til egenkapital	92
7.2.1 Risikofri rente	92
7.2.2 Risikopremie	93
7.2.3 Egenkapitalbeta.....	93
7.2.4 Illikviditetspremie	96
7.2.5 Egenkapitalkrav	98
7.3 Finansielle krav.....	98
7.3.1 Krav til finansiell gjeld	98
7.3.2 Krav til finansielle eiendeler	100
7.3.3 Krav til netto finansiell gjeld	101
7.4 Krav til netto driftskapital og sysselsatt kapital.....	102
7.5 Oppsummering historiske avkastningskrav	103
Kapittel 8 Analyse av lønnsomhet	104
8.1 Strategisk fordel og superrentabilitet til egenkapital	104
8.2 Driftsfordel	106
8.2.1 Bransjefordel.....	107
8.2.2 Ressursfordel.....	107
8.2.3 Dekomponering og analyse av ressursfordel i drift	108
8.2.4 Gearingfordel drift	111
8.3 Finansieringsfordel	112
8.3.1 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld.....	113
8.3.2 Finansieringsfordel minoritet.....	116
8.3.3 Finansieringsfordel – oppsummering	117
8.4 Konklusjon.....	118
9 Framtidsregnskap	119
9.1 Rammeverket for framtidsregnskap	119
9.2 Analyse av historisk vekst	120
9.2.1 Vekst i verdensøkonomi	123
9.3 Budsjetthorison.....	123
9.4 Budsjettering.....	124
9.4.1 Driftsinntekter	125

9.4.2 Netto driftseiendeler.....	127
9.4.3 Netto driftsresultat	128
9.4.4 Finansiell gjeld og finansielle eiendeler.....	130
9.4.5 Netto finanskostnad og netto finansinntekt.....	131
9.4.6 Minoritetsinteresse	133
9.4.7 Netto minoritetsresultat.....	133
9.5 Oppsummering	134
10 Framtidskrav og strategisk fordel.....	137
10.1 Krav til egenkapital og minoritet.....	137
10.1.1 Risikofri rente	137
10.1.2 Markedsrisikopremie	138
10.1.3 Egenkapitalbeta.....	138
10.1.4 Illikviditetspremie	139
10.1.5 Egenkapital- og minoritetskrav	139
10.2 Finansielle krav.....	139
10.2.1 Syntetisk rating	139
10.2.2 Finansiell gjeldskrav og -beta.....	141
10.2.3 Finansiell eiendelskrav og -beta.....	141
10.2.4 Netto finansiell gjeldskrav og -beta	142
10.3 Selskapskrav	142
10.3.1 Driftsegenkapitalkrav	143
10.4 Oppsummering	143
10.5 Analyse av budsjett – strategisk fordel.....	144
Kapittel 11 Fundamental verdsettelse	148
11.1 Oversikt over metoder og modeller	148
11.1.1 Egenkapitalmetoden.....	148
11.1.2 Selskapskapitalmetoden	152
11.2 Første estimat.....	152
11.2.1 Egenkapitalmetoden.....	153
11.2.2. Selskapskapitalmetoden	154
11.2.3 Oppsummering av første estimat	157
11.3 Konvergens mot endelig estimat	157
11.3.1 P/B og P/E.....	159
11.4 Analyse av usikkerhet	160
11.4.1 Konkursrisiko.....	160

11.4.2 Simuleringsanalyse	161
11.5 Oppsummering – verdiestimat og usikkerhet	165
Kapittel 12 Supplerende verdsettelse	166
12.1 Komparativ verdsettelse – oversikt	166
12.2 Valg av multiplikator og komparative selskap.	167
12.3 Komparativt estimat	168
12.3.1 Verdiestimat gjennom VNDK/NDR.....	168
12.3.2 Verdiestimat gjennom VNDK/NDK.....	169
12.4 Oppsummering av komparativ verdivurdering.....	170
Kapittel 13 Oppsummering og konklusjon	171
13.1 Oppsummering	171
13.2 Handlingsstrategi	173
13.2 Framskrivning av estimat	174
Referanseliste	176

Kapittel 1 Innledning

1.1 Målsetting og avgrensinger

Utredningen er skrevet som et ledd i masterstudiet i regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole. Formålet med oppgaven er å finne et verdiestimat på egenkapitalen i Schibsted per 31.12.2016, bruke estimatet til å vurdere om børsverdien er rimelig og utarbeide en investeringsstrategi basert på funnene.

I arbeidet med utredningen har vi hatt seks måneder til disposisjon, noe som har medført at vi har sett oss nødt til å sette noen få avgrensninger. Utredningen er i sin helhet basert på offentlig informasjon i form av årsrapporter fra både Schibsted og de komparative virksomhetene som vi presenterer. Vi vil kun ta hensyn til informasjon som gir innsikt om underliggende forhold fram til og med 2016. Kvartalsrapporter for 2017 som blir offentliggjort i løpet av våren vil ikke bli innarbeidet i vår analyse, og heller ikke påvirke vårt estimat. Det samme gjelder for informasjon om eldre forhold som først er tilgjengelig på slutten av vårt arbeid fordi vi ikke får tid til å innarbeide dette i utredningen.

1.2 Struktur

Utredningen kan deles inn i tre deler. Disse delene vil til sammen være med på å underbygge og forklare framgangsmåten til vårt fundamentale verdiestimat.

Del I består av kapittel 2, 3 og 4. I kapittel 2 presenteres Schibsted og bransjen. De komparative selskapene i vårt bransjeutvalg vil også bli presentert. I kapittel 3 presenteres ulike verdsettelsesteknikker, og det redegjøres for valg av verdsettelsesteknikk i oppgaven. Kapittel 4 består av en strategisk analyse som gir innsikt om Schibsteds strategiske fordeler og strategisk risiko.

Del II er bygd opp av kapittel 5, 6, 7 og 8. Kapittel 5 presenterer, og kommenterer, Schibsteds omgrupperte og justerte resultatregnskap, balanse og kontantstrøm. Tilsvarende er også gjort for bransjen og tilknyttede selskap. Med utgangspunkt i regnskapstallene til Schibsted vil det i kapittel 6 gjennomføres en risikoanalyse, som oppsummeres gjennom en syntetisk rating. Kapittel 7 inneholder presentasjon og estimering av Schibsteds avkastningskrav, mens kapittel

8 består av lønnsomhetsanalyse av Schibsteds superrentabilitet, hvor den strategiske analysen kobles til regnskapstallene.

Del III består av kapittel 9, 10, 11, 12 og 13. I kapittel 9 vil innsikten fra den strategiske regnskapsanalysen bli brukt til å utarbeide fremtidsregnskap for perioden 2017-2027. Kapittel 10 presenterer fremtidige avkastningskrav som står sentralt i verdsettelsen, og vi vil finne fremtidig strategisk fordel. I kapittel 11 vil den fundamentale verdsettelsen gjennomføres, og det vises til sentrale teknikker og modeller. Det endelige estimatet vil bli funnet gjennom en konvergeringsprosess, og avslutningsvis i kapittelet vil det gjennomføres en usikkerhets- og sensitivitetsanalyse for å illustrere usikkerheten i verdiesimatet. Kapittel 12 omfatter en supplerende verdivurdering gjennom komparativ verdsettelse.

Utredningen slutter med kapittel 13 hvor våre funn oppsummeres. Det vil gjøres rede for avvik fra børskurs og kursmål, avvikene vil forklares og det presenteres en investeringsstrategi. Avslutningsvis vil estimatet bli flyttet fram i tid til dagens verdi for å undersøke om vår investeringsstrategi enda er å anbefale.

Kapittel 2 Presentasjon av virksomhet og bransje

I dette kapitlet vil det bli gitt en presentasjon av Schibsted og mediebransjen med et særlig fokus på avisvirksomhet og online rubrikk, siden dette er Schibsteds kjernevirksomhet. En slik presentasjon er hensiktsmessig for å sette Schibsted i «et større bilde», og vil danne fundamentet for den strategiske analysen. Det vil også bli gitt en presentasjon av komparative selskap som videre vil bli målt opp mot Schibsted.

2.1 Presentasjon av Schibsted ASA

Schibsted ASA er et norsk mediekonsern som er registrert på Oslo Børs og operer i både norske og internasjonale markeder. Konsernet hadde en omsetning på MNOK 15 854 i 2016, der MNOK 6 826 og MNOK 5026 ble opptjent i henholdsvis Norge og Sverige (Schibsted, 2016). Dette gjør at Schibsted er det største mediekonsernet i Norge og et av de største i Norden, i tillegg til å være et internasjonalt konsern (Medienorge, 2015).

Schibsteds virksomhet er delt inn i tre forretningsområder: Mediehus, online rubrikk og vekst. Mediehusene driver med avispublisering på papir og nett. Online rubrikk er online markeds plasser som kobler sammen kjøpere og selgere. Vekstvirksomhet omfatter utvikling av andre digitale tjenester som kan knyttes til mediehusene og online rubrikk. I tillegg er annonseringstjenester til annonsører et fellestrekk og en viktig inntektskilde innenfor alle disse forretningsområdene. Avis- og vekstvirksomhet er begrenset til Norge og Sverige, mens online rubrikkvirksomhet er av en mer global karakter.

Konsernets driftsinntekter kan grovt deles inn i tre kilder. Den første inntektskilden er kundens, leseres og abonnenters betalinger for papiraviser og nettaviser. En annen inntektskilde er displayannonser, som typisk er «pay-per-click» for annonsører, på nettstedet og i aviser. Den siste inntektskilden er online rubrikkannonser hvor inntekten hovedsakelig kommer fra profesjonelle kunder som eiendomsめglere og arbeidsgivere.

2.1.1 Historie

Schibsted ble etablert av Christian Michael Schibsted i 1839, da det startet opp som et trykkeri under navnet Schibsted Forlag. Selskapets første avis, Aftenposten, ble lansert 1860. Dette var Schibsteds eneste avis frem til overtakelsen av Verdens Gang (VG) i 1966.

Schibsted var lenge et familieeid selskap. Dette endret seg i 1989 da selskapet ble omdannet til et aksjeselskap og konsern. I 1992 ble konsernet børsnotert. I denne tiden startet konsernet å ekspandere til andre mediebransjer og geografier. Konsernet kjøpte opp Aftenbladet og Svenska Dagbladet i Sverige.

Schibsted var tidlig ute med å tilpasse seg overgangen til internett på midten av 1990-tallet. Da begynte konsernet å utvikle nettaviser og andre digitale tjenester, som hovedsakelig bygget på merkevarene til de etablerte papiravisene. Det var i denne tiden at avisene Aftenposten, Bergens Tidende, Stavanger Aftenblad og Fædrelandsvennen etablerte online rubrikknettstedet FINN.no. Rubrikkannonser var tradisjonelt en viktig inntektskilde for aviser, men opprettelsen av et uavhengig rubrikknettsted viste et stort potensial. Schibsted kjøpte det svenske rubrikknettstedet Blocket i 2003 som ble en mal for konsernets fremtidige rubrikknettsteder (Weverbergh, u.å.).

Etter etableringen av rubrikknettsteder i Sverige og Norge, ekspanderte konsernet internasjonalt. Dette ble gjennomført gjennom organiske investeringer og oppkjøp i 38 land. En minepæle var oppkjøpet av Trader Media Group i 2006, noe som ga Schibsted adgang til spanske, franske, italienske og søramerikanske markeder. Schibsted var en av de første aktørene som fulgte en global strategi innen online rubrikk, og bare eBay fulgte en lignende strategi på den tiden.

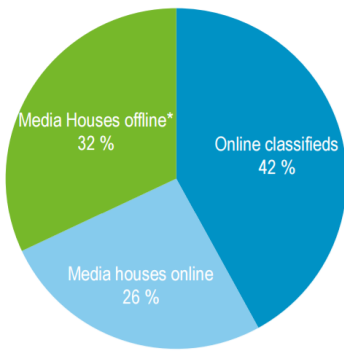
Mediekonsernet har tidligere vært involvert i TV- og filmproduksjon, avisvirksomhet i andre land, musikkstrømming, bokforlag, mv. I dag har imidlertid Schibsted solgt seg ut av disse virksomhetene og satset mer på avis og online rubrikk. Dette følger av konsernets strategi om å bygge «en eiendelsportefølje som fokuserer på kjernevirksomhet» (Schibsted ASA, 2015).

Schibsted var tidligere et regionalt mediekonsern, men er i dag blitt til et internasjonalt mediekonsern. Konsernet er den øverste nyhetsutgiveren i Norge og en av de største i Sverige, og operer 36 online rubrikknettsteder i 29 land. (Schibsted ASA, 2015)

2.1.2 Driftssegmenter og produkter

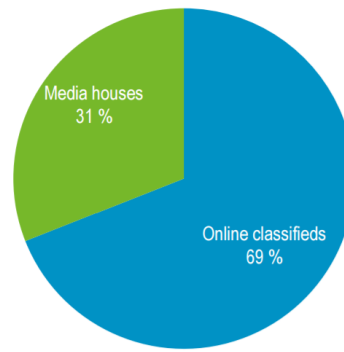
Schibsteds virksomhet er delt inn i tre driftssegmenter: Online rubrikk, Schibsted Norge mediehus og Schibsted Sverige mediehus (Schibsted, 2015). I «mediehusene» inngår aviser, nettaviser og vekstselskap.

Revenue split



*) Media Houses offline include HQ, Other and eliminations

EBITDA* ex Investment phase split



*) EBITDA excluding HQ and Other operations

Figur 1: Inntekts- og EBITDA-fordeling, (Schibsted, 2016)

Online rubrikk er den viktigste kilden til lønnsomheten i dag. I fjerde kvartal av 2016 kom 58 prosent av samlede driftsinntekter fra mediehusene, mens 69 prosent av samlet EBITDA kom fra online rubrikk, ekskludert tap fra nettstedet i investeringsfasen. Lignende forhold viser seg også i andre kvartaler. De ulike driftssegmentene gjennomgås mer utdypende nedenfor.

2.1.2.1 Online rubrikk

Schibsted er en global aktør innen online rubrikk og opererer i vesteuropeiske markeder, samt i fremvoksende markeder i Asia, Øst-Europa, Nord-Afrika og Latin-Amerika. Konsernet opererer totalt i 29 land, og har lønnsomme og ledende posisjoner i Norge, Sverige, Frankrike, Spania, Italia, Irland, Østerrike, Malaysia og Ungarn. Omtrent 41 prosent av Schibsteds driftsinntekter kom fra online rubrikk i 2016, mens hele 74 prosent av EBITDA kom fra online rubrikk, ekskludert tap fra nyinvesteringer (Schibsted ASA, 2016). I tillegg har Schibsteds online rubrikk en relativt høy EBITDA-margin på ca. 30 prosent. Hvis investeringsfasen ekskluderes er marginen på ca. 40 prosent. I tillegg gir enkelte nettsteder marginer på hele 60 prosent. Det er dermed online rubrikk som i stor grad styrer konsernets lønnsomhet i dag.

Schibsted har satset stort på dette forretningsområdet det siste tiåret, og regnes som en av de tre store gigantene innen online rubrikk sammen med amerikanske eBay og sørafrikanske Naspers (Mance, 2016). I Schibsteds årsrapport i 2015 er det redegjort for at det strategiske målet er å bli global leder innen online rubrikk (Schibsted ASA, 2015). Schibsteds portefølje innenfor online rubrikk omfatter både selskaper i modne europeiske markeder som vanligvis er kontrollert av Schibsted, og selskaper i fremvoksende markeder som typisk er kontrollert gjennom «joint ventures». Ved å gå inn i fremvoksende markeder gjennom samarbeid reduserer Schibsted risikoen som er iboende i slike markeder.



Figur 2: Merkevarer i investeringsfase og etablert fase (Schibsted, 2015)

Grafen ovenfor viser merkevarer og land som Schibsted opererer i. Merkevarene som er veletablert ligger hovedsakelig i Vest-Europa og generer mesteparten av overskuddet i dag. Rubrikkplattformene som er i en investeringsfase ligger i all hovedsak i fremvoksende markeder. Disse plattformene genererer typisk underskudd i dag, ettersom de trenger betydelige investeringer i markedsføring før de har tilstrekkelig med trafikk og merkevarebevissthet, og kan høste inn fordelene. Selskaper i investeringsfasen hadde et EBITDA-tap på NOK 511 mill. i 2015.

FINN.no

FINN er flaggskipet til Schibsted og det ledende nettstedet for online rubrikk tjenester i Norge. Her er de markedsledere innen kategoriene bil, fast eiendom og stilling, i tillegg til generalist annonser. I 2016 hadde FINN driftsinntekter på MNOK 1 650 og en EBITDA-margin på 40 prosent. Nettstedet er en av de mest populære i Norge målt etter internettrafikk (comScore Inc. & TNS Gallup AS, 2017).

Europa

Schibsted har en rekke markedsposisjoner i Europa, men de viktigste i dag er Blocket i Sverige og Leboncoin i Frankrike. Blocket.se er markedsledende på online rubrikkannonser i Sverige og er et sterkt merkenavn. Nettstedet hadde driftsinntekter på MSEK 1 052 og en EBITDA-margin på 52 prosent i 2015. (Schibsted ASA, 2016). Leboncoin.fr er det ledende nettstedet for rubrikkannonser i Frankrike. Selskapet hadde driftsinntekter på MEUR 214 og en EBITDA-margin på 60 prosent i 2016. Nettstedet er en av de fem største målt etter sidevisninger i landet. (Alexa, 2017)

Andre europeiske land som Schibsted har sterke markedsposisjoner i er Spania, Italia, Østerrike, Ungarn og Irland. Schibsted har også en kontrollerende eierandel i mobilapplikasjonen Shpock som viser en spesielt lovende tendens i Tyskland, Østerrike og Storbritannia

Fremvoksende markeder

Schibsted har satset i en rekke fremvoksende markeder. Disse posisjonene er i all hovedsak i en investeringsfase og generer dermed ikke overskudd i dag. Sammen med Telenor, Singapore Holdings og konkurrenten Naspers har Schibsted felleskontrollerte virksomheter i Brasil, Thailand, Indonesia og Bangladesh med ulike eierandeler. Disse har sterke markedslederposisjoner, og fordelene forventes å komme i framtiden. Schibsted har også markedsposisjoner med vekstpotensial i andre markeder som Mexico, Chile og Marokko.

2.1.2.2 Aviser og nettaviser

I dag driver Schibsted kun avisvirksomhet i Norge og Sverige, og har solgt seg ut av alle andre markeder.

Norge

Schibsted er Norges største aviseier; de kontrollerte 27 prosent av avisopplaget i 2014 og eier fem av de ti største avisene i Norge: Riksavisene Aftenposten og VG, og regionavisene Bergens Tidende, Stavanger Aftenblad og Fædrelandsvennen (Medienorge, 2015). Schibsted har også sterke posisjoner innen nettaviser: Konsernet eier fire av de ti mest leste norske nettavisene (Medienorge, 2015).

VG er Norges ledende løssalgsavis og nest største papiravis med gjennomsnittlig opplag per utgave på 112 716. Nettavisen er den ledende nettavisen i Norge, både på internett, mobil og brett, der 43,5 prosent av befolkningen leste avisen gjennomsnittlig per dag i 2015, mens konkurrenten Dagbladet.no lå på andre plass med 28 prosent per dag (Medienorge, 2015). I 2016 var driftsinntekter på MNOK 1 700 med en EBITDA-margin lik 16 prosent.

Schibsted Norge eier også flere av de ledende abonnementsbaserte avisene i Norge. Den Oslo-baserte riksavisen Aftenposten er den avisen med høyest opplagstall i Norge, mens nettavisen er den tredje største etter lesertall (Medienorge, 2015). Aftenposten, Bergens Tidene, Stavanger Aftenblad og Fædrelandsvennen er henholdsvis ledende i fire av Norges største byer: Oslo, Bergen, Stavanger og Kristiansand. Abonnementsbaserte aviser genererte MNOK 2 848 i driftsinntekter med en EBITDA-margin på 6 prosent i 2016.

Sverige

Gjennom Schibsted Sverige er konsernet en tung aktør i Sveriges avismarked, både på papir og internett, der de eier Aftonbladet og Svenska Dagbladet. Det er imidlertid slutt på øvrig avissatsning i Europa. Aftonbladet er den største og markedsledende nettavisen og løssalgsvisen i Sverige, med ledende posisjoner i både trykk, nett, mobil og nett-tv. Avisen hadde driftsinntekter på MSEK 1 933 med en EBITDA-margin lik 12 prosent i 2015.

2.1.2.3 Vekstvirksomhet

Schibsted har også investert i en portefølje med nettbaserte vekstselskaper som er utviklet for å ha en tilknytning til Schibsteds øvrige kjernevirksomhet. Satsingen fokuserer hovedsakelig på nettsteder for personlig økonomi, prissammenligning, nettkuponger og nettkataloger. Det er oppnådd noen gode trafikkposisjoner og merkenavn innenfor disse områdene, særlig i Sverige, men i dag er disse ubetydelige i forhold til Schibsteds andre forretningsområdene.

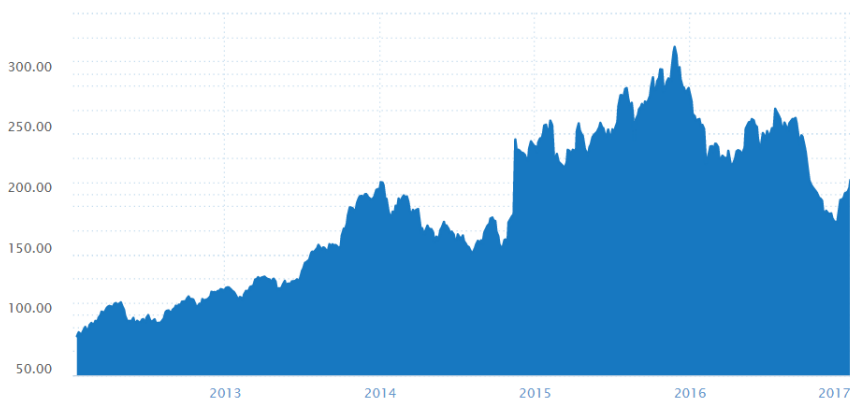
2.1.4 Aksjonærer

Rangering	Navn	Eierandel	SCHA	SCHB	Totalt
1	Blommenholm Industrier AS	25.0%	28,188,589	28,598,589	56,787,178
2	Folketrygdfondet	8.1%	7,311,190	10,973,961	18,285,151
3	Nwt Media As	3.7%	4,133,300	4,306,000	8,439,300
4	Goldman, Sachs & Co. Llc	2.8%	375,049	5,878,240	6,253,289
5	Alecta Pension Forsakring	2.2%	2,624,000	2,401,600	5,025,600

Tabell 1: Aksjonærer (Schibsted, 2017)

Som en ser på tabellen over, er Schibsteds største enkeltaksjonær Blommenholm Industrier AS med en eierandel på 25 prosent pr. 31. mars 2017, som igjen eies av Stiftelsen Tinius. Stiftelsen har strenge retningslinjer for driften av Schibsted, spesielt driften av aviser. De har innflytelse gjennom negativt flertall og kan blant annet hindre endringer i kapitalstrukturen, overtakelser og salg av avisvirksomheten (Mance, 2016). Øvrige eiere av betydning er investeringsbanker og investeringsfond. I 2015 gjennomførte Schibsted en emisjon som førte til en doblett brutt utvidelse av egenkapitalen på MNOK 2 656 ved å tegne B-aksjer, med redusert stemmerett, slik at Stiftelsen Tinius kan opprettholde sin negative innflytelse.

2.1.5 Aksjekursutvikling og utbytte



Figur 3: Aksjekursutvikling på SCHB (Oslo Børs, 2017)

Schibsteds A-aksje har sett en økning fra 82,33 per 17. januar 2012 til 211,70 pr 13. januar 2017. Dette utgjør en økning på ca. 157 prosent.

Schibsted ønsker å opprettholde en konkurransedyktig avkastning gjennom langsiktig vekst i aksjekurs og utdelt utbytte. I perioden 2011-2015 har konsernet delt ut utbytte på NOK 3,5 og NOK 1,75 per aksje. Målsettingen har vært å holde utbyttet stabil eller å øke den (Schibsted, 2016).

2.2 Presentasjon av bransjen

2.2.1 Massemedia og mediebransjen

Mediebransjen er en kompleks og komplisert bransje i kontinuerlig utvikling som har utviklet seg til å bli viktig både kulturelt, politisk og økonomisk i dagens samfunn. Dette skyldes at massemediene er sentrale drivkrefter i økonomien som formidlere av informasjon og reklame om ulike aktører. (Massemedier, 2016)

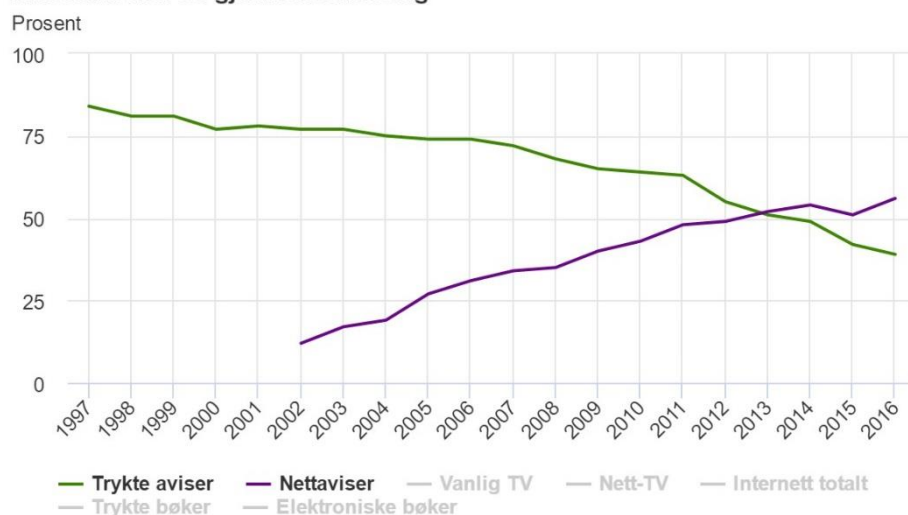
Tradisjonelt sett kan mediebransjen inndeles i massemediene TV, aviser og radio. Hver av disse segmentene står overfor store utfordringer som følge av økt digitalisering. Denne utviklingen har også ført med seg ytterligere segmentering innenfor media, som i stor grad endrer måten den typiske forbruker konsumerer medier på. Blant disse finner vi det som kalles sosiale medier og online rubrikk. Dette er tjenester på internett hvor det er brukerne som setter føringen for hva innholdet skal være, i motsetning til tradisjonelle medier hvor det er en overordnet, hierarkisk avsender som står for føringen av innholdet. (Sosiale medier, 2017).

Konsekvensen av digitaliseringen er en ny hverdag for mediebransjen som medfører at medievirksomheter og samtlige medieaktører kontinuerlig må omstille seg.

Den største endringen ser en imidlertid i avisvirksomheten, som i stor grad skyldes fremveksten av aviser på nett – såkalte nettaviser. Avisen var lenge den viktigste kilden til nyheter, meningsutveksling og annen informasjon, men har i nyere tid blitt erstattet av henholdsvis TV og sosiale medier. Samtidig er tradisjonelle papiraviser blitt mindre populært. Videre viser undersøkelser at nesten 4 av 10 under 39 år bruker sosiale medier – særlig Facebook – som sin primærkilde for nyhetskonsum. (Oculos, 2016)

Tall fra SSB (2017) viser at fra 1997 til 2016 har andelen av befolkningen mellom 9 og 79 år som leser trykte aviser gått ned fra omtrent 84 prosent i 1997 til 39 prosent i 2016. Videre viser SSB (2017) sine tall at i årene fra 2002 til 2016 har andel lesere av nettaviser økt betraktelig, fra 12 prosent av befolkningen i 2002 til 56 prosent i 2016.

Figur 1. Andel av befolkningen (9-79 år) som har brukt ulike massemedier en gjennomsnittsdag



Kilde: Statistisk sentralbyrå.

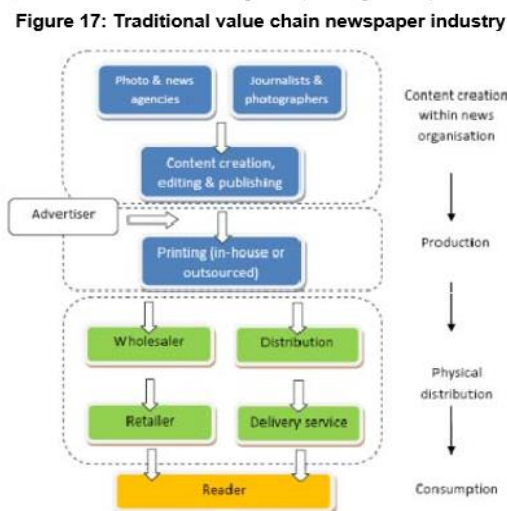
Figur 4: Andel befolkning som bruker massemedier på en gjennomsnittsdag (SSB, 2017)

Til tross for dette har andelen som har nettavisabonnement økt fra 12 prosent i 2015 til 15 prosent i 2016, mens andel med tradisjonelt avisabonnement har gått ned fra 50 prosent i 2015 til 44 prosent i 2016.

Et fall, slik det presenteres her, viser seg spesielt i annonseinntektene til avisene. I 2015 tapte norske aviser 740 millioner kroner i annonseinntekter på papir – mens de digitale annonseinntektene viste en økning på 21 millioner i bransjen. (NTB, 2016)

Mediebransjen er en bransje som er under kontinuerlig endring, hvor aktørene til enhver tid må klare å tilpasse og omstille seg. Nedgang i papiraviser og overgangen til nettaviser, digital radio og strømmetjenester er sentrale stikkord når en skal presentere mediebransjen, og viser bare hvor utsatt denne bransjen er i vår digitaliserte tidsalder.

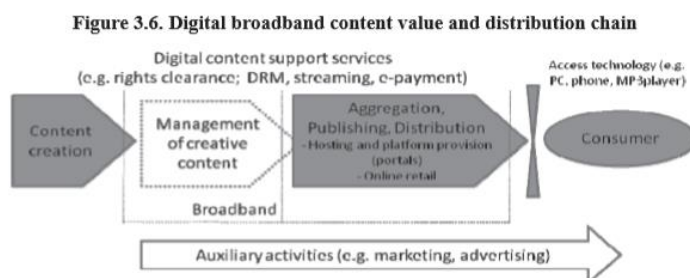
2.2.2 Verdikjede og verdinettverk



Source: based on OECD, 2010).

Figur 5: Tradisjonell verdikjede (Leurdijk, Slot og Nieuwenhuis, 2012)

Den tradisjonelle verdikjeden for avispublisering kan hovedsakelig sies å omfatte fem steg: Å skape innhold, produksjon, fysisk distribusjon og forbruk (OECD, 2010). Selskapets redaktører, journalister, utenrikskorrespondenter, fotografer ol. må først velge ut og skaper innhold, hovedsakelig nyhetshistorier. Innholdet kan produseres gjennom organisasjonenes egne nettverk eller hentes fra eksterne nyhetsbyråer. Annonserer kjøper ledige annonseplasser i avisen. Fysisk produksjon gjøres selskapets egne trykkerier eller outsources til eksterne trykkerier. Etter avisene er trykket, må de distribueres til kundene: Detaljister eller direkte forbrukere. (Leurdijk, Slot og Nieuwenhuis, 2012)

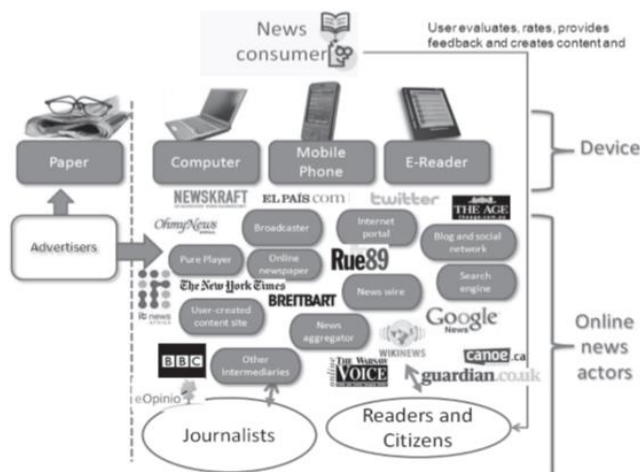


Figur 6: Digital verdikjede (OECD, 2010)

Store teknologiske endringer, spesielt internett, har resultert i et nytt miljø og nye forbruksmønstre som er svært annerledes i forhold til den tradisjonelle mediebransjen, og har ført til et behov etter nye forretningsmodeller for alle medieaktører. Vi kan se at mange, ulike medieaktører konvergerer på internett; kringkastere utvikler nettaviser og aviser utvikler nettv. Nyheter på internett må også oppdateres kontinuerlig, i motsetning til den tradisjonelle modellen.

Disse teknologiske endringene gjør den tradisjonelle verdikjeden utdatert. Den nye, digitale verdikjeden inneholder ikke lenger produksjon og distribusjon av fysiske aviser, og gjør det dermed lettere for aktører å produsere innhold direkte til forbrukeren, uten mellomledd. Den gir imidlertid også muligheter for nye mellomledd som f.eks. støttefunksjoner (streaming, betalingstjenester, ol.) og aggregering (internettportaler ol.). (OECD,2010)

Figure 3.7. A stylised online news value network

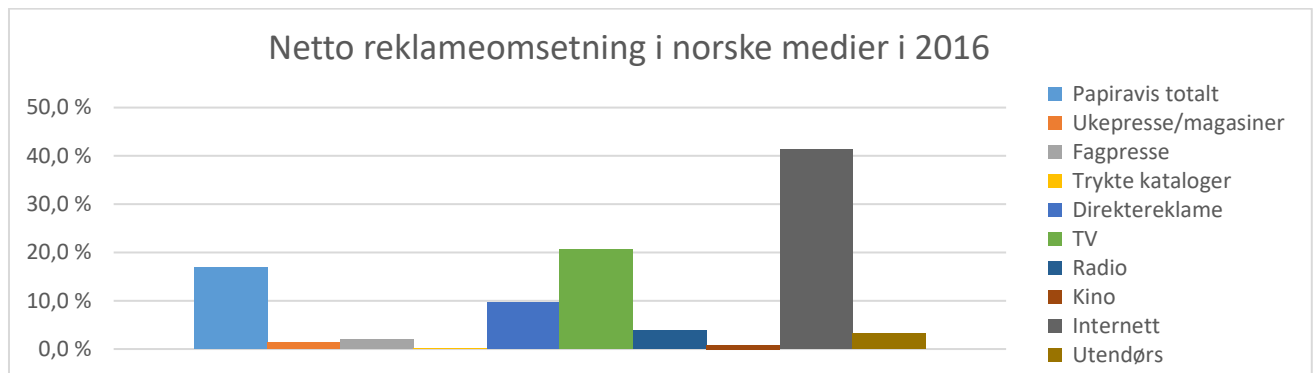


Figur 7: Verdinetverk (OECD, 2010)

En kan argumentere for at et verdinetverk, eller et økosystem, er en mer passende beskrivelse av dagens digitale verdiskaping i avisbransjen. Den forklarer særlig godt relasjonen mellom ulike markedsaktører. Her er ikke produksjon og spredning av nyheter en lineær prosess, men en aktivitet som bygger på nettverk og som foregår kontinuerlig. I dette verdinetverket samarbeider og konkurrerer mange ulike aktører med hverandre. Aktørene omfatter rene internetselskap, søkemotorer, internettportaler, blogger, sosiale nettverk, aggregatorer, rene mobil-selskap og online annonseringsselskap (OECD, 2010). En av konsekvensene av internettrevolusjonen er at mediehusene har mistet kontroll over sine annonsekunder og må konkurrere direkte med globale, store internetselskap om disse kundene.

2.2.3 Annonsering

Medie- og nyhetsbransjen er et flersidig marked i den forstand at den har to forskjellige typer kunder. Den første typen er leserne av aviser. Den andre typen kunder er annonsører. Annonsørene er typisk bedrifter og de ønsker å nå leserne av avisen for å markedsføre sine produkter.



Figur 8: Netto reklameomsetning i norske medier i 2016 (Medienorge, 2017)

I 2016 var omsetningen i reklamemarkedet på MNOK 19 187. Videre eksisterer det en rekke forskjellige reklamekanaler. De tre største i Norge er Internett, papiravis og TV. Trenden i de siste årene har vært betydelige økninger i reklameinntekter på Internett, på bekostning av de andre kanalene. Det er særlig papiravisene som har opplevd en stor nedgang. I 2016 kom 41 prosent av alle reklameinntekter fra Internett, mens 16,8 prosent kom fra papiraviser. (Medienorge, 2015)

Digitale annonser kan deles inn i flere typer. For det første er det displayannonser som er annonser på nettsteder som kan ta form som tekst, bilder, ol. Displayannonser finner man typisk på Facebook og i nettaviser (Internet Advertising Bureau UK). En annen type er online rubrikkannonser, som er annonser samlet i lister og er kategorisert. Rubrikk er typisk billigere enn displayannonser og er gjerne gratis.

Det forventes i årene fremover at det globale markedet for digitale annonser vil øke i god fart. PwC forventer inntekter vil øke fra USD 153,65 mrd. i 2015 til 260,36 mrd. i 2020, noe som tilsvarer en årlig vekst (CAGR) på 11,1 prosent i de fem årene. Det er særlig mobilannonser som forventes å lede veksten med en CAGR på 19,6 prosent. (PwC, 2016)

Det globale digitale annonsemarkedet er dominert av internettgigantene Google og Facebook. Googles er den største aktøren med annonseinntekter som representerer ca. 32 prosent av det globale markedet. Innen displayannonser er Facebook den dominerende aktøren, hovedsakelig på grunn av deres enorme sosial medieplattform med 1,86 mrd. aktive månedlige brukere.

Internettgigantene har i tillegg opplevd et stort skift til mobilbruk, der f.eks. ca. 60 prosent av Googles annonseinntekter er fra mobilannonser (eMarketer, 2016). Men de globale internetselskapene har ikke dominert online rubrikkmarkedet enda.

2.2.4 Online rubrikk

Online rubrikk kan helt generelt sies å representere online markedsplasser som kobler sammen selgere og kjøpere av brukte varer og tjenester (Schibsted, 2015). Tradisjonelt har rubrikkannonser vært under avisens kontroll. Her fikk annonsører muligheten til å plassere annonser sortert under spesifikke kategorier til en rimelig pris i bestemte områder i avisen. Samtidig representerte rubrikkannonsene en enkel måte for kjøperne å lese gjennom forskjellige lokale tilbud, gjerne fra private selgere. Rubrikk har imidlertid blitt betydelig påvirket av migrasjonen fra papir til internett, på samme måte som aviser, og i dag snakker vi som oftest om *online* rubrikk.

Online rubrikkplattformer krever normalt en viss størrelse for å sikre finansiell stabilitet, da plattformen trenger en tilstrekkelig stor brukerbase for å kunne genere innhold og trafikk. Det er med andre ord knyttet nettverkseffekter til online rubrikkplattformer. En nettverkseffekt er en karakteristikk som gjør at en gode har en økt verdi for en potensiell bruker når andre bruker det (Network Effects, 2017). Når en rubrikkplattform har en stor brukerbase, vil det være enklere for en selger å selge godet sitt og for en kjøper å finne det han ønsker å kjøpe. For å oppnå en slik størrelse krever plattformen betydelige initiale investeringer i markedsføring.

I begynnelsen var det relativt lite konkurranse innen online rubrikk. Et fåtall aktører, hovedsakelig eBay, Naspers og Schibsted, hadde spillerom til å etablere markedsplasser uten særlig konkurranse. I de siste årene har det imidlertid oppstått mer konkurranse som har resultert i konsolideringer, særlig i fremvoksende markeder. En annen tendens er stigende mobiltrafikk (Schibsted, 2015). Facebook har særlig vist interesse for online rubrikk og har allerede lansert et konkurrerende konsept med «kjøp og salgsgupper», og har i noen få land lansert «Markertplace» som trolig vil ekspanderes til andre land i framtiden.

2.3 Komparative selskap

Mediebransjen er en stor bransje som strekker seg fra avis til radio. Følgelig vil det også være flere sentrale aktører, avhengig av hvilken type virksomhet som drives.

Når vi velger å skrive om Schibsted vil det være naturlig å sammenligne dem med tilsvarende selskap i bransjen, både innenfor og utenfor Norges grenser. Vi vil ta for oss selskaper som driver med avis- og rubrikkvirksomhet, da dette er kjernen i Schibsteds virke. Videre velger vi å ha et europeisk perspektiv, fordi Schibsted har største delen av sin virksomhet i Europa. Vi har valgt norske Polaris Media, tyske Axel Springer, britiske Trinity Mirror, danske Northmedia A/S og finske Sanoma som komparative selskap i bransjen. Alle selskapene er aktører innen avis, og i noen grad innen online rubrikk.

2.3.1 Polaris Media

Polaris Media er et norsk børsnotert medie- og trykkerikonsern som er Norges tredje største aviseier, bak Schibsted og Amedia. I 2014 stod Polaris for 9 prosent av det norske totalopplaget. (Medienorge, 2016). Konsernet hadde driftsinntekter på MNOK 1 521 i 2016 (Polaris, 2016). Polaris sin virksomhet er hovedsakelig delt inn i aviser og trykkeri. Polaris Media omfatter 33 lokale og regionale aviser. Avisene har sterke posisjoner i sine respektive lokale markeder med et totalt opplag på 205 550 i 2016. I 2016 hadde konsernet i snitt daglige lesere lik 316 000 på internett og 303 000 på mobil (Polaris ASA, 2016). Polaris Media har i tillegg eierandeler i Schibsteds FINN med 10 prosent og teknologiselskapet Cxense med 5 prosent. (Polaris, 2016). Schibsted har også en eierandel på 28,97 prosent i Polaris (Schibsted, 2016).

2.3.2 Axel Springer SE

Axel Springer SE er et tysk, børsnotert mediekonsern og en av de største mediekonsernene i Europa med driftsinntekter på ca. MNOK 29 500 og 15 000 ansatte i 2015. Axel Springers forretningsområder er hovedsakelig publisering av aviser og magasiner på papir og Internett, online rubrikk og annonseringstjenester.

Axel Springer er en sentral aktør innen avisvirksomhet der de kontrollerer den største markedsandelen for dagsaviser i Tyskland. Deres flaggskip, den tyske avisen BILD, er den avisen med høyest omløpshastighet i Europa med 12 millioner daglige lesere. Mediekonsernet har også omfattende digitale – og trykkaktiviteter i øvrige deler av Europa og USA.

I 2005 satt Axel Springer i en strategisk dårlig posisjon, da konsernet nesten ikke tjente penger på Internett. Konsernet taklet dette problemet med å implementere en ny, gjennomgripende strategi hvor de kjøpte opp en betydelig mengde digitale selskaper, særlig innen online rubrikk, i tillegg til å selge seg ut av noen tradisjonelle papiraviser (Bradley og O'Toole, 2016). I 2015 kom 62 prosent av konsernets driftsinntekter og nesten 70 prosent av EBITDA fra Internett og mobil (Axel Springer SE, 2015). Axel Springers har etablert en markedsledende portefølje av

online rubrikkportaler innen kategoriene jobb, eiendom og biler, i tillegg til generelle rubrikkannonser. Det er spesielt innen spesifikke kategorier som stillingsmarkedet at konsernet er størst.

Den største kilden til driftsinntekter er annonser. Annonseinntekter utgjør 64 prosent av samlede driftsinntekter, der 80,4 prosent av annonseinntektene er fra digitale annonser. Opplagsinntekter utgjør derimot 21,9 prosent av samlede driftsinntekter. (Axel Springer SE, 2015)

2.3.3 North-media A/S

North-Media er det eneste børsnoterte avishuset i Danmark og har historie tilbake til 1965. I 2016 hadde selskapet driftsinntekter på MNOK 965, og 548 årsverk.

Deres forretningsområder er delt inn i distribusjon av reklame og brosjyrer, publisering av lokalaviser og internettaktiviteter. Kundene er i all hovedsak bedriftskunder. Distribusjon av reklame og brosjyrer, både fysisk og elektronisk, er selskapets største kilde til inntekter, ettersom 73 prosent av konsernets totale driftsinntekter stammer fra dette.

Konsernet publiserer en rekke lokalaviser i København-området, i tillegg til New Zealand. Det var et opplag på ca. 550 000 i 2016, men det er annonser i avisene som hovedsakelig generer inntektene. Inntekter knyttet til avisene utgjorde imidlertid bare 22 prosent av samlede driftsinntekter. North Media driver også med internettaktiviteter, blant annet nettportaler for husleie, stillinger og håndverkertjenester. (North Media, 2016)

2.3.4 Sanoma Oyj

Sanoma oyj er et internasjonalt finsk mediekonsern som ble stiftet i 1996, med historie tilbake til 1889 med opprettelsen av avisen Päivälehti i Finland. (Sanoma, 2017). I 2015 hadde konsernet driftsinntekter på omtrent MNOK 15 372, og 6776 ansatte.

Forretningsområdene til Sanoma er delt inn i media og undervisning. Media omfatter publisering av magasiner og aviser, TV og radio, i tillegg til internett og «apper». Sanoma har betydelig medievirksomhet i Finland, Nederland og Belgia. De publiserer over 250 magasiner, har flere ledende aviser og har etablert et voksende digitalt «fotavtrykk» i sentrale markeder med suksessfulle nettsider, apper og digitale tjenester som for eksempel e-handel. Publisering av magasiner utgjør Sanomas største segment, og konsernet eier også noen av de største avisene i Finland. Det må nevnes at Sanoma Media BeNe er et av de største medieselskapet i Nederland

og Belgia. Annonseinntekter utgjør ca. 35 prosent av konsernets samlede driftsinntekter, mens opplagsinntekter utgjør 34 prosent.

Deres andre forretningsområde er undervisning, hvor de er en ledende europeisk leverandør av både digitale og trykkbaserte løsninger (Sanoma, 2017). Dette forretningsområdet består av produkter og tjenester for å hjelpe pedagoger å undervise elever.

2.3.5 Trinity Mirror plc

Trinity Mirror plc er et børsnotert mediekonsern i Storbritannia. Konsernet hadde totale driftsinntekter på MGBP 713, det vil si omtrent MNOK 8 109, og hadde 5362 ansatte i 2016. De operer utelukkende i Storbritannia. Deres forretningsområder er i all hovedsak publisering av aviser, i tillegg til trykktjenester og online rubrikk innenfor stillingsmarkedet.

Trinity Mirror plc er en av de største nyhetsleverandørene i Storbritannia med fem nasjonale aviser, over 140 regionale aviser og over 70 nettsted. I 2016 ble 540 mill. aviser solgt og deres nettsteder hadde i gjennomsnitt 28,7 mill. månedlige lesere, og til sammen hadde merkevarene en månedlig rekkevidde på 37,8 mill. personer i gjennomsnitt i Storbritannia. Flaggskipet deres er riksavisen The Mirror.

Konsernet eier også en rekke rubrikknettsteder innenfor stillingsutlysninger i forskjellige bransjer, i tillegg til å tilby trykktjenester. Største delen av driftsinntekten kommer imidlertid fra papiraviser, og spesielt opplagsinntekter og annonseinntekter. Digitale annonseinntekter, både fra display annonser og online rubrikk, er likevel et voksende segment. (Trinity Mirror plc, 2016)

2.4 Hvordan skiller Schibsted seg fra de komparative selskapene?

I dette kapitlet skal vi undersøke hvordan Schibsted skiller seg ut fra de komparative selskapene. For det første er Schibsted av moderat størrelse sammenlignet med bransjeutvalget. Eksempelvis er Axel Springer betydelig større enn Schibsted, mens Polaris er et betydelig mindre selskap.

Schibsteds virksomhet består i all hovedsak av avispublisering og online rubrikk, men deres avisvirksomhet kan ikke sies å være unik. Alle de komparative selskapene driver med avispublisering. Konsernet har sterke markedsposisjoner i Norge og Sverige, både nasjonalt og regionalt. Posisjonene er unike i disse geografiene, men komparative selskap har tilsvarende posisjoner i sine respektive geografiske markeder, f.eks. Axel Springer i Tyskland, Sanoma i

Finland og Trinity Mirror plc i Storbritannia. Axel Springer og Sanoma publiserer i tillegg større aviser enn Schibsted målt etter opplag, og Axel Springer har markedsledende aviser i mange flere land og geografier enn det Schibsted har.

Innen online rubrikk skiller Schibsted imidlertid seg ut. I 2016 utgjorde online rubrikk ca. 41 prosent av Schibsteds driftsinntekter og ca. 74 prosent av EBITA. Det er få av de komparative selskapene som har hatt en like fokusert og sterk satsing på online rubrikk. Et unntak er Axel Springer som har satset betydelig på online rubrikk. Axel Springer er en nyere aktør innen feltet, men likevel utgjorde online rubrikk ca. 27 prosent av totale driftsinntekter og ca. 59 prosent av EBITDA i 2016. I motsetning til Schibsted har Axel Springer satset mest på rene markeds plasser for stillinger og fast eiendom enn for generelle markeds plasser som Schibsteds FINN og Leboncoin.

Ingen av de andre komparative selskapene kan imidlertid sammenlignes med Schibsteds online rubrikkvirksomhet, selv om noen av dem, f.eks. Trinity Mirror plc og North Media, driver med online rubrikk i en liten grad.

Schibsted skiller seg fra bransjen ved at de var en av de første som satset stort på online rubrikk, lenge før Axel Springer, og at online rubrikk i dag generer en såpass stor andel av deres omsetning og overskudd. Schibsted har også en mer omfattende og internasjonal portefølje med sterkere trafikkposisjoner enn det Axel Springer har. Dette tyder på at Schibsted har satset mer på langvarig vekst og venter med å høste inn fordelene til framtiden. Schibsted kjennetegnes av å ha en portefølje innen online rubrikk som er av en internasjonal karakter. Porteføljen er mest konsentrert i Europa, men de har også flere posisjoner i fremvoksende markeder utenfor Europa. Axel Springers portefølje er i all hovedsak konsentrert i Europa, hovedsakelig i Tyskland, Belgia og Frankrike.

Kapittel 3 Verdsettelsesteknikker

I dette kapitlet vil det presenteres teori om forskjellige verdsettelsesteknikker og deretter redegjøres for vårt valg av verdsettelsesteknikk som blir anvendt i kapittel 11. Avslutningsvis vil vi presentere rammeverket for den fundamentale verdsettelsen, som vil danne rammen for resten av utredningen.

3.1 Presentasjon av verdsettelsesteknikker

Damodaran (2012, s.11) presenterer tre teknikker for verdsettelse. Disse teknikkene er kjent som *fundamental*-, *komparativ*- og *opsjonsbasert verdivurdering*. Teknikkene er ikke gjensidig utelukkende, men utgjør supplementer for å komme fram til et samlet verdiestimat. De vil typisk bygge på forskjellige forutsetninger, men de deler også noen felles karakteristika og kan klassifiseres i bredere forstand (Damodaran, 2012, s. 11). Vi vil nå presentere hver av de ulike verdsettelsesteknikkene, før vi foretar et valg av hovedteknikk for vår verdivurdering.

3.1.1. Fundamental verdivurdering.

Fundamental verdivurdering er en av flere måter å foreta en verdivurdering på og omfatter flere steg. Først vil en foreta en analyse av underliggende økonomiske forhold gjennom en strategisk regnskapsanalyse, for deretter å framskrive fremtidsregnskap og fremtidskrav som kan brukes til å finne et fundamentalt verdiestimat.

Det følger av Damodaran (2012, s.11) at denne teknikken har sitt fundament i «nåverdiregelen», hvor verdien av enhver eiendel er lik nåverdien av forventet kontantstrøm som eiendelen genererer. Gjennom denne teknikken prøver en å estimere egenverdien av eiendeler basert på de fundamentale forholdene som avdekkes i den strategiske regnskapsanalysen.

Fundamental verdsettelse kan utføres på flere forskjellige måter, og man skiller typisk mellom to metoder for verdivurdering av et selskap – egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Disse metodene er i utgangspunktet forskjellige, da de bruker ulike definisjoner for kontantstrøm og diskonteringskrav, men vil gi samme verdiestimat ved konsistent bruk. (Damodaran, 2012, s.14)

3.1.1.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden verdsetter egenkapitalen direkte gjennom å neddiskontere kontantstrømmen til egenkapitalen med egenkapitalkravet (Koller, Goedhart & Wessels, 2010, s. 127). Innenfor denne metoden finnes det flere modeller som kan anvendes, hvor alle modellene har ulike fremgangsmåter. Modellene vil imidlertid gi et sammenfallende verdiesimat ved konsistent bruk.

Den første modellen er utbyttmodellen. Modellen er basert på forutsetningen av at den eneste kontantstrømmen som aksjonærene mottar, er utbytte (Damodaran, 2012, s.351). Ved bruk av denne modellen vil verdien av egenkapitalen i dag tilsvare nåverdien av forventet fremtidig utbytte (Damodaran, 2012, s.13).

En annen modell som gjør seg gjeldende, er fri kontantstrømmmodellen. Som det følger av Petersen, Plenborg & Kinserdal (2017, s.304) er denne modellen utvilsomt den mest populære nåverdi-modellen som kan anvendes ved verdsettelse. Når modellen anvendes på egenkapitalen, vil verdien av egenkapitalen i dag tilsvare nåverdien av fremtidig forventet fri kontantstrøm til egenkapital. Damodaran (2012, s.351) definerer dette som kontantstrømmen som «er til overs» etter at selskapet har møtt alle finansielle forpliktelser, herunder betaling av gjeld, samt etter å ha dekket alle investeringer, arbeidskapitalbehov og skattekrav. Fri kontantstrøm til egenkapital er det samme som netto betalt utbytte, og modellen kan derfor sees på som et alternativ til utbyttmodellen (Damodaran, 2012, s. 372). De to modellene blir dermed helt identisk ved utførelse da kontantstrømmen er lik.

Videre har vi superprofitt- og superprofittvekstmodellen. I superprofittmodellen vil verdien av egenkapitalen være lik summen av egenkapitalen i dag og nåverdien av forventet fremtidig superprofitt til egenkapitalen (Damodaran, 2012, s. 596). Tilsvarende vil superprofittvekstmodellen verdsette egenkapitalen på bakgrunn av den kapitaliserte verdien av nettoresultatet og nåverdien av fremtidig vekst (Knivsflå, 2017, F16, s. 53).

3.1.1.2 Selskapskapitalmetoden

Den andre metoden innen fundamental verdivurdering er selskapskapitalmetoden, som er en indirekte verdivurdering av selskapets egenkapital. Her vil selskapets verdi bli funnet ved å diskontere forventet kontantstrøm til selskapet med gjennomsnittlig avkastningskrav, som tilsvarer avkastningskravet for de ulike finansieringskomponentene som brukes av selskapet (Damodaran, 2012, s.13-14). Det finnes typisk tre mål på selskapskapital – totalkapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital. Vi vil i det videre fokusere på sysselsatt kapital og

netto driftskapital, og ser dermed bort fra total kapital da dette er et «gammeldags» mål på kapitalen til selskapet (Knivsflå, F17, s.5). Av dette følger det to metoder for å verdsette egenkapitalen; sysselsatt kapital-metoden og netto driftskapital-metoden.

Verdien av den sysselsatte kapitalen, altså kapitalen som er skutt inn og sysselsatt av eierne og långivere, kan finnes ved hjelp av tre modeller – fri kontantstrømmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Disse modellene er ekvivalent med modellene som følger av egenkapitalmetoden, med det unntak at det benyttes et vektet avkastningskrav til sysselsatt kapital som diskonteringsfaktor, istedenfor egenkapitalkravet. I tillegg er det kontantstrømmen til sysselsatt kapital som vil bli brukt, og ikke til egenkapitalen.

Dette gjelder også netto driftskapitalmetoden, hvor fokuset er på netto driftskapital, altså kapitalen som er investert i **driften**. Også her anvendes de samme modellene som nevnt over, med det unntak at en vil fokusere på kontantstrøm til netto driftskapital og netto driftskrav.

3.1.2. Komparativ verddivurdering.

Komparativ verddivurdering er den andre av de tre hovedteknikkene og er den mest vanlige verdsettelsesteknikken i praksis. Teknikken blir også omtalt som *relativ verddivurdering* og baserer seg på sammenlignende prising i forhold til tilsvarende virksomheter eller eiendeler. I motsetning til fundamental verddivurdering, vil komparativ verddivurdering i større grad basere seg på at markedet er korrekt (Damodaran, 2012, s.19). I fundamental verddivurdering bygger verdiesimatet på egne forventninger basert på den strategiske regnskapsanalysen, mens komparativ verddivurdering bygger mer på markedenes forventninger.

Det finnes to metoder for gjennomføring av komparativ verddivurdering – multiplikatormodeller og substansverdimodellen.

3.1.2.1 Multiplikatormodeller

Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer er svært populær i praksis, og innebærer at verdien til en virksomhet blir sammenlignet med verdien til tilsvarende virksomheter i samme bransje på grunnlag av multiplikatorer. (Penman, 2013, s. 76.)

I motsetning til fundamental verdsettelse vil komparativ verdsettelse gjøres på en indirekte måte. Dette er fordi man tar utgangspunkt i prisingen på komparative selskap i markedet, og antar at det same forholdet mellom verdi og faktor, det vil si multiplikator, gjelder for vårt selskap (Kaldestad & Møller, 2011, s.151)

Det finner flere forskjellige multiplikatorer som man kan bruke ved en komparativ verdsettelse. Koller et al. (2010, s.130) sier imidlertid at en av de mest brukte multiplikatorene er EV/EBITA. For å anvende denne tar man utgangspunkt i et utvalg med komparative selskaper, og deretter multipliserer utvalgets gjennomsnittlige multiplikator med EBITA til selskapet en ønsker å verdsette. Samme logikken gjelder også for samtlige andre multiplikatorer.

3.1.2.2 Substansverdimodellen

Substansverdivurdering utføres ved at eiendelene til en virksomhet blir sammenlignet med salgsverdien eller den estimerte salgsverdien på tilsvarende eiendeler. Deretter blir gjelden trukket fra for å finne substansverdien av egenkapitalen (Penman, 2013, s. 82). Denne modellen krever at alle eiendeler og gjeld kan identifiseres og har en salgs- eller markedsverdi som kan observeres eller enkelt estimeres ved sammenligning med lignende eiendeler.

Det følger av Kaldestad & Møller (2011, s. 69) at forskjellen i forhold til en fundamental tilnærming er måten verdien av selskapets eiendeler beregnes på. Dette skyldes at substansverdimodellen verdsetter selskapets eiendeler til det de anslagsvis kan selges for i markedet i dag, fremfor å basere seg på nåverdien av diskontert kontantstrøm. I praksis er substansverdimodellen mest relevant i bransjer som eiendom og investering da dette er bransjer hvor eiendeler ofte omsettes mellom ulike aktører. Kaldestad & Møller (2011, s. 172) sier videre at metoden trolig er minst anvendelig ved verdsettelse av tradisjonelle virksomheter, da den sannsynligvis vil undervurdere verdiene.

3.1.3. Opsjonsbasert verdivurdering.

I utgangspunktet er verdien av enhver eiendel lik nåverdien av forventet kontantstrøm til eiendelen. Dette gjelder imidlertid ikke for *opsjoner*, hvor nåverdien av forventet kontantstrøm vil undervurdere den virkelige verdien (Damodaran, 2012, s. 87). Som følge av dette er det en tredje hovedteknikk for verdivurdering, nemlig opsjonsbasert verdivurdering. En opsjon gir innehaveren en rett til å kjøpe eller selge en spesifikk mengde av en eiendel til en forhåndsbestemt pris på eller før utløpsdatoen til opsjonen (Damodaran, 2012, s.87). Det skilles mellom to typer opsjoner – kjøpsopsjoner og salgsopsjoner. Disse kan ytterligere kategoriseres i finansielle opsjoner og realopsjoner.

Verdien av en opsjon blir fastsatt med hjelp av flere variabler relatert til den underliggende eiendelen og finansmarkedet. Blant annet nåværende verdi av eiendelen, varians i verdi av eiendelen, og tid til utløpsdato (Damodaran, 2012, s.89). Det er videre utviklet flere modeller

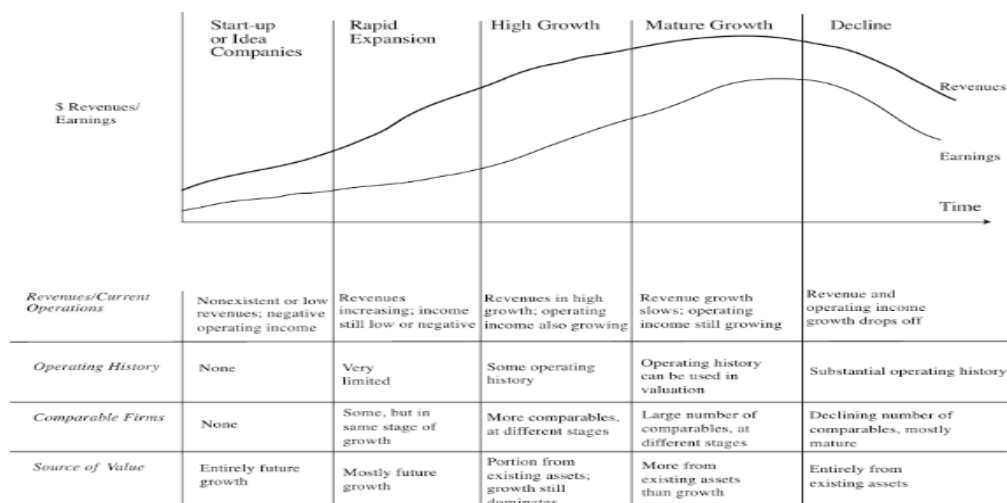
for verdsettelse av opsjoner, deriblant verdsettelse gjennom binomisk tilnærming og «Black-Scholes»-modellen.

Den binomiske modellen baserer seg på at eiendelen, når som helst, kan flytte til en av to mulige priser. Denne modellen gir innsikt i fastsettelse av opsjonsverdien, som blir bestemt av den nåværende verdien og videre reflekterer forventinger til fremtiden (Damodaran, 2012, s.94). Når prisprosessen er kontinuerlig, vil den binomiske modellen konvergere mot Black-Scholes modellen. Denne modellen ble laget for å verdsette europeiske opsjoner hvor den underliggende eiendelen ikke betaler utbytte. Den har vist seg å være robust ved verdsettelse av flere børsnoterte opsjoner (Damodaran, 2012, s.95-98).

3.2 Valg av hovedteknikk

Med utgangspunkt i de tre hovedteknikkene som er presentert i kapittel 3.1, vil vi nå foreta et valg av hovedteknikk, samt velge de metoder som skal fungere som supplement.

Valg av verdsettelsesteknikk vil avhenge av virksomheten, bransjen, faser i livssyklusen og utsikter til fortsatt drift. (Knisvflå, 2017, F1. s. 25) Livssyklusen kan illustreres slik:



Figur 9: Livssyklus (Damodaran, 2012, s.645)

Eksempelvis vil fundamental- og komparativ verdsettelse være best for modne selskap på grunn av at selskapet har en klar driftshistorie og flere komparative selskap. I tillegg følger det av Damodaran (2012, s.927) at hvis det genereres kontantstrømmer i dag, eller forventes å gjøre det i nær framtid, slik tilfellet er for de fleste børsnoterte selskaper, så vil fundamental

verdsettelse passe godt. Av livssyklusen følger det at i modne selskap vil driftsinntektene fortsette å vokse når de er i den «modne fasen», og kontantstrømmer vil fortsatt bli generert. Dermed passer fundamental verdsettelse godt for modne selskap. Ved valg av metode må en også se på tidshorizonten, da fundamental verdsettelse passer best ved en lang tidshorizont og komparativ verdsettelse er mer passende ved en kort tidshorizont (Damodaran, 2012, s.928). I motsetning passer substansverdimodeller bedre for selskaper i «nedgangsfasen», ettersom eksisterende eiendeler utgjør hele verdikilden til selskapet.

Når det gjelder Schibsted er de en sentral aktør i bransjen, hvor det finnes et stort antall komparative selskap. I tillegg kan deres driftshistorie klart bli brukt i verdsettelsen, da en har tilgang til flere årsrapporter som gir vesentlig informasjon om selskapet.

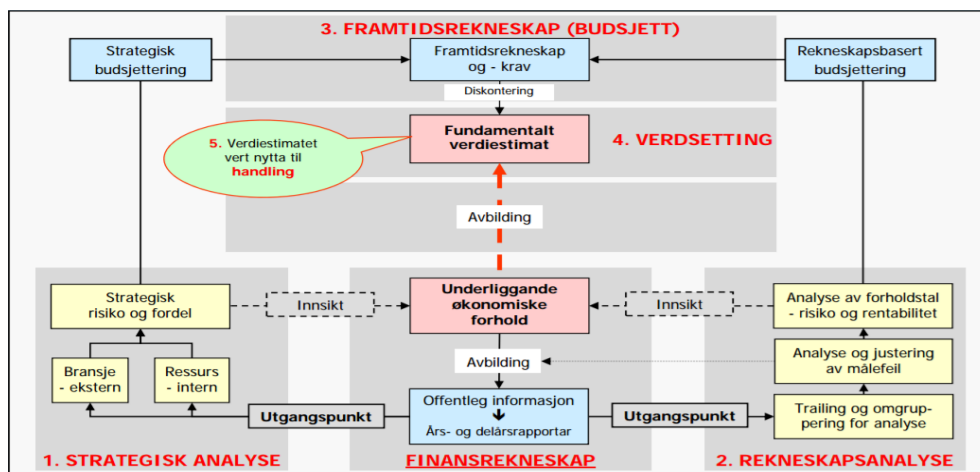
Schibsted er en moden virksomhet, som også har gode muligheter for vekst – særlig innen online rubrikk og i fremvoksende marked. På grunnlag av dette velger vi å foreta en fundamental verdivurdering av selskapet, som videre vil bli supplert med komparativ verdsettelse.

Vi vil følgelig basere oppgaven på rammeverket for fundamental verdsettelse, som vil bli presentert under.

3.3 Rammeverk for fundamental verdivurdering

Ovenfor ble fundamental verdsettelse valgt som verdsettelsesteknikk. Fundamental verdsettelse skal fange opp de underliggende økonomiske forholdene i verdivurderingen. Vi har imidlertid ikke tilgang til perfekt informasjon om de underliggende økonomiske forholdene, derfor bygger verdsettelsen på offentlig informasjon, hovedsakelig Schibsteds årsrapporter fra 2010 til 2016.

Rammeverket som blir benyttet i denne oppgaven er illustrert nedenfor, og består av fem trinn slik det fremgår av Penman (s.85-86). Illustrasjonen er hentet fra Knivsflå (2017, F2, s. 2):



Figur 10: Rammeverk for fundamental verdsettelse (Knivsfå, 2017, F2, s. 2)

1. Strategisk analyse

Det første steget handler om å kjenne selskapet en skal analysere. Dette gjøres med en strategisk analyse. Formålet med denne analysen er å tilegne kvalitativ innsikt om de underliggende økonomiske forholdene til Schibsted, med særlig fokus selskapets strategiske fordeler. Innsikten som anskaffes er nyttig i andre trinn i rammeverket, og kan brukes som veiledning i regnskapsanalysen. Konklusjonene fra strategisk analyse og regnskapsanalyse bør være konsistente. I tillegg skal analysens innsikt brukes til å utarbeide fremtidsregnskapet. (Palepu, Healy og Peek. 2013, s. 59-60)

I denne oppgaven brukes PESTEL-modellen for makroomgivelser, Porters femkraftsmodell for bransjen, og KIKK- og VRIO-modellen for Schibsteds virksomhet og dets ressurser.

2. Regnskapsanalyse

Når en har kvalitativ innsikt om selskapet, vil neste steg være regnskapsanalyse.

Regnskapsanalyse er en analyse av informasjon fra årsregnskapet, eventuelt kvartalsrapporter, for å få kvantitativ innsikt i de underliggende økonomiske forholdene. Regnskapsanalysen består av flere komponenter: «Trailing», omorganisering for analyse, justering av målefeil og forholdstallsanalyse.

Hvis det bare er en til tre kvartalsregnskap tilgjengelig, må det foretas «trailing» for at helårsregnskapet skal kunne estimeres. Deretter må regnskapstall omgrupperes for å gjøre regnskapet klar for analyse. Omgruppering handler hovedsakelig om å normalisere regnskapet, og å skille mellom driftsrelaterte og finansielle poster. Hensikten er blant annet å gjøre regnskapet mer investororientert. Det foretas også justering av målefeil for at regnskapet skal reflektere de underliggende økonomiske forholdene mest mulig.

Til slutt utføres en forholdstallanalyse av risiko og rentabilitet. Risikoanalysen inneholder en likviditets- og soliditetsanalyse, der sluttproduktet er en syntetisk rating av Schibsted. I rentabilitetsanalysen skal Schibsteds strategiske fordel bli målt og tallfestet som superrentabilitet.

3. Fremtidsregnskap og fremtidskrav

Videre må det utarbeides et fremtidsregnskap for en bestemt periode, For å oppnå dette brukes en rekke budsjett drivere som er nært knyttet til verdiskapningen. Det er viktig at fremtidsregnskapet er basert på innsikten som er opparbeidet i strategisk regnskapsanalyse (Palepu et al., 2013, s. 257). Fremtidsregnskapet er budsjettert for en bestemt budsjettperiode frem til budsjett horisonten hvor alle budsjett drivere settes konstant i all fremtid. I tillegg må fremtidskrav bli estimert.

4. Fundamental verdsettelse

Verdivurderingen bygger på det budsjetterte fremtidsregnskapet og estimerte fremtidskrav. Slik det er presentert ovenfor eksisterer det to metoder for fundamental verdsettelse; nemlig den direkte egenkapitalmetoden eller den indirekte selskapskapitalmetoden. Poenget i begge metodene er at relevante kontantstrømmer fra fremtidsregnskapet skal neddiskonteres med framtidskravet i ethvert år i budsjettperioden, tillagt en horisontverdi som skal fange opp all verdiskapning som forekommer etter budsjett horisonten.

Til slutt har vi et fundamentalt verdiestimat på Schibsteds egenkapital. Dette er imidlertid et punkttestimat som det er knyttet usikkerhet til. Denne usikkerheten skal analyseres gjennom simuleringer og sensitivitetsanalyse.

5. Handlingsstrategi

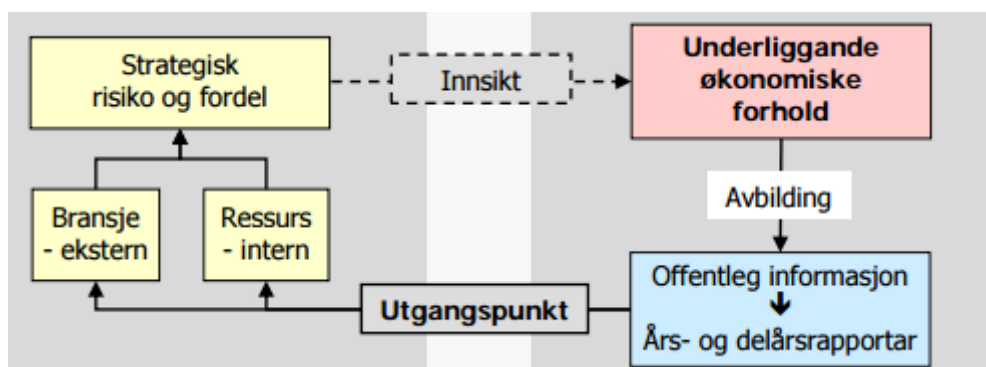
Rammeverket avslutter med å sammenligne det estimerte verdiestimatet med børskursen på verdsettelsestidspunktet. Med utgangspunkt i verdiestimatet og de underliggende forventningene, har man et verktøy for å vurdere om børsverdien er overvurdert eller undervurdert. Basert på konklusjonen blir det utarbeidet en handlingsstrategi, det vil si en investeringsstrategi som gir uttrykk for en anbefaling til investorer: Enten kjøp, hold eller selg.

Kapittel 4 Strategisk analyse

Vi vil i dette kapittelet foreta en strategisk analyse av Schibsted for å opparbeide kvalitativ innsikt om de underliggende økonomiske forholdene til Schibsted. En slik kvalitativ analyse gir innsikt som videre er nyttig for å vurdere kvaliteten på den kvantitative regnskapsanalysen og er essensiell for å forstå de underliggende økonomiske forholdene (Knivsflå, 2017, F2, s.3). Dette danner et viktig grunnlag for utarbeidelse av fremtidsregnskap i kapittel 9.

4.1 Rammeverk for strategisk analyse

Formålet med den strategiske analysen er å avdekke virksomhetens strategiske fordel- og risiko. I tillegg vil den gi verdifull innsikt i de underliggende økonomiske forholdene som danner grunnlaget for Schibsteds års- og delårsrapporter. Rammeverket for selve analysen kan illustreres på følgende måte:



Figur 11: Rammeverk for strategisk analyse (Knivsflå, F1, s.33)

Tradisjonell strategisk analyse deles typisk inn i ekstern og intern analyse.

Den eksterne analysen, som også kalles bransjeorientert strategisk analyse, avdekker forhold som enten utgjør muligheter eller trusler for bransjen. Formålet til den eksterne analysen er å identifisere årsaker til en bransjefordel, eller eventuelt en bransjeulempe, som kan kobles til regnskapsanalysen. Bransjefordelen kan illustreres med uttrykket:

$$BFD = ndr_B - ndk_B$$

En slik fordel er tilstede når netto driftsrentabiliteten i bransjen (ndr_B) er større enn netto driftskravet i bransjen (ndk_B), og den vil øke dersom bransjen har mange muligheter. Tilsvarende vil fordelene bli mindre dersom bransjen står overfor trusler i omgivelsene eller internt i bransjen. Det som er viktig å merke seg med denne typen av analyse er at den

avdekker forhold som er *felles* for alle virksomheter i bransjen, og således ikke særegent for en spesiell virksomhet. (Knivsflå, 2017, F2, s. 27).

Videre følger den interne analysen – som også kalles ressursorientert strategisk analyse. Formålet til den interne analysen er å kartlegge årsaker til en ressursfordel og koble de til regnskapsanalysen. I motsetning til den bransjeorienterte analysen, vil en gjennom ressursorientert analyse fokusere på interne forhold for å avdekke virksomheten sine sterke og svake sider. Resultatene av denne analysen vil gi innsikt om virksomheten har en ressursorientert strategisk fordel. Ressursfordelen kan uttrykkes med følgende formel:

$$RFD = ndr - ndr_B$$

Denne fordelten er tilstede når netto driftsrentabiliteten til den analyserte virksomheten er høyere enn netto driftsrentabiliteten i bransjen. Dersom virksomheten har mange interne styrker, så vil ressursfordelen øke og tilsvarende vil den bli mindre som følge av interne svakheter. Det er viktig å merke seg at det her menes ressurser internt i virksomheten som er grunnlaget for fordelten, og ikke noe felles for hele bransjen slik tilfelle er når det foreligger en bransjefordel (Knivsflå, 2017, F2, s.41).

Når det gjelder spesifikke rammeverk for utførelse av disse analysene vil disse presenteres når den enkelte analyse gjennomføres.

Med basis i de nevnte analyser, skal vi kartlegge bransje- og ressursfordeler. Ved å oppsummere disse fordelene kan vi konkludere hvorvidt virksomheten har en strategisk fordel eller ulempe. En strategisk fordel er definert som virksomhetens evne til å generere en rentabilitet utover kravet, og er tilstede når rentabiliteten til driften er høyere enn kravet til driften. Det er med andre ord en superrentabilitet. Det vil bli identifisert en historisk strategiske fordel som kan brukes til å forstå historisk rentabilitetsanalyse i kapittel 8 og en framtidig strategisk fordel som kan brukes i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet i kapittel 9.

I tillegg gir den strategiske analysen innsikt om strategisk risiko. Strategisk risiko kan defineres som risikoen for at rentabiliteten blir mindre enn det som var ventet på forhånd, altså avkastningskravet – og muligheten til å gjøre rentabiliteten større enn kravet (Knivsflå, 2017, F2, s. 15). Denne risikoen vil påvirkes av virksomhetens styrker, svakhet, muligheter og trusler. Denne innsikten kan ha betydning ved beregning av syntetisk rating i kapittel 6.

4.2 Ekstern analyse

For å kartlegge bransjefordeler eller -ulempes, vil det være hensiktsmessig å utføre en strategisk analyse av bransjen og øvrige omgivelser. Det er utviklet en rekke teknikker og modeller som kan anvendes i en slik ekstern analyse (Roos, von Krogh, Roos og Boldt-Christmas., 2015, s. 71). Videre i oppgaven vil vi benytte oss av en PESTEL-analyse og Porters femkraftsmodell for å danne et bilde av muligheter og trusler i bransjen.

4.2.1 PESTEL

Formålet med PESTEL-analysen er å kartlegge hvordan makroøkonomiske forhold kan påvirke bransjen. Denne analysemodellen omhandler politiske, økonomiske, sosiokulturelle, miljømessige og juridiske forhold som virker inn på en bransjens virksomhet. Det må imidlertid understrekes at alle disse faktorene ikke nødvendigvis er like kritisk for enhver bedrift i bransjen (Roos et.al, 2015, s. 84). Rammeverket kan illustreres slik:

PESTEL:

Politiske Forhold (P) <ul style="list-style-type: none">- Skattepolitikk- Privatiseringspolitikk- Valutapolitikk- Stabilitet hos myndighetene	Økonomiske Forhold (E) <ul style="list-style-type: none">- Sykluser- Trender i BNP- Renter- Inflasjon- Valutafluktueringer- Disponibel Inntekt- Energitilgang og kostnad	Sosiale Forhold (S) <ul style="list-style-type: none">- Demografi- Inntekter i befolkningen- Sosial Mobilitet- Holdninger til arbeid- Konsum- Utdanningsnivå
Teknologiske Forhold (T) <ul style="list-style-type: none">- Offentlig Forskning- Fokus på teknologi- Innovasjon- Teknologioverføring- Mislykkede prosjekter	Miljømessige forhold (E) <ul style="list-style-type: none">- Forurensning og Utslippskvoter- Påvirkning av naturen- Gjenvinning- Ressursmangel- Økte energikostnader- Kundernes holdninger til miljø(vern)	Lovmessige Forhold (L) <ul style="list-style-type: none">- Monopollovgivning- Miljøvernlovgivning- Handelsreguleringer- Arbeidsreguleringer

Figur 12: PESTEL-analyse (Roos et al. 2015, s.84)

4.2.1.1 Politiske og juridiske forhold

Selskap som er dominerende står vanligvis overfor strenge krav om å ikke undergrave konkurranse. Slikt ansvar kan begrense selskapers frihet i lokale områder.

Konkurranselovgivning og tilhørende kontrollorganer representerer en trussel for store selskap i bransjen ved at de kan hindre oppkjøp og fusjoner i markeder der de allerede har en sterk posisjon. Et nylig eksempel på dette er da Konkurransverket nektet Schibsted å kjøpe opp svenske Hemnet som er en online rubrikkplattform innen fast eiendom, fordi konsernet allerede er en sterk aktør i det svenske markedet med Blocket (Schibsted ASA, 2016).

For avisbransjen kan Medietilsynet, eller lignende organer i andre land, sette begrensinger i avisvirke. I tillegg vil lovgivning rundt personvern gjøre seg gjeldende. Dette setter klare

begrensinger i forhold til avisenes behandling av personopplysninger og i forhold til håndtering av personopplysninger som samles inn gjennom internettbaserte tjenester.

Globale aktører, slik som Schibsted og Axel Springer, må forholde seg til mange forskjellige jurisdiksjoner og lovverk. Det kan være en utfordring å håndtere slik kompleksitet. I tillegg kan internasjonale medieselskap være eksponert for politisk ustabilitet i fremvoksende markeder.

Personvern- og opphavsrettlovgivning, konkurranseregulering, og kompliserte juridiske og politiske forhold som følger av å være en global aktør representerer en svak trussel for bransjen.

4.2.1.2 Økonomiske forhold

Som flere andre bransjer, er også mediebransjen sin virksomhet påvirket av økonomiske forhold i omgivelsene. Bransjen er imidlertid mindre konjunkturpåvirket enn, for eksempel, olje- og oppdrettsbransjen, men vil likevel være nødt å ta hensyn til enkelte makroøkonomiske størrelser. Dette gjør seg særlig gjeldende på annonseinntekter, både i aviser og online rubrikk.

Annonseinntekter blir påvirket av makroøkonomiske størrelser som vekst i BNP, arbeidsledighet, og forbrukertillit. Det er særlig annonseinntekter fra stillingsmarkedet og eiendomsmarkedet som er eksponert for slik makroøkonomisk risiko, da denne typen inntekter har direkte sammenheng med arbeidsledighet. Vekst og lønnsomhet ble for eksempel betydelig redusert i den spanske stillingsplattformen Infojobs og eiendomsplattformen Fotocasa på grunn av finanskrisen.

Avisbransjen er forbruker av papir i sin virksomhet og er dermed eksponert mot endringer i prisnivået innenfor papirmarkedet, som videre vil virke inn på råvarekostnaden til selskaper. For internasjonale selskaper i bransjen, vil også valutaflukteringer og renteendringer representere en generell risiko for flere selskaper i mediebransjen.

Bransjens inntjening følger konjunkturer og er utsatt for volatilitet i papirpris, rente og valutakurser. Økonomiske forhold representerer dermed en moderat trussel for bransjen.

4.2.1.3 Sosiokulturelle forhold

De sosiokulturelle forholdene virker inn på bransjen gjennom endringer i forbrukernes medievaner. Dette viser seg sterkest gjennom overgangen til internett og sosiale medier, og kan representere både muligheter og trusler.

Avisvirksomheten er kanskje den virksomheten som merker endringer i medievanene sterkest, og det er spesielt inntekter fra papiraviser som påvirkes av disse endringene. Dette er fordi forbrukerne i større grad benytter digitale produkter og plattformer som sosiale medier fremfor tradisjonelle papiraviser. Disse endringene følger i stor grad den teknologiske utviklingen, hvor nettbrett og smarttelefoner stadig blir billigere, bedre og mer utbredt. Dette krever også at avisvirksomheter må omstille seg og etablere seg på flere plattformer for å dekke endringer i vaner hos forbrukerne. Dette kan blant annet gjøres med å forbedre nettaviser eller utvikle apper for å gjøre leseropplevelsen bedre på mobil.

En annen trend er forbrukerens misnøye med displayannonser og at de foretrekker å benytte annonseblokkeringsverktøy. En slik forbrukertrend resulterer i reduksjon av en viktig inntektskilde.

Sosiokulturelle forhold representerer en høy trussel for bransjen i form av endrede forbrukerpreferanser på grunn av teknologiske endringer. Samtidig kan dette utgjør store muligheter hvis bransjen klarer å avdekke forhold og utnytte trender i markedet før konkurrenter gjør det.

4.2.1.4 Teknologi

All internettvirksomhet er eksponert for teknologiske trusler som angrep på IT-systemer eller teknologiske feil. Hvis IT-systemer er nede jevnlig eller over en lang periode vil dette kunne svekke omdømme og merkenavn, og følgelig inntekt. I tillegg er det en risiko for at uvedkommende får tilgang til servere, databaser og informasjonssystem.

En bedrift må kunne tilpasse seg teknologiske endringer for å overleve raskt omskiftelige omgivelser. Dette representerer en trussel for mange bedrifter, men det kan likeså være en mulighet for andre bedrifter, typisk for innovatører.

For eksempel hvis mediebransjen ikke evner å tilpasse seg den digitale annonseverdenen, så er det en stor risiko for at de kan tape en betydelig del av annonseinntekter fra Google og Facebook.

Endring og tilpasning i teknologiske omgivelser er nært koblet til sosialkulturelle forhold, og vil på samme måte representere en høy trussel, men samtidig representere mange muligheter for bransjen.

4.2.1.5 Miljømessige forhold

Miljømessige forhold er i utgangspunktet ikke av stor betydning for bransjen. Dette skyldes i stor grad overgangen til internett, noe som resulterer i mindre fysisk produksjon av papiraviser. Det er likevel noen aspekter som gjør seg gjeldende ved avisvirksomheten som en må være klar over. Blant annet krever papirproduksjon store mengder trær, som videre skader miljøet på forskjellige måter.

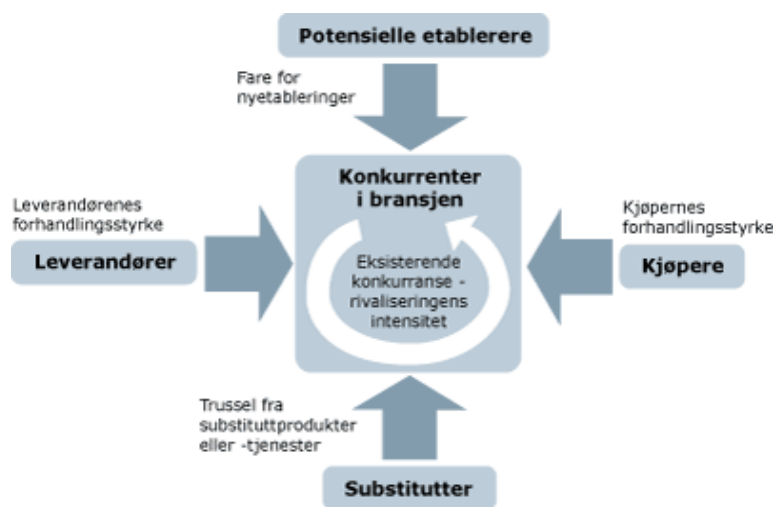
Vi konkluderer med at miljømessige forhold utgjør en lav trussel for bransjen, som følge av at store deler av virksomheten deres blir flyttet til internett som reduserer de miljømessige aspektene.

4.2.2 Porters femkraftsmodell

For å bedre forstå dynamikken i bransjen som selskapet opererer i, har Michael Porter definert fem faktorer knyttet til konkurransevne som kan benyttes til å opparbeide forståelse av styrker og svakheter i en bransje. Dette rammeverket blir omtalt som Porters femkraftsmodell hvor Porter identifiserer fem spesifikke konkurransekrefter i en bransjestruktur som kan true bedriftens evne til å holde på eller skaffe et konkurransefortrinn (Barney, 2014, s.50)

Rammeverket kan også brukes omvendt til å identifisere muligheter i en bransje.

Rammeverket innebærer at en analyserer *trusselen fra nyetableringer, trusselen om kundenes forhandlingsstyrke, trusselen om leverandørens forhandlingsstyrke, innflytelsen fra substituerbare produkter, og rivaliseringen som foregår blant eksisterende aktørene i bransjen*. Figuren nedenfor illustrerer sammenhengen mellom faktorene.



Figur 13: Porters femkraftsmodell (Roos et al, 2015, s.87)

4.2.2.1 Trussel om kundenes forhandlingsstyrke

Det er ofte slik at kundene i bransjen er interessert i å oppnå høyere kvalitet og samtidig presse prisene ned. Dette kan videre gå på bekostning av lønnsomheten i et selskap.

Kundene i mediebransjen kan grovt deles inn i lesere og annonsører. Den første er lesere av papiraviser og nettaviser som hovedsakelig gjelder forbrukere av nyheter. Nyheter blir også dekket av rivaler og substitutter som andre aviser, radio, TV, sosiale medier, ol. Det er altså stor valgfrihet i valg av medium for nyhetskonsument, noe som gjør kampen om publikum vanskelig. Aviser selges imidlertid ikke alltid direkte til forbrukeren, men også til forretninger som dagligvarebutikker og kiosker, og disse har en større forhandlingsstyrke på grunn av deres størrelse. På grunnlag av dette kan en si at aviskunder har en viss forhandlingsstyrke i bransjen.

Den andre kundegruppen er annonsører. Kunder av displayannonser får en rekke nye valgmuligheter som følge av digital annonsering. På internett kan for eksempel annonsører bruke de mer populære, konkurrerende annonseplattformene til Google og Facebook..

Trusselen om kunders forhandlingsmakt må kunne anses moderat, selv om individuelle lesere ikke nødvendigvis har stor makt. Hovedårsaken til dette er de ulike valgmulighetene til både lesere og annonsører.

4.2.2.2 Trussel om leverandørenes forhandlingsstyrke

Leverandørers forhandlingsstyrke kan representere en trussel ved at de kan øke priser eller redusere kvantum på leveranser. Egenskaper til leverandøren som kan øke trusselen er konsentrerte leverandører, unike og høyt differensiert leveranseprodukter eller mangel på substitutter (Barney, 2014, s. 64).

Papir representerer en viktig leveransene for avisbransjen. Papirbransjen er en relativt konsentrert bransje som er i nedgang og dette indikerer at papirleverandører ikke har betydelig forhandlingsmakt. Bransjen er også avhengig av nyhetshistorier som innsatsfaktor i sine aviser. Dette kan så klart hentes internt, men leverandører er en viktig kilde for nyhetsmateriale, for eksempel nyhetsbyråer som Reuters, AP og norske NTB. Bransjen er i en viss grad avhengig av slike leverandører

Den digitale transformasjonen har endret noen forhold. På en side må nyhetsbedrifter oppdatere nyhetene sine raskest mulig og dette må gjøres kontinuerlig. Deres etterspørsel etter

pålitelige, raske nyhetskilder har dermed økt. På en annen side har antallet mulige nyhetskilder økt betydelig takket være internett. Eksempler på denne trenden er blogger, Facebook og Twitter. I dagens transparente omgivelser er det vanskeligere for aktører å opparbeide seg monopol i nyhetsmateriale, og dermed har leverandører av nyhets historier fått en redusert forhandlingsmakt. Trusselen om leverandørers forhandlingsmakt bedømmes derfor lav.

4.2.2.3 Trussel fra etablering i bransjen

Nyetableringer er selskaper som er nye i bransjen eller som tenker å etablere seg i bransjen i nær fremtid (Barney, 2014, s. 51). Til hvilken grad nyetableringene er en trussel avhenger av etableringsbarrierene i bransjen. Det finnes flere kilder til etableringsbarrierer, og det er særlig produktdifferensiering som gjør seg gjeldende for mediebransjen.

For papiraviser har etableringsbarrierer tradisjonelt vært investeringer i produksjonsutstyr og stordriftsfordeler knyttet til fysisk produksjon. Den digitale transformasjonen har imidlertid fjernet disse barrierene. Sterke, etablerte merkevarer må dermed anses som den største etableringsbarrieren innen avis. Det er særlig innenfor spesifikke geografier, spesielt regionalt og lokalt, at et fåtalls aviser bygger opp sterke merkevarer med lojale lesere. Dette kan kalles «geografiske monopoler» hvor enkelte aviser har mer eller mindre monopol på aviser i et område, eller er i nærliggende forhold med sterke markedsposisjoner innenfor et geografisk område. Det er vanskelig for en ny konkurrent å etablere seg og tiltrekke kunder fra de etablerte avisene.

Internett har imidlertid svekket denne fordelene ved å gjøre det lettere for nye aktører å etablere seg. Dette skyldes at internett ikke har geografiske begrensninger og aviser har fått større rekkevidde, samtidig som at kunder har tilgang til nye nyhetskilder som Facebook, Twitter og blogger. I tillegg har digitaliseringen fjernet mellomledd i verdikjeden som gjør det lettere og mindre kostbart for nye aktører å etablere seg. Men aviser må enda anses å ha geografiske fordeler, selv om de er svekket.

Online rubrikk krever en viss størrelse på markedsandel eller internettrafikk for å være lønnsom. Nyetablerte i markedet vil slite med lønnsomhet uten å ha tilstrekkelig stor skala og må investere betydelige beløp i markedsføring for å slå etablerte aktører. En annen etableringsbarriere er nettverkseffekter, som typisk kjennetegner online rubrikk. Sterke markedsposisjoner og høy trafikk øker likviditeten på både tilbuds- og etterspørselssiden i markeds plassene, noe som øker nettstedets attraktivitet for brukerne. Mindre plattformer

virker på samme måte mindre attraktive for brukerne. Nettverkseffekter styrker markedsposisjoner og resulterer gjerne i at det er en eller to ledende aktører i et marked, og representerer samtidig en stor barriere for nyetableringer.

Selv om skala og nettverkseffekter representerer etableringsbarrierer for mange aktører, er disse barrierene mer eller mindre ikke-eksisterende for de globale internettgigantene med store eksisterende plattformer.

Det er spesielt Facebook som representerer en konkret trussel på grunn av deres store globale plattform. Facebook trenger altså ikke å bygge opp en plattform fra grunnen av. Et eksempel på denne trusselen er Facebook Marketplace som er en nylig lansert app for online rubrikk rettet mot privatpersoner (Framstad, 2016). Et annet eksempel er de mange kjøp- og salgsgruppene som er opprettet på Facebook (Eckblad, 2016). Disse kjøps- og salgsgruppene har over 400 millioner aktive brukere, og sammen utgjør disse faktorene en konkret trussel i dag. I framtiden er denne trusselen forventet å vokse, ettersom Facebook har vist så stor interesse for å satse innen online rubrikk.

Andre store, globale internettelskaper som Google, Yahoo og Amazon kan også søke å ekspandere inn i online rubrikk.

I tillegg har online rubrikk høye marginer på 40-60 prosent, som kan gjøre det svært attraktivt for nyetableringer. Likevel er det vanskelig å se for seg at nyetableringer med det første vil skade veletablerte merkenavnet som allerede eksisterer i bransjen, men over tid vil konkurransen utvilsomt tilspisse seg.

Når man ser på de etablerte aktørenes sterke merkenavn, geografiske monopoler, skala- og nettverkseffekter, er det vanskelig å se for seg at nye aktører kan ta opp konkurransen med disse. Likevel eksisterer det en konkret trussel fra de store internettelskapene som særlig forventes å vokse innen annonse- og rubrikkmarkedet i framtiden. Trusselen fra nyetableringer vurderes samlet å være moderat.

4.2.2.4 Trussel fra substitutter

Trusler fra substitutter kommer fra andre produkter eller tjenester som tilfredsstillende samme behov og funksjoner som produktet eller tjenesten i bransjen. Substitutter kan begrense prisnivået på bransjens produkter (Barney, 2014).

Endringer i preferanse har ført til at forbrukere etterspør papiraviser i mindre grad. Forbrukerne finner andre produkter for å dekke sine behov, hvor behovet i hovedsak er nyhetsforbruk i dette tilfellet. Nærliggende substitutter er nyheter på TV og radio. Andre

substitutter er f.eks. blogger, sosiale medier som Facebook og Twitter, videoplattformer som Youtube, internettportaler og aggregeringssider som Google. Dette er nært knyttet til kundenes valgmuligheter i 4.2.2.1.

Online rubrikk omhandler hovedsakelig digitale markedsplasser hvor forbrukere selger og kjøper gjenbrukte gjenstander. Kjøpere kan dekke sitt behov gjennom alternative kilder som nettbutikker der profesjonelle aktører selger goder til forbrukere eller rett og slett fysiske butikker. Selgere har kanskje ikke like mange alternativer som kjøpere, men noen substitutter er salgsgupper på Facebook, auksjonsnettsteder som eBay, loppemarkeder og bruktbutikker.

Trusselen fra substitutter er moderat.

4.2.2.5 Trussel om rivalisering i bransjen

Innenfor avisbransjen er det konkurranse om avisopplag og annonseinntekter. Konkurranse om avisopplag er stort sett basert på innholdet i avisene, mens konkurranse om annonseinntekter er hovedsakelig basert på hvor effektiv annonseringen er til å nå målgruppen og generere salg.

Avisbransjen er eksponert for rivalisering fra andre papiraviser og nettaviser, både nasjonalt og regionalt. I tillegg er den eksponert for mulige disruptive innovasjoner fra store, globale internettselskap som Google og Facebook, slik en har sett de senere år. Eksempler er nettstedet med «aggregator»-funksjoner som Google og MSN, som gjør det mulig for brukere å søke og få tilgang til rubrikkannonser og nyhetsartikler som tilhører sentrale mediehus uten å måtte gå gjennom portalene til konsernets nettsteder. Dette kan redusere trafikken og følgelig annonseinntektene, spesielt ettersom nettportalene typisk inneholder flest annonser.

Annonsemarkedet er særlig preget av rivalisering der Google og Facebook står som de dominerende aktørene i det norske og globale markedet. Denne dominansen skader bransjen ved at det er vanskeligere for bransjen å tjene penger gjennom annonser, noe som er en viktig inntektskilde for bransjen. Bransjen har tapt stort på fallet av annonseinntekter i avisapirer uten at veksten i nettaviser har vært tilstrekkelig til å dekke dette fallet, fordi mange annonsører velger å gå til Google og Facebook istedenfor.

Det finnes en rekke rivaliserende aktører innen online rubrikk, f.eks. ulike nettsteder og apper. De mest sentrale aktørene er likevel for tiden såpass geografisk spredt at rivalisering ikke er stor, og det er som regel en dominerende aktør i et marked. Men framover i tid vil vi forvente

at rivaliseringen vil ta seg opp, særlig når store internettelskaper som Facebook får et godt fotfeste i online rubrikk, slik som det ble beskrevet i 4.2.2.3.

Trusselen om rivalisering må bedømmes som moderat.

4.2.3 Oppsummering av bransjeorientert analyse

Tradisjonelt har avisbransjen hatt en bransjefordel i form av geografiske monopoler hvor forskjellige aviser har hatt sterke markedsposisjoner i sine respektive geografiske markeder. Disse posisjonene har vært relativt trygge på grunn av barrierer som nye konkurrenter må overkomme for å slå de etablerte aktørene, da etablerte aviser representerer sterke merkevarer med lojale kundebaser. Teknologisk utvikling og endrede medievaner, spesielt internettrevolusjonen, har imidlertid redusert denne bransjefordelen. Likevel er geografiske fordeler en kilde til en liten bransjefordel etter vår vurdering.

Selv om internett med det første har svekket bransjen og deres geografiske monopoler, så forventer vi at bransjen på lang sikt vil optimalisere sine forretningsmodeller på internett ved hjelp av deres sterke merkenavn med store kundebaser, og at dette vil gi utslag i en svakt økende bransjefordel i framtiden.

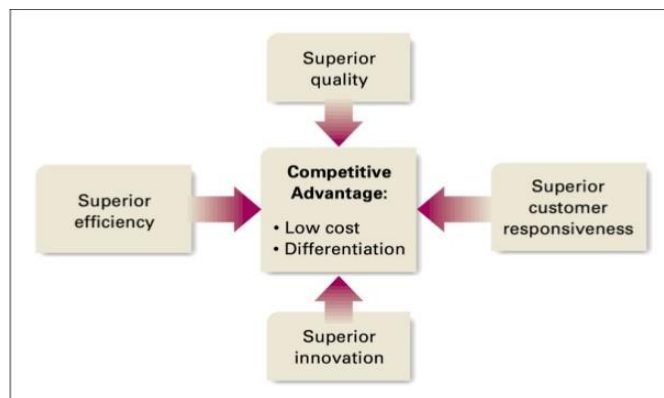
4.3 Intern ressursorientert analyse – VRIO og KIKK

I dette delkapittelet skal det utføres en intern analyse av Schibsted for å identifisere ressursfordeler eller -ulempen. Med andre ord skal vi kartlegge noen av Schibsteds mest avgjørende ressurser og vurdere om ressursene representerer vedvarende strategiske fordeler. I tillegg vil vi fastsette dem som styrker eller svakheter, og på bakgrunn av dette fastslå om det er grunnlag for å påstå om Schibsted har en superrentabilitet som er større enn bransjen. Til dette formålet har vi valgt VRIO og KIKK som rammeverk for analysen..

4.3.1 KIKK analyse

Hovedformålet med den interne analysen er som nevnt å avdekke selskapets styrker og svakheter. Dette gjøres typisk gjennom en ressursbasert analyse for å avdekke strategiske fordeler. Sentralt i denne sammenhengen står fire faktorer som er med på å bygge og opprettholde slike strategiske fordeler; *kostnadseffektivitet, innovasjon, kundeorientering og kvalitet*. Disse fire faktorene er et produkt av selskapets særegne kompetanser og bidrar til at selskapet kan differensiere produktene sine. Dermed kan selskapet skape større verdier for

kunden, samt senke sin kostnadsstruktur (Hill & Jones, 2004, s. 86). En analyse av disse fire faktorene blir ofte kalt KIKK-analyse, og er illustrert under.



Figur 14: KIKK-analyse (Hill & Jones, 2004, s.87)

4.3.1.1 Kostnadseffektivitet

Et mål for kostnadseffektivitet er hvor mange innsatsfaktorer som går til å produsere et produkt. Jo mer kostnadseffektiv en bedrift er, desto mindre innsatsfaktorer er nødvendig for å produsere en gitt output. Kostnadseffektivitet kan deles inn i to typer: Arbeidseffektivitet og kapitaleffektivitet.

Innen avisvirksomhet har Schibsted fått store utfordringer knyttet til kostnadsstrukturen, på grunn av synkende opplag. Schibsted håndterer dette gjennom kostnadsreduksjoner og effektiviseringsprogrammer. Samtidig har Schibsted operert i bransjen lenge, noe som tyder på en effektiv kostnadsstruktur. Avisene trykkes i store trykkerier, noe som indikerer lave enhetskostnader gjennom stordriftsfordeler.

	2016	2015	2014	2013	2012	2011
EBITDA-margin totalt	13 %	13 %	13 %	12 %	14 %	15 %
EBITDA-margin i online rubrikk	28 %	29 %	30 %	24 %	30 %	31 %
EBITDA-margin i mediehus Norge	8 %	7 %	9 %	11 %	12 %	14 %
EBITDA-margin i mediehus Sverige	12 %	11 %	10 %	10 %	12 %	12 %
Arbeidseffektivitet (Driftsinntekter/Ansatte)	2,23	2,21	2,19	2,02	1,94	1,97
Kapitaleffektivitet (Driftsinntekter/Total kapital)	0,75	0,77	0,85	0,91	0,93	0,88

Tabell 2: EBITDA-margin, arbeidseffektivitet og kapitaleffektivitet

Arbeidseffektiviteten har sett en gradvis økning og denne økningen kan knyttes til innsparinger og effektivisering innen mediehusene. Den kan også knyttes til økt inntekt fra online rubrikk som er mindre arbeidskraftintensiv. Kapitaleffektiviteten har derimot sett en svak fallende trend som indikerer at virksomheten har blitt mer kapitalintensiv. En begrensning i denne korte analysen er at det er vanskelig å skille online rubrikk fra

avisvirksomheten.

EBITDA-marginene tyder imidlertid på redusert kostnadseffektivitet innen mediehusene, særlig i det norske avismarkedet, mens online rubrikk har en relativ høy og stabil kostnadseffektivitet. Online rubrikk er kjennetegnet av å gi høye marginer, der enkelte suksessfulle nettstedet til Schibsted gir stabile EBITDA-marginer mellom 40 og 60 prosent. Schibsteds Leboncoin hadde for eksempel en EBITDA-margin på 60 prosent i både 2016 og 2015 (Schibsted ASA, 2016).

4.3.1.2 Innovasjon

Med innovasjon menes nyskaping, altså det å skape nye produkter og prosesser.

Produktinnovasjon bidrar vanligvis med å øke verdien for kunder (inntektssiden), mens prosessinnovasjon bidrar i hovedsak med å redusere produksjonskostnader (kostnadssiden).

Innovasjon er en av Schibsteds kjerneverdier. Schibsted fokuserer på online markedsplasser, i form av rubrikkplattformer, medieplattformer, nettbaserte betalingsløsninger mv. Videre har Schibsted også flere prosesser som er under kontinuerlig utvikling, f.eks. digitale økosystemer hvor ulike nettsteder kobles sammen for å dekke brukernes behov.

En slik stor satsing på innovasjon gjør at Schibsted kan opprettholde sin posisjon som en av de ledende medieselskapene i Norden. Dette er fordi kontinuerlig utvikling av produkter og prosesser bidrar til at de stiller sterkere i bransjen ellers, og er følgelig en verdifull ressurs for konsernet.

4.3.1.3 Kundeorientering

Kundeorientering handler om å identifisere og tilfredsstille kundenes behov bedre enn konkurrentene. Dette leder til økt kunde verdi for produktet og produktdifferensiering.

Kundeorientering er viktig for Schibsted. Gjennom deres ledende posisjoner innen medier og markedsplasser i Norge og Sverige, kan de samle, prosessere og analysere brukerdata og tilby målrettede og personaliserte løsninger (Schibsted ASA, 2015). Dette omfatter blant annet reklame, redaksjonelt innhold og annonser innen rubrikk. Nyere eksempler er FINN-appen og nyhetsappen OMNI som er tilpasset etter brukernes preferanser.

Innen avis, driver Schibsted blant annet med produktdifferensiering gjennom deres aviser som er rettet mot ulike kundegrupper i både Norge og Sverige.

Samlet sett er kundeorientering sentralt for Schibsted. De har gjennom sine ledende posisjoner skapt unike muligheter for at kunden i større grad skal kunne «skreddersy» sine produkter, enten det er innen nyheter eller annonser, noe som gjør at Schibsted stiller sterkt i markedet.

4.3.1.4 Kvalitet

Et produkt kan anses som en sammensetning av egenskaper som f.eks. pålitelighet, form, ytelse, varighet, stil og design på et produkt. Et produkt har god kvalitet når en kunde oppfatter at egenskapene i produktet har større verdi enn egenskapene i et konkurrerende produkt.

For å være suksessfull må avisbransjen bygge opp et sterkt merkenavn, og opplevd kvalitet er et viktig virkemiddel for dette. I 2015 kompenserte Schibsted for opplagsnedgang ved å øke prisen på aviser (Schibsted ASA, 2015). For å kunne gjennomføre slike prisøkninger suksessfullt, er det naturlig at opplevd kvalitet også må oppjusteres. Innen abonnementsaviser kan det blant annet nevnes at konsernet stagget abonnementsnedgangen ved å utvikle attraktive pakkeløsninger for papir og nett (Schibsted ASA, 2015).

Opplevd kvalitet og et sterkt merkenavn er tilsvarende viktig innenfor online rubrikk. Uten dette er det vanskelig for et rubrikknettsted å opparbeide seg en tilstrekkelig stor brukerbasis og markedsandel slik at virksomheten kan bli lønnsom. Pålitelighet er en særdeles viktig egenskap, fordi brukerne må kunne stole på at nettstedet er velfungerende, at rubrikkannonsene er reelle, at oppgjør skjer på en ordentlig måte, og at det ikke oppstår problemer under besøket. Brukergrensesnittet til FINN er kjennetegnet av å være enkel og brukervennlig.

4.3.2 VRIO-analyse

4.3.2.1 Rammeverk

En intern analyse med formål å avdekke bedriftens styrker og svakheter med hensyn til ressurser kalles en ressursbasert analyse. Målestokken er på bedriftsnivå, i motsetning til en bransjeanalyse der målestokken er på bransjenivå.

En viktig forutsetning i en slik analyse er ressursheterogenitet, det vil si at en bedrift anses som en portefølje med ressurser og at forskjellige bedrifter representerer ulike porteføljer med ressurser (Barney. 2014, s. 120 og 121). Ressursene som en organisasjon har til rådighet kan variere stort i karakter. Roos et al (2015, s. 137-138) snakker om fem typer av ressurser: Monetære ressurser, fysiske ressurser, menneskelige ressurser, organisasjonsressurser og relasjonsressurser.

Videre skal rammeverket for den ressursbaserte analysen presenteres. Vi har valgt å bruke VRIO-rammeverket slik det er forklart av Barney (2014, s. 125-136). VRIO er en forkortelse for «value», «rarity», «imitability» og «organization». Dette er kriterier som avgjør om en ressurs er kilde til en vedvarende strategisk fordel eller ikke.

1. «Value» – Er ressursen verdifull?

Det første vilkåret er at ressursen må gjøre det mulig å utnytte muligheter eller redusere trusler i bedriftens omgivelser. Først da kan ressursen være en styrke for bedriften. Hvis ressursen gjør det motsatte, representerer den en svakhet.

2. «Rarity» – Er ressursen sjelden?

En verdifull ressurs må være unik for å være kilde til en strategisk fordel. Hvis en ressurs er verdifull, men ikke sjelden, er den en kilde til strategisk likevekt, ettersom de fleste bedriftene i en bransje har tilgang til å utnytte den. Hvor lenge ressursen forblir sjelden er avhengig av hvor vanskelig den er å kopiere som beskrevet nedenfor.

3. «Imitability» – Er ressursen vanskelig å kopiere?

Hvis ressursen er sjelden og verdifull, vil den, som nevnt, utgjøre en potensiell strategisk fordel. Hvis ressursen lett kan imiteres er den imidlertid bare kilde til en midlertidig strategisk fordel så lenge ressursen er sjelden i bransjen. Dersom ressursen er vanskelig å kopiere er den kilde til en vedvarende strategisk fordel som ikke kan konkurreres vekk gjennom strategisk imitasjon på kort sikt. For at en ressurs skal være vanskelig å imitere, må det finnes en imitasjonsbarriere. Det eksisterer flere mulige imitasjonsbarrierer som f.eks. at ressursen er sosial kompleks eller er beskyttet av patent.

4. «Organization» – Er bedriften effektivt organisert?

Bedriften må være organisert på en slik måte at de kan utnytte det strategiske potensialet til ressursen. Komponenter i organisasjonen som er av betydning omfatter blant annet den formelle rapporteringsstrukturen, styrings- og kontrollsystemer og belønningssystemer. Slike organisatoriske komponenter kalles komplementære ressurser og skal underbygge den gjeldende ressursen. Under følger en tabell som illustrerer sammensetningen av VRIO-modellen:

Verdifull	Sjelden	Vanskelig å imitere	Effektivt organisert	Strategiske konsekvenser
Nei	-	-	Nei	Strategisk ulempe
Ja	Nei	-	-	Strategisk likevekt
Ja	Ja	Nei	-	Midlertidig strategisk fordel
Ja	Ja	Ja	Ja	Vedvarende strategisk fordel

Tabell 3: VRIO-analyse (Barney, 2014, s. 140)

4.3.2.2 Ressursorientert analyse

Finansiell styrke

Schibsted har en relativt god likviditet målt gjennom *likviditetsgrad 1* og *rentedekningsgrad*, som begge er høyere enn bransjen i 2016. Tilsvarende har Schibsted en relativt god soliditet i 2016 med en *egenkapitalprosent* som er større enn bransjen. Schibsted har derfor en finansiell styrke som tillater dem å ta større risikoer eller å takle dårligere tider bedre i framtiden. Det kan stilles spørsmål om hvor sjelden denne ressursen er i bransjen, ettersom både Schibsted og bransjen har syntetisk rating på *BBB-* i 2016. Uansett er ikke den finansielle styrken betydelig, og det er tvilsomt hvor lenge den vil vare. Finansiell styrke representerer dermed en svak midlertid ressursfordel. Denne konklusjonen bygger på risikoanalysen i kapittel 6.

Tilpasningsevne og innovasjon

Avisbransjen har sett store strukturelle endringer i det siste tiåret. I slike omskiftelige omgivelser er det viktig at en bedrift har en evne til å tilpasse seg. Schibsted og dets ansatte har vist seg å ha en slik evne. Inntekter fra digitale forretningsområder stod for hele 54 prosent av Schibsteds omsetning i 2014 (Schibsted, 2015). I tillegg var Schibsted en av de første aktørene til å overføre avisrubrikk til internett ved å etablere FINN. Få avisutgivere har oppnådd en like gjennomgripende og rask transformasjon av virksomheten som Schibsted, og konsernet leter kontinuerlig etter nye måter å nøytralisere trusler og gripe muligheter. Dette er konsistent med KIKK-analysen i 4.3.1.2.

Dette er en **verdifull** ressurs, fordi Schibsted motvirket inntektsfallet i papiravissalg gjennom tidlig satsing på digitale produkter, nettaviser og de høye marginene i online rubrikkmarkedet. Denne evnen vil sannsynligvis være en kilde til verdiskapning i fremtiden.

Få avisutgivere har satset like sterkt på å tilpasse seg det digitale skiftet som Schibsted har gjort og evnen kan sies å være tilstrekkelig **sjelden** i bransjen. Et annet spørsmål er om ressursen kan **imiteres**. Imitasjonsbarrieren er i tilfelle at ressursen er sosial kompleks, men i dag satser mange selskaper på innovasjon og dermed forventer vi at dette er en midlertidig

strategisk fordel som ikke nødvendigvis er avgjørende i framtiden. Med bakgrunn i Schibsteds historie, antas det også at ressursen er effektivt organisert.

Unik erfaring

Schibsted var en av de første suksessfulle aktørene i online rubrikk og har nå blitt en global operatør med dyktige ansatte, samt gode systemer og kapabiliteter. Denne unike erfaringen innenfor online rubrikk gjør at Schibsted lettere kan gripe nye muligheter i bransjen, som f.eks. å etablere online markedsplasser i fremvoksende markeder. Ressursen er dermed **verdifull**.

Det er tvilsomt mange globale aktører som har den unike erfaringen som Schibsted har. Det er noen få globale internettsselskap som også har en lignende unik erfaring, men til tross for dette må den likevel kunne sies å være **sjelden**. Den unike erfaringen er et resultat av at Schibsted var en av de første aktørene i markedet, og dette gjør det vanskelig for andre aktører å imitere erfaringen ettersom den er avhengig av et unikt historisk forhold. Ressursen er dermed **vanskelig å imitere**. Schibsted virksomhet er i dag **organisert** slik at ressursen kan utnyttes på best mulig måte.

Sterke merkenavn

Schibsted har en portefølje med sterke merkenavn. Innen avis har de VG, Aftenbladet, Aftenposten, Bergens Tidende, Stavanger Aftenblad, Fædrelandsvennen og Svenska Dagbladet. De sterkeste merkenavnene i online rubrikk er FINN, Blocket og Leboncoin. Sterke merkenavn er en **verdifull** ressurs, fordi produktene ligger svært nær forbrukernes oppmerksomhet og det gir utslag i lojale kundebaser. Omsetningen til et produkt vil normalt øke i samsvar med hvor sterkt merkenavnet er. Sterke merkenavn underbygges samtidig av kundeorientering og opplevd kvalitet som ble omtalt i KIKK-analysen i 4.3.1.3 og 4.3.1.4

Schibsteds sterke merkevarer innen avis i Norge og Sverige representerer en **sjelden** ressurs i disse markedene, og da spesielt i Norge. Innenfor online rubrikk representerer de sterke merkenavnene en særlig unik ressurs. Svært få aktører kan sies å ha en tilsvarende portefølje med velkjente merkenavn som det Schibsted har i online rubrikk. Ressursen er også **vanskelig å kopiere**. Innenfor online rubrikk var Schibsted tidlig ute med å etablere sterke merkenavn i mange markeder uten betydelig konkurranse. Nye aktører må nå konkurrere mot store, etablerte merkenavn som VG og FINN. For å oppnå dette må de investere betydelige summer i markedsføring, og det er usikkert om de kan bygge et like sterkt merkenavn og overta lojale

kunder. Schibsted er **organisert** på en slik måte at de kan skape og opprettholde sterke merkenavn i porteføljen sin, siden merkevarebygging er et stort fokus i Schibsted. Sterke merkenavn representerer en vedvarende strategisk fordel.

Sterke posisjoner i internasjonale markeder

Schibsted har en diversifisert portefølje med online rubrikkselskaper både i Europa og fremvoksende markeder. Porteføljen har et godt langsiktig vekstpotensial og risikonivået er relativt begrenset gjennom samarbeid og diversifisering. Fremvoksende markeder er markeder som ikke er modne enda og har et særlig godt vekstpotensial, men for å høste inn fordelene i disse markedene, må Schibsted opprettholde markedsposisjonene sine. Dette krever investeringer i deres merkenavn. Per i dag har Schibsted ledende trafikkposisjoner i flere av disse markedene. Planen til Schibsted er å genere inntekter i takt med markedsutviklingen og justere forretningsmodellen i forhold til lokale forhold. På sikt vil fordelene strømme inn.

Det er normalt stor risiko knyttet til fremvoksende markeder. For å begrense denne risikoen har Schibsted strukturert en bred portefølje med posisjoner i 12 markeder i tre kontinenter. Risikoen er også begrenset gjennom bruk av joint ventures og eierandeler som varierer mellom 12 og 50 prosent i de fleste selskapene. På denne måten er Schibsted eksponert overfor de fremvoksende markedenes vekstpotensial, mens risikoen er begrenset gjennom diversifisering og samarbeid. (Schibsted, 2015)

Porteføljen er **verdifull** for Schibsted, fordi den gjør det mulig for konsernet å høste inn fordeler fra fremvoksende markeder og andre internasjonale markeder basert på suksesshistorien til FINN i Norge. Det eksisterer relativt få andre sterke rubrikknnettsteder i disse markedene, så ressursen er **sjelden**. I tillegg kan det være **vanskelig å kopiere** porteføljen, da Schibsted allerede har sterke trafikkposisjoner i markedene. Nye konkurrenter må dermed bruke betydelige beløp på markedsføring og merkenavnbygging som omtalt ovenfor. En konkret trussel kommer imidlertid fra globale internettselskaper med masse ressurser og veletablerte brukerplattformer som Facebook som kan utnytte deres eksisterende plattformer til å etablere seg i disse markedene. Dette er omhandlet i mer detalj i Porteranalysen i 4.2.2.3. Deres posisjoner anses også for å være **organisert effektivt**. Ressursen er kilde til en vedvarende strategisk fordel og det er forventet at den vil øke betydelig på sikt.

4.3.3 Oppsummering av ressursorientert analyse

Schibsted sitter på en rekke verdifulle ressurser som bidrar til verdiskapningen i dag, og som trolig vil være avgjørende for konsernets framtidige verdiskapning. Schibsteds ressursfordel i analyseperioden har i hovedsak vært deres tidlige etablering og unike erfaring innen online rubrikk. I tillegg til sterke markedsposisjoner i Norge og internasjonalt under anerkjente merkenavn som FINN, Leboncoin og Blocket. I framtiden vil en internasjonal portefølje i online rubrikk, særlig i fremvoksende markeder, representere en økende ressursfordel.

Ressurs	Verdiful	Sjelden	Vanskelig å imitere	Effektivt organisert	Ressursfordel
Finansiell styrke	Moderat	Moderat	Lav	Høy	Svak midlertidig
Tilpasningsevne	Høy	Moderat	Lav	Høy	Midlertidig
Unik erfaring	Høy	Høy	Høy	Høy	Vedvarende
Sterke merkenavn – FINN, Blocket, Leboncoin	Høy	Høy	Høy	Høy	Vedvarende
Sterke posisjoner i internasjonale markeder	Høy	Høy	Høy	Høy	Vedvarende

Tabell 4: Schibsteds interne ressurser

4.4 Strategisk risiko - SWOT

Vi benytter en SWOT-analyse for å synliggjøre den strategiske risikoen som er usikkerheten i selskapets superrentabilitet. Dette er en enkel metode for å oppsummere de interne og eksterne faktorene i en organisasjon. Fra den interne analysen, gjennomført med KIKK- og VRIO-analyse, finner vi Schibsteds sterke og svake sider. Tilsvarende finner vi Schibsteds muligheter og trusler i omgivelsene fra vår eksterne analyse, gjennomført med PESTEL og Porters femkraftsmodell. En må også merke seg at de forskjellige faktorene kan utgjøre en styrke og en svakhet samtidig for organisasjonen (Roos et al., 2015, s.168)

I tabellen nedenfor framstiller vi de faktorene som etter vårt skjønn utgjør de største og viktigste styrkene, svakhetene, mulighetene og truslene, og samlet sett utgjør strategisk risiko for Schibsted.

Styrker <ul style="list-style-type: none"> - Etablerte, anerkjente merkevarer - Tilpasningsevne og innovasjon - Unik erfaring - Internasjonale markedsposisjoner - Synergier - Samarbeid - Finansiell styrke 	Svakheter <ul style="list-style-type: none"> - Papiravisvirksomhet og fallende inntekt - Ingen felles plattform for brukerne - Iboende risiko i fremvoksende markeder
Muligheter <ul style="list-style-type: none"> - Nye teknologiske løsninger - Geografisk fordeler - Endring i medievaner - Vekst i digitale annonseinntekter - Forbedrede bransjeutsikter 	Trusler <ul style="list-style-type: none"> - Facebook og Google - Makroøkonomisk risiko - Teknologisk svikt og angrep - Endring i medievaner og teknologi

Tabell 5: SWOT til Schibsted

4.5 Strategisk fordel

Med utgangspunkt i analysene som er gjort over gjennom PESTEL, Porter, KIKK og VRIO vil vi nå oppsummere Schibsteds strategiske posisjon. Strategisk posisjon er definert som evnen et selskap har til å generere en strategisk fordel i form av en rentabilitet utover kravet (Knivsflå, 2017, F2, s.6).

Vi har så langt fått innsikt gjennom den strategiske analysen, og på grunnlag av dette skal vi bedømme om Schibsted har henholdsvis en bransjefordel og en ressursfordel. Til slutt sammenfattes disse to fordelene for å besvare hvorvidt Schibsted har hatt en strategisk fordel, både historisk og i framtiden. Sammenhengen mellom bransje- og ressursfordel kan illustreres slik:

$$\textit{Strategisk fordel} = \textit{Bransjefordel} + \textit{Ressursfordel}$$

Konklusjonene våre er framstilt i tabellen nedenfor:

	Historisk	Framtidig
Bransjefordel	Geografiske fordeler (Liten)	Optimalisering av forretningsmodeller på etablerte merkevarer (Liten)
+ Ressursfordel	Sterk markedsposisjon innen online rubrikk, med høye marginer (Moderat) Unik erfaring pga. tidlig etablering (Liten) Anerkjente merkevarer (Liten)	Diversifisert, internasjonal portefølje i fremvoksende markeder (Moderat) Unik erfaring pga. tidlig etablering (Liten) Anerkjente merkevarer (Liten)
= Strategisk fordel	<u>Moderat.</u>	Økende moderat på mellomlang sikt, men <u>liten på lang sikt.</u>

Tabell 6: Strategisk fordel til Schibsted

Historisk strategisk fordel:

1. Bransjefordel:

En kilde til bransjefordelen er geografiske monopoler, eller nærliggende forhold, som har gjort det mulig for avisbransjen å bevare høye profittmarginer uten at nye konkurrenter har kunnet etablert seg skikkelig, på grunn av at de etablerte aktørene har sterke markedsposisjoner og varemerker i sine respektive geografiske markeder med lojale kunder. Internett og endrete medievaner har imidlertid svekket denne bransjefordelen i det siste tiåret. Geografiske fordeler bør dermed anses for å ha vært liten over hele analyseperioden.

2. Ressursfordel:

Schibsted skiller seg ut fra gjennomsnittsselskapet i bransjen ved at de var tidlig ute med å eksperimentere med og å etablere online rubrikkvirksomhet, og å sette i gang en overgang fra papiravis til internett. Dette har gitt dem unik erfaring og kompetanse innen online rubrikk og internett.

Online rubrikk sikret Schibsted en ny alternativ inntektskilde på internett med høye marginer, mens avisvirksomhetens marginer ble svekket som følge av internettrevolusjonen. I dag kommer største delen av Schibsteds overskudd fra online rubrikk og de har flere sterke markedsposisjoner i verden hvor de sterkeste merkenavnene er FINN, Blocket og Leboncoin. Ressursfordelen bedømmes for å ha vært moderat i analyseperioden.

3. Strategiske fordel:

Konklusjonen er at Schibsted hadde en moderat strategisk fordel i analyseperiode på grunn av Schibsteds sterke posisjoner innen online rubrikk med kjente merkenavn i flere land, unike erfaring fra tidlig satsing på online rubrikk og bransjens geografiske fordeler, men de geografiske monopolene er sterkt svekket på grunn av internett.

Framtidig strategisk fordel:

1. Bransjefordel:

Bransjen har sterke merkenavn i aviser og nettaviser, og vi forventer at bransjen vil få økt tilstedeværelse på internett gjennom optimalisering av sine nettbaserte forretningsmodeller på lang sikt, og at dette vil gi utslag i en liten varig bransjefordel. Bransjen har allerede vist tendenser til å forbedre seg.

2. Ressursfordel:

Etter vår vurdering, sitter Schibsted på en liten «gullgruve» i form av en diversifisert internasjonal portefølje i online rubrikk som sannsynligvis vil være grunnlag for fremtidig profitt i mellomlang framtid, med fortsatt høye marginer. Det er spesielt i fremvoksende markeder at det er forventet et stort vekstpotensial. Her har Schibsted satset stort og fordelene vil først bli innhøstet i framtiden.

Vi forventer at en internasjonal portefølje kan skape en moderat ressursfordel på kort og mellomlang sikt, men at ressursfordelen trolig vil bli svekket på lang sikt.

Vi mener at ressursfordel bli svekket på lang sikt på grunn av økt internasjonal konkurranse, da spesielt fra de store internettsselskapene. En konkret trussel er Facebook som har en gigantisk, global plattform som har betydelig større rekkevidde enn Schibsteds individuelle plattformer. På grunn av Facebooks geografiske rekkevidde kan Facebook etablere rivaliserende konsepter til Schibsted i ethvert marked som de operer i. Lanseringen av et slikt konsept kan stjele brukere og redusere verdien på Schibsteds annonseplasser, og dermed redusere langsiktig inntjening.

Likevel har vi tro på at Schibsteds sterke internasjonale markedsposisjoner, sammen med den unike erfaringen Schibsted har opparbeidet seg i den tidlige overgangen fra papir til internett, og de sterke merkenavnene med flaggskipene FINN og VG, vil hindre fullstendig reversering og resultere i en liten varig ressursfordel.

3. Strategisk fordel:

Konklusjonen blir dermed at Schibsted har en moderat strategisk fordel på kort eller mellomlang sikt som følge av deres portefølje i fremvoksende markeder, men at den forvitrer til en liten varig strategisk fordel på lang sikt.

Kapittel 5 Regnskapsanalyse

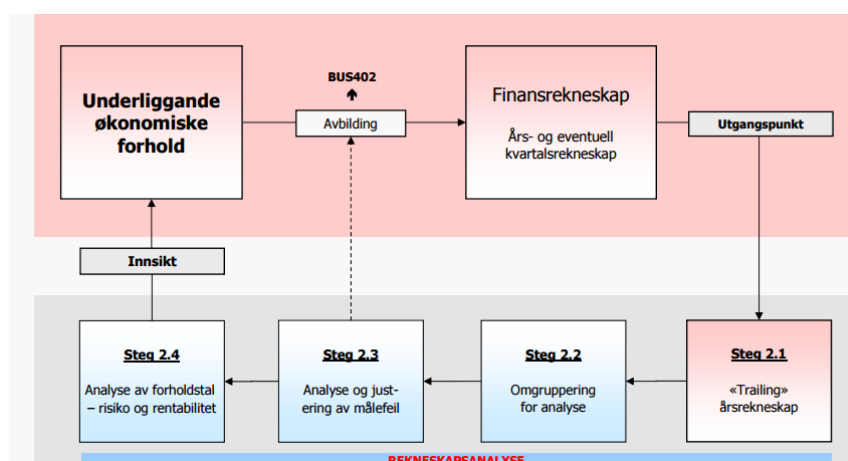
Formålet med regnskapsanalysen er å få innsikt i de underliggende økonomiske forholdene, og dette gjøres ved å utføre en kvantitativ analyse av risiko og rentabilitet. Før regnskapet kan bli analysert må regnskapstallene bli klargjort for analysen.

Vi vil i det følgende presentere rammeverket for regnskapsanalysen, samt klargjøre en del praktiske valg som står helt sentralt i analysen. I tillegg vil vi presentere rapporterte regnskapstall i en tabulert oppstilling, før vi omgrupperer tallene og avslutningsvis justerer for målefeil.

5.1 Rammeverk og praktiske valg

Utgangspunktet for regnskapsanalysen er de offentlige årsrapportene til Schibsted. Schibsted vil bli sammenlignet mot bransjen, der bransjen er definert som de komparative selskapene som ble presentert i kapittel 2.3. I tillegg må det nevnes at formålet med denne oppgaven er å verdsette selskapets egenkapital. Det vil si at regnskapsanalysen hovedsakelig er investororientert, noe som vil påvirke omgrupperingen og justeringen av finansregnskapet.

Før vi starter på selve regnskapsanalysen, er det hensiktsmessig å presentere et kort sammendrag av rammeverk for analysen. Vi har valgt å benytte oss av følgende rammeverk:



Figur 15: Rammeverk for regnskapsanalyse (Knivsfå, 2017, F3, s.15)

Steg 1: «Trailing» årsregnskap

«Trailing» er relevant dersom et finansregnskap ikke er fullstendig i en periode, typisk når det kun er kommet ut kvartalsrapporter i den aktuelle perioden. Man må da «bygge inn»

kvartalstall i analysen av årsregnskapstall, altså estimere det gjeldende årets finansregnskap ved hjelp av kvartalsrapporter (Knivsfå, 2017, F3, s. 49). Vi vil ikke benytte oss av «trailing», siden vi har tilgang til endelig revidert årsrapport for Schibsted i 2016.

Steg 2 – Omgruppering for analyse

Det neste steget er omgruppering av regnskapstallene. Formålet med omgruppering er å skreddersy oppstillingene for analysens formål ved å gjøre regnskapet investororientert. Omgruppering består av flere elementer, som sammen utgjør et fullstendig omgruppert finansregnskap. Disse elementene er omgruppert resultatregnskap, balanse, endring i egenkapital og fri kontantstrøm – hvor hvert element er satt sammen av flere steg for å komme frem til en endelig omgruppert oppstilling. Omgruppering er omhandlet i 5.3.

Steg 3 – Analyse og justering av målefeil

Videre består regnskapsanalysen av analyse og justering av målefeil. Målefeil kan komme av at regnskap ikke er målt til virkelig verdi, at regnskapsstandarder har bestemmelser som avviker med underliggende forhold eller at regnskapet er manipulert av ledelsen. Justering av målefeil er gjennomgått i 5.4.

Steg 4 – Analyse av forholdstall – risiko og superrentabilitet

Det siste steget består av forholdstallsanalyse. Helt generelt er forholdstall et forhold mellom to regnskapstall, og som gir god innsikt i underliggende risiko eller rentabilitet (Knivsfå, F8, s.6). Dette steget kan videre deles inn i to separate analyser – analyse av risiko og analyse av rentabilitet. Risikoanalysen er omhandlet i kapittel 6, mens rentabilitetsanalysen er behandlet i kapittel 8.

Før en setter i gang med regnskapsanalysen er det flere praktiske valg som må avklares. Dette innebærer valg av analysenivå, analyseperiode og valg av komparative virksomheter.

5.1.1 Valg av analysenivå

Schibsteds aktiviteter fordeler seg i to, svært forskjellige, forretningsområder – avis og online rubrikk. I hovedsak bør disse bli analysert separat, fremfor å bli analysert samlet. Det er imidlertid begrenset regnskapsinformasjon i Schibsteds årsrapport om hvert av forretningsområdene, hvilket gjør det vanskelig å gjennomføre en god regnskapsanalyse av hver enkelt. Det samme gjelder for de komparative selskapene, hvor skillet er enda mer uklart. Samtidig er det slik at begge forretningsområdene klart er viktige for Schibsteds inntjening,

og siden det igjen er Schibsted vi skal ta for oss i denne oppgaven, blir det naturlig å se på alle deres aktiviteter under ett.

Siden vi nå har slått fast at analysen skal være Schibsteds virksomhet samlet, må en ta stilling til om det er morselskapets selskapsregnskap eller konsernregnskapet som skal analyseres. Selskapsregnskapet til morselskapet viser investeringen i datterselskap som en egen post i resultatregnskap og i balanse, mens konsernregnskapet viser regnskapet som om mor- og datterselskap var en økonomisk enhet. Konsernregnskapet viser omfanget av virksomheten bedre enn selskapsregnskapet, og vil således gi rikere informasjon om konsernets virksomhet som en helhet. På bakgrunn av dette vil vi derfor basere analysen på Schibsteds konsernregnskap.

5.1.2 Valg av analyseperiode

Det neste en må ta stilling til før en kan starte med regnskapsanalysen, er valg av analyseperiode. Det følger av Knivsflå (2017, F3, s. 28) at analyseperioden bør bestemmes ut fra hvor stabil virksomheten er eller om dens art har endret seg over tid. Er virksomheten eksempelvis stabil over tid, bør en lang periode velges.

Schibsted har i flere tiår vært ledende i Norge innen avis med store merkenavn som VG og Aftenposten. I tillegg var de tidlig ute med FINN, som fremdeles leverer god og stigende inntjening for konsernet. Dette taler for en lang tidshorison, da deres virksomhet i stor grad har vært konsentrert rundt avis, nettaviser og online rubrikk de siste 15 årene.

Likevel må det nevnes at Schibsted har vært inne på eiersiden i TV2 fram til 2006, og eid et eget bokforlag som for øvrig ble solgt i 2015. I tillegg har Schibsted tidligere vært innom filmproduksjon og -distribusjon, gratisaviser i Spania og Frankrike, musikkstrømmetjensester, mv. Dette tilsier at eldre regnskapstall og årsrapporter ikke vil gi et godt bilde av *dagens* situasjon for Schibsted hvor kjernevirksomheten utelukkende er avis og online rubrikk. Dette taler for en kort analyseperiode.

Vi velger likevel en mellomlang analyseperiode på seks år, fra 2011 til 2016, hvor vi også vil ta med tall fra 2010 for å få med endringer i regnskapsposter fra 2010 til 2011.

Ved å velge en periode på seks år får vi et godt bilde av Schibsteds utvikling over de siste seks årene, samtidig som analyseperioden ikke blir for kort. Riktignok vil regnskapstallene fram til år 2015 inkludere inntekter fra deres forlag og noe annen virksomhet i tidligere år,

men regnskapstallene består i all hovedsak av avis og online rubrikk, slik at det ikke får betydelig innvirkning på analysene.

5.1.3 Valg av komparative selskap

Det siste en må ta stilling til er de komparative selskaper i bransjen. Dette vil stå sentralt i analysen, da bransjeutvalget representerer en målestokk for hvordan Schibsted gjør det i forhold til bransjen. Selskapene vi har valgt i bransjeutvalget er, som nevnt tidligere, Polaris Media, Sanoma, Axel Springer, North Media og Trinity Mirror. Alle disse selskapene er børsnotert og utarbeider sitt regnskap i henhold til IFRS. Samtidig får vi også representert bransjen ved å danne en målestokk som inkluderer sentrale aktører som både er større og mindre enn Schibsted i et europeisk perspektiv. I tillegg vil også Schibsted inngå i bransjeutvalget, ettersom vi ønsker å sammenligne forholdstall mot bransjegjennomsnittet som de utgjør en del av.

Det kan argumenteres for at vi ikke representerer online rubrikksegmentet bra nok, da vi ikke inkluderer store aktører som Ebay og Naspers, som for øvrig er Schibsteds største online rubrikk-konkurrenter. Dette forsvares med at online rubrikk ikke utgjør en stor del av virksomheten til verken Ebay eller Nasper over analyseperioden, og dermed blir disse selskapene lite komparative. En annen innvending er at vi ikke har et mer globalt perspektiv, men majoriteten av Schibsteds driftsinntekter er opptjent i Norden og Europa, og vi mener dermed at det er mest hensiktsmessig å ha et europeisk perspektiv når det gjelder bransjeutvalget.

5.2 Presentasjon av rapporterte tall

I dette kapittelet er de rapporterte regnskapstallene til Schibsted presentert i tabulerte oppstillinger. Regnskapstallene er hentet fra årsrapportene 2010-2016.

Resultatregnskap Schibsted ASA 2010-2016:

RESULTATREGNSKAP							
Tall i MNOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Abonnementinntekter	1 672	1 742	1 744	1 770	1 864	1 901	-
Løssalg	2 796	2 641	2 478	2 328	2 221	2 050	-
Annonse	7 687	8 428	8 654	8 721	8 790	9 141	-
Øvrige inntekter	1 613	1 567	1 887	2 051	2 100	2 025	-
Driftsinntekter	13 768	14 378	14 763	14 870	14 975	15 117	15 854
Varekostnad	-1 192	-1 159	-1 057	-850	-696	-575	-500
Lønnskostnad	-4 711	-4 960	-5 226	-5 314	-5 564	-5 884	-6 141
Andre driftskostnader	-5 715	-6 128	-6 519	-6 954	-6 808	-6 678	-7 102
Avskrivninger	-588	-505	-479	-476	-467	-498	-529
Driftsresultat før unormale poster	1 562	1 626	1 482	1 276	1 440	1 482	1 582
Nedskrivning av driftsrelaterte eiendeler	-110	-191	-548	-150	-131	-488	-80
Gevinst/tap ved salg av driftsrelaterte eiendeler	478	49	-3	684	116	276	39
Andre unormale driftsinntekter/-kostnader	1 431	-99	-278	-285	-108	654	-192
Driftsresultat	3 361	1 385	653	1 525	1 317	1 924	1 349
Nettoresultat tilknyttede selskap - normalt	36	39	34	-123	-841	52	-171
Nettoresultat tilknyttede selskap - unormalt	0	0	-6	248	0	149	39
Finansinntekt normal	29	32	37	46	41	41	15
Finanskostnad - normal	-121	-141	-142	-138	-110	-102	-68
Unormalt finansresultat	94	16	44	-68	-25	-98	94
Resultat før skatt, diskontinuerlig virksomhet og minoritet	3 399	1 331	620	1 490	382	1 966	1 258
Skattekostnad - normal	-460	-404	-320	-255	-363	-409	-507
Skattekostnad - unormal	-8	-95	-106	-198	-146	-166	-192
Resultat før diskontinuerlig virksomhet og minoritet	2 931	832	194	1 037	-127	1 391	559
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0	0
Netto minoritetsresultat - normalt	-137	-90	-53	-26	-53	-128	-94
Netto minoritetsresultat - unormalt	0	0	0	0	0	0	0
Årsresultat	2 794	742	141	1 011	-180	1 263	465
Andre driftsrelaterte resultatелеment	-254	92	290	613	-211	804	-519
Andre finansielle resultatелеment	-129	-41	-80	0	0	0	0
Totalresultat	2 411	793	351	1 624	-391	2 067	-54

Tabell 7: Rapportert resultatregnskap

Balanse Schibsted ASA 2010-2016

BALANSE							
Tall i MNOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Immaterielle eiendeler (drift)	9830	9669	9209	10329	12319	14536	14303
Varige driftsmiddel	2049	1929	1777	1431	1220	1070	952
Tilknyttede selskap	465	492	488	654	547	929	954
Annen driftsrelatert anlegg	129	115	104	109	71	97	81
Langsiktige finansielle fordringer	105	98	90	76	35	67	55
Langsiktige finansielle investeringer	212	206	84	85	84	84	81
Anleggsmidler	12790	12509	11752	12684	14276	16783	16426
Varer	139	143	117	51	56	14	13
Kundefordringer og andre driftsrelaterte fordringer	2504	2406	2447	2514	2797	2928	2701
Finansielle fordringer	8	10	3	0	0	0	0
Investeringer	418	490	0	0	0	0	0
Kontanter	650	778	1031	1202	745	1891	1268
Diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0	0
Omløpsmidler	3719	3827	3598	3767	3598	4833	3982
SUM EIENDELER	16509	16336	15350	16451	17874	21616	20408
Egenkapital, majoritet	6677	6502	5864	7325	6560	10776	10235
Minoritetsinteresser	329	157	245	261	230	314	305
Egenkapital i konsernet	7006	6659	6109	7586	6790	11090	10540
Avsetning for krav	2305	2266	1896	1912	2741	2294	2046
Annen langsiktig rentefri gjeld	228	326	216	351	900	449	401
Langsiktig rentebærende gjeld	1906	1907	2124	1971	2132	2365	1814
Langsiktig gjeld	4439	4499	4236	4234	5773	5108	4261
Kortsiktig rentefri gjeld	4492	4655	4658	4285	4615	5100	5079
Kortsiktig rentebærende gjeld	572	523	347	346	696	318	528
Kortsiktig gjeld	5064	5178	5005	4631	5311	5418	5607
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	16509	16336	15350	16451	17874	21616	20408

Tabell 8: Rapportert balanse

Endring i egenkapital Schibsted ASA 2010-2016

ENDRING I EGENKAPITAL							
Tall i MNOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Egenkapital 1.1	4837	6677	6502	5864	7325	6560	10776
Totalresultat	2411	793	351	1624	-391	2067	-54
Betalt utbytte	-155	-324	-375	-375	-376	-376	-396
Netto kapitalinnskudd	-416	-644	-436	212	2	2525	-91
Driftsrelatert "dirty surplus"	0	0	-178	0	0	0	0
Finansielt "dirty surplus"	0	0	0	0	0	0	0
Egenkapital 31.12	6677	6502	5864	7325	6560	10776	10235

Tabell 9: Rapportert endring i egenkapital

5.3 Omgruppering for analyse

5.3.1 Ramme

Målsettingen med omgruppering er å tilpasse regnskapsoppstillingene for regnskapsanalyse for både Schibsted og bransjeutvalget. Schibsted følger regnskapsstandardene IFRS ved utarbeidelse av regnskapet. IFRS bruker en kreditororientert regnskapsoppstilling med fokus på kortsiktig likviditetsrisiko, langsiktig soliditetsrisiko og rentedekning (Knivsfå, 2017, F4, s. 5). Vi må derfor omgruppere det slik at oppstillingene blir mer investororientert, som videre er hensiktsmessig for verdsetting av egenkapital.

Vi er interessert i å få et sterkere fokus på normalisert verdiskapning enn det IFRS har, for å identifisere strategisk fordeler og kunne budsjettere framtidregnskapet bedre (Penman, 2013, s. 396). Normalisering skjer gjennom å skille mellom normale og unormale poster i finansregnskapet. En annen viktig målsetting til omgruppering er å identifisere verdidrivere ved å skille mellom driftsrelaterte og finansielle poster, fordi driftsrelaterte aktiviteter er typisk kilden til selskapets verdiskapning (Penman, 2013, s. 250). Omgrupperingen er dermed viktig for å forstå verdiskapningen til selskapet, utføre rentabilitetsanalysen i kapittel 8 og utarbeide framtidregnskap i kapittel 9. Et risikofokus må samtidig ivaretas for å tilfredsstille kreditorer.

Nedenfor vil vi omgruppere resultatregnskap og balanse i detalj, og deretter utlede omgruppert endring i egenkapital og fri kontantstrøm med utgangspunkt i disse.

5.3.2 Omgruppering av resultatregnskapet

For å omgruppere resultatoppstillingen benytter vi rammeverket presentert av Knivsfå (2017, F4, s. 11) som består av fire steg:

- 1) Identifisere fullstendig nettoresultat (FNR)

- 2) Fordel FNR slik at alle «kapitaler» i balansen får sitt resultat før skatt
- 3) Identifiser normale og unormale poster – i drift, finans og skatt
- 4) Fordel skattekostnaden på alle resultatene

1) Identifiser fullstendig nettoresultat (FNR)

Majoritetens andel av fullstendig nettoresultat til egenkapital kan illustreres med denne formelen (Knivsflå, 2017, F4, s. 13):

$$FNR = \text{Rapporters årsresultat (ÅRE)} + \text{Annet fullstendig årsresultat (AFR)} \\ + \text{Dirty Surplus (DSP)}$$

, der FNR = fullstendig nettoresultat

Utgangspunktet i IFRS er at alle inntekter og kostnader skal resultatføres, så lenge noe annet ikke er bestemt i en annen regnskapsstandard, jf. IAS 1 punkt 88 (IASB, 2014). Dette resulterer i det rapporterte årsresultatet (ÅRE) og bestemmelsen kalles kongruensprinsippet. Andre IFRS standarder kan imidlertid bestemme unntak der poster ikke skal resultatføres i ÅRE, men heller inngå i annet fullstendig resultat (AFR) og dermed «bryte» med kongruensprinsippet. Majoritetens andel av AFR og ÅRE må dermed legges sammen for å finne rapportert totalresultat i perioden.

Mesteparten av bruddene på kongruensprinsippet vil inngå i AFR, men det finnes sjeldne tilfeller hvor «resultatelementer» legges direkte til egenkapitalen, utenfor både ÅRE og AFR. Dette vil typisk være emisjonskostnader, diverse verdjusteringer og prinsippendringer. Slike poster inngår i «dirty surplus» (DSP). Den vil normalt være lik null under IFRS, men hvis ikke må den legges til totalresultat for å finne FNR. I vårt tilfelle hadde Schibsted kun en negativ DSP på MNOK 178 i 2012 som følge av en prinsippendring i IFRS.

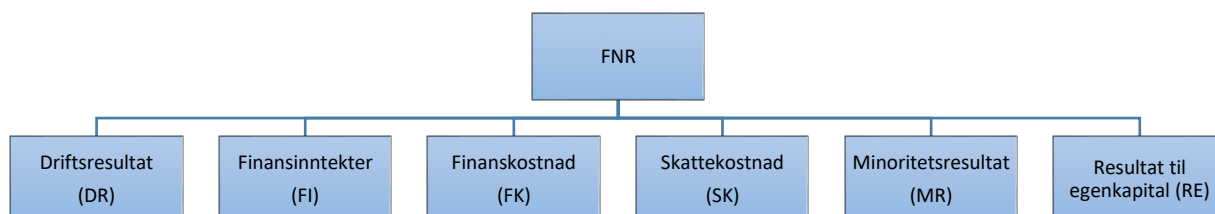
STEG 1: FULLSTENDIG NETTO RESULTAT (FNR)							
Tall i MNOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Årsresultat	2794	742	141	1011	-180	1263	465
+ Andre driftsrelaterte resultatelementer	-254	92	290	613	-211	804	-519
+ Andre finansielle resultatelementer	-129	-41	-80	0	0	0	0
= Rapportert totalresultat	2411	793	351	1624	-391	2067	-54
+ Driftsrelatert "dirty surplus"	0	0	-178	0	0	0	0
+ Finansielt "dirty surplus"	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat	2411	793	173	1624	-391	2067	-54

Tabell 10: Fullstendig netto resultat

2) Fordel FNR slik at alle «kapitaler» i balansen får sitt resultat før skatt

I det andre steget skal FNR fordeles for å belyse selskapets verdiskapning og -allokering.

Dette gjøres ved å først identifisere kildene til FNR, det vil si driftsresultat og finansinntekter. Videre må en kartlegge fordelingen av FNR til de forskjellige «kapitalene», altså finanskostnad til finansiell gjeld, skattekostnad til skattemyndigheter, minoritetsresultat til minoritetsinteresse og resultat til egenkapital til majoriteten. Kildene til og fordelingen av FNR er illustrert i figuren nedenfor.



Figur 16: Fordeling av FNR til "kapitaler" (Knivsflå, 2017, F4, s. 30)

I tabellene nedenfor vises fullstendig drifts- og finansresultat før skatt. Resultat fra tilknyttede og felleskontrollerte selskap inngår i driftsresultatet, fordi selskapene er nært knyttet til online rubrikk og avisvirksomhet. eksempler er «joint ventures» med Telenor og Naspers innen online rubrikk i fremvoksende markeder og en minoritetsinteresse på ca. 29 prosent i det norske mediekonsernet Polaris.

Annet fullstendig resultat (AFR) og «dirty surplus» (DSP) må deles inn i drifts- og finansresultatet. Etter vår vurdering må alle postene i AFR i 2015 anses som driftsrelaterte; det vil si måling av pensjonsforpliktelser, andel av AFR i tilknyttede selskap, omregningsdifferanser på utenlandske virksomheter, sikring på utenlandske virksomheter og diverse skatteeffekter.

I noen regnskapsperioder har vi imidlertid klassifisert *endringer i virkelig verdi på investeringer tilgjengelig for salg* som finansiell.

Vårt eneste tilfelle med DPS er som følge av en prinsippendring. Dette gjaldt en endring i et prinsipp som omhandlet tilknyttede selskap og dermed behandler vi denne som driftsrelatert.

STEG 2: FORDELING AV FNR: DRIFT							
Tall i MNOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	13768	14378	14763	14870	14975	15117	15854
Driftskostnader inkl. driftsrelaterte gevinst	-10407	-12993	-14110	-13345	-13658	-13193	-14505
Driftsresultat fra egen virksomhet	3361	1385	653	1525	1317	1924	1349
Resultat fra driftstilknytte virksomhet	36	39	28	125	-841	201	-132
Andre driftsrelaterte resultatelementer	-254	92	290	613	-211	804	-519
Driftsrelatert "dirty surplus"	0	0	-178	0	0	0	0
Fullstendig driftsresultat før skatt	3143	1516	793	2263	265	2929	698

Tabell 11: Fordeling av fullstendig nettoresultat i drift

Unormalt finansresultat omfatter hovedsakelig gevinster og tap ved salg av finansielle eiendeler, valutakursendringer, ol. Hvorfor dette behandles som en unormal post skal gjennomgås nedenfor. Finansinntekter og finanskostnader er utelukkende renteinntekter og rentekostnader.

STEG 2: FORDELING AV FNR: FINANS							
Tall i MNOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Finansinntekt	29	32	37	46	41	41	15
Finanskostnad	-121	-141	-142	-138	-110	-102	-68
Unormalt finansresultat	94	16	44	-68	-25	-98	94
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0	0
Andre finansielle resultatelementer	-129	-41	-80	0	0	0	0
Finansielt "dirty surplus"	0	0	0	0	0	0	0
Fullstendig finansresultat før skatt	-127	-134	-141	-160	-94	-159	41

Tabell 12: Fordeling av fullstendig nettoresultat i finans

3) Identifiser normale og unormale poster – i drift, finans og skatt

Det er viktig å skille mellom normale og unormale poster, fordi det normaliserte resultatet representerer kjernen i virksomheten og passer bedre for framskrivning (Penman, 2013, s. 396). Normale poster kjennetegnes av å være varige og permanente, det vil si at det forventes at de er tilbakevendende og dermed at de er relevante for framskrivning (Penman, 2013, s. 396). Normale poster er f.eks. driftsinntekter og driftskostnader som vare- og lønnskostnader. Unormale poster kjennetegnes i motsetningsvis av at de forekommer i en eller et fåtalls perioder, og at de dermed er mindre relevante for framskrivning (Penman, 2013, s. 396). Unormal poster er typisk sterkt varierende fra periode til periode, og et eksempel er nedskrivninger.

Nedenfor vil de unormale postene til Schibsted kort gjennomgås og oppsummeres i tabeller. De unormale postene deles inn i et unormalt driftsresultat (UDR) og unormal finanskostnad (UFG), hvor begge er før skatt.

Vi ser først på unormalt driftsresultat. Nedskrivninger er regnskapsmessig behandlet i IAS 36 (IASB, 2013). En eiendel må nedskrives hvis gjenvinnbart beløp er lavere enn bokført verdi, der gjenvinnbart beløp er det høyeste av netto salgsverdi og bruksverdi. Nedskrivninger skyldes redusert markedsverdi, økt markedsrente, fysisk skade, ol. Dette er en typisk uforutsigbar post som kan variere ekstremt fra periode til periode, og den klassifiseres dermed som en unormal post.

Gevinst eller tap ved salg av driftsrelaterte eiendeler anses som unormale poster, fordi vi forventer at selskapet vil beholde sine driftsrelaterte eiendeler så lenge de er under forventning om fortsatt drift. Driftsrelaterte eiendeler er først og fremst anskaffet for å genere

driftsinntekter. At selskapet selger slike eiendeler vil dermed representere et unntak og være preget av å være enkeltstående hendelser. Dette inkluderer også realisasjon av eierandeler i datterselskap.

Andre unormale driftsinntekter og –kostnader omfatter en rekke forskjellige poster som restruktureringskostnader, gevinst ved ny måling av tidligere holdt egenkapitalinteresse ved trinnvis overtakelse, gevinst ved endring i pensjonsordninger og oppkjøpskostnader. Slike poster er i all hovedsak engangstilfeller og anses dermed som unormale.

Unormalt nettoresultat fra tilknyttede selskap er gevinst eller tap ved avgang av tilknyttede selskap. Begrunnelsen er lik som ovenfor.

Andre driftsrelaterte resultatelementer og driftsrelatert «dirty surplus» er av en uforutsigbar og volatil art, og er typisk poster knyttet til utenlandsk valuta, virkelig verdi, tilhørende skatteeffekter, mv. Dette klassifiseres dermed som unormale poster.

STEG 3: UNORMALE VS. NORMALE POSTER I DRIFT							
Tall i MNOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Nedskrivning av driftsrelaterte eiendeler	-110	-191	-548	-150	-131	-488	-80
Gevinst/tap ved salg av driftsrelaterte eiendeler	478	49	-3	684	116	276	39
Andre unormale driftsinntekter/-kostnader	1431	-99	-278	-285	-108	654	-192
Unormalt driftsresultat før skatt	1799	-241	-829	249	-123	442	-233
Nettoresultat tilknyttede selskap - unormalt	0	0	-6	248	0	149	39
Andre driftsrelaterte resultatelement	-254	92	290	613	-211	804	-519
Driftsrelatert "dirty surplus"	0	0	-178	0	0	0	0
UNDR (før skatt)	1545	-149	-723	1110	-334	1395	-713
Normalt driftsresultat før skatt	1598	1665	1516	1153	599	1534	1411

Tabell 13: Unormale poster i drift

Unormalt finansresultat omfatter gevinst og tap ved salg av finansielle eiendeler, valutakursendringer, nedskrivninger på finansielle eiendeler, ol. Dette er vanligvis uforutsigbare og varierende poster som sjelden viser en klar trend, og dermed klassifiseres disse som unormale. Andre finansielle resultatelementer og finansiell «dirty surplus» er også unormale poster, akkurat slik som de driftsrelaterte beskrevet ovenfor.

STEG 3: UNORMALE VS. NORMALE POSTER I FINANS							
Tall i MNOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Unormalt finansresultat	94	16	44	-68	-25	-98	94
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0	0
Andre finansielle resultatelement	-129	-41	-80	0	0	0	0
Finansielt "dirty surplus"	0	0	0	0	0	0	0
UNFR (før skatt)	-35	-25	-36	-68	-25	-98	94
Normalt finansresultat	-92	-109	-105	-92	-69	-61	-53

Tabell 14: Unormale poster i finans

4) Fordel skattekostnaden på alle resultatene

Siste steg går ut på å fordele skattekostnaden. Utviklingen på den norske selskapsskattesatsen

(sss) i Norge kan sees i tabellen nedenfor. Den går fra 28 prosent i 2010 til 25 prosent i 2016, og har et gjennomsnitt på ca. 27,3 prosent over analyseperioden.

Etter den norske fritaksmetoden i skatteloven (1999, § 2-38) er det bestemt at inntekter (utbytte og aksjegevinst) på aksjer i utgangspunktet er skattefritt, og at aksjetap ikke er fradragsberettiget. Dette vil vanligvis redusere den effektive skattesatsen til normal finansinntekt og unormalt finansresultat. I vårt tilfelle har dette bare betydning for unormalt finansresultat, ettersom normale finansinntekter kun omfatter renteinntekter som krever full beskatning, og ikke utbytte. Skatt på unormalt finansresultat er derfor 2/3 av selskapsskattesatsen.

Den effektive driftsskattesatsen (dss) for hver periode må deretter beregnes. Knivsflå (2017, F4, s. 68) viser til formelen under for å finne driftsskattesats:

$$dss_t = \frac{SK_t - sss_t * FI_t - \frac{2}{3} * UFR_t + sss_t * FK_t}{DR_t + UDR_t}, \text{ hvor}$$

, hvor *dss* = Driftsskattesats, *t* = Periode, *SK* = Skattekostnad, *FI* = Finansinntekt, *UFR* = Unormalt finansresultat, *sss* = selskapsskattesats, *FK* = Finanskostnad, *DR* = Normalt driftsresultat, og *UDR* = Unormalt driftsresultat

De beregnede satsene er presentert i tabellen nedenfor. Videre må det beregnes en normalisert driftsskattesats (ndss) for å finne normalisert driftsskattekostnad. Normalisert driftsskattesats er det minst ekstreme av gjennomsnittet eller medianen av alle driftsskattesatsene over analyseperioden, i vårt tilfelle er den lik medianen på ca. 29,3 prosent.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	SNITT/MEDIAN
sss	28 %	28 %	28 %	28 %	27 %	27 %	25 %	27,3 %
dss	13,9 %	31,2 %	52,2 %	19,2 %	29,3 %	23,0 %	37,4 %	29,3 %

Tabell 15: Selskapsskattesats, driftsskattesats og normalisert driftsskattesats

I tabellen under er alle de ulike skattekostnadene, eventuelt skatteinntekter, presentert.

Normal driftsskattekostnad, skatt på finansinntekt og skatt på finanskostnad, er alle normale skattekostnader, mens de øvrige skattepostene er unormale.

STEG 4: FORDELING AV SKATTEKOSTNAD							
Tall i MNOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Normal driftsskattekostnad	458	477	435	374	422	435	464
Skatt på finansinntekt	8	9	10	13	11	11	4
Skatt på finanskostnad	-34	-39	-40	-39	-30	-28	-17
Skatt på unormal driftsresultat	251	-75	-433	48	-36	102	-87
Unormal skatt på normal drift	-240	30	340	-129	0	-93	128
Skatt på unormal finansresultat	18	3	8	-13	-5	-18	16
Unormal skatt	8	95	106	198	146	166	192
Rapportert skattekostnad	468	499	426	453	509	575	699

Tabell 16: Fordeling av skattekostnad

5.3.3 Omgruppering av balansen

Knivsflå (2016, F5, s. 7) presenterer følgende rammeverk for omgruppering av balansen som vi benytter:

- 1) Flytt avsatt utbytte fra kortsiktig gjeld til egenkapital
- 2) Skill mellom driftsrelaterte og finansrelaterte poster i totalbalanse
- 3) Omgjør totalbalanse til sysselsatt kapital
- 4) Omgjør sysselsatt kapital til netto driftskapital

1) Flytt avsatt utbytte fra kortsiktig gjeld til egenkapital

Foreslått utbytte blir ikke avsatt som kortsiktig gjeld etter IFRS. Utbytte blir først avsatt når generalforsamlingen har vedtatt det. For Schibsted er egenkapital per 31.12 i samtlige år redusert med betalt utbytte og det eksisterer intet avsatt ubetalt utbytte. Dette utgjør dermed ikke et problem.

2) Skill mellom driftsrelaterte og finansrelaterte poster i totalbalanse

På samme måte som resultatregnskapet må man skille mellom driftsrelaterte og finansrelaterte poster i balansen, for å forstå selskapets verdiskapning (Penman, 2013, s. 293). Driftsrelaterte eiendeler inngår i eller utgjør infrastruktur til driftssyklusen (Knivsflå, 2017, F5, s. 21).

Finansielle eiendeler er derimot pengeplasseringer eller driftsfremmede poster (Knivsflå, 2017, F5, s. 22). På gjeldssiden forutsetter vi at all rentebærende gjeld er finansiell, mens all ikke-rentebærende gjeld er driftsrelatert.

Det er viktig at valgene er konsistente med valgene i omgruppert resultatregnskapet og vice versa (Penman, 2013, s. 293). F.eks. hvis en investeringseiendom er klassifisert som driftsrelatert, kan ikke tilhørende leieinntekter være finansielle.

Eiendeler:

- *Immaterielle eiendeler* omfatter varemerker, datasystemer, lisenser og kunderelasjoner. Alt dette er knyttet til driftssyklusen og er dermed driftsrelatert. Vi velger også å klassifisere *eiendel ved utsatt skatt* som en driftsrelatert immateriell eiendel, under en forutsetning om at skattefordelen hovedsakelig gjelder drift.
- *Investerings eiendom* omhandler i all hovedsak en ubenyttet tomt. Vi velger å klassifisere dette som en finansiell eiendel, da den ikke er knyttet til driftssyklusen.
- *Varige driftsmidler* er driftsrelaterte eiendeler.
- *Investeringer i tilknyttede selskaper* er driftsrelaterte. Dette er begrunnet ovenfor i omgrupperingen av resultatregnskapet.
- Schibsted har en rekke andre anleggsmidler under *andre langsiktige eiendeler*. Denne inneholder for det første posten *andre aksjer*. Vi velger å klassifisere denne posten som en finansiell investering, da vi ikke sitter med noe spesiell informasjon om disse aksjene. Videre kommer postene *lån til felleskontrollerte virksomheter og tilknyttede selskaper* og *forskuddsbetalte kostnader*. Siden disse postene virker å ha en tilknytning til driftssyklusen, klassifiserer vi dem som driftsrelaterte. Til slutt valgte vi å klassifisere posten *andre fordringer* som en finansiell fordring, da vi ikke sitter med informasjon som tyder på at de er driftsrelaterte.
- *Varebeholdninger* er driftsrelatert.
- *Kundefordringer og andre (kortsiktige) fordringer* har vi valgt å klassifisere som en driftsrelatert post i sin helhet.
- *Kontanter og kontantekvivalenter* kan være både driftsrelaterte og finansielle eiendeler. Den delen av kontantene som selskapet trenger til å operere driften kan klassifiseres som driftsrelatert, mens den delen av kontantene som overstiger det nødvendige kan klassifiseres som finansiell (Penman, 2013, s. 294).
Vi velger derimot å klassifisere alle kontanter som finansiell. Dette er en praktisk løsning og den er konsistent med valget å klassifisere alle renteinntekter som finansinntekt i resultatregnskapet. En må imidlertid være oppmerksom på at driftskapitalen kan være undervurdert (Penman, 2013, s. 295)..

Gjeld:

- All rentebærende gjeld klassifiseres som finansiell gjeld.

- Øvrig gjeld klassifiseres som driftsrelatert gjeld. Dette omfatter utsatt skatt, leverandørgjeld, betalbar skatt, mv. I tillegg forutsettes det at pensjon er driftsrelatert gjeld, siden pensjonskostnad er en del av lønnskostnaden som er en driftskostnad og dette fører til konsistens.

3) Omgjør totalbalanse til sysselsatt kapital

Det neste steget består av å omgjøre totalbalansen til sysselsatt kapital. Sysselsatt kapital er den kapitalen som er skutt inn gjennom kapitalmarkedet, det vil si fra egenkapitalinvestorer og långivere. Driftsrelatert gjeld er derimot ikke sysselsatt kapital, men gjeld som har oppstått som en del av driftssyklusen. Med andre ord, leverandører og kunder reduserer kapitalbehovet som må hentes gjennom kapitalmarkedet (Penman, 2013, s. 298). En finner sysselsatt kapital ved å nettoføre driftsrelatert gjeld sammen med driftsrelaterte eiendeler, slik at en får *netto driftsrelaterte eiendeler*, delt inn i *netto driftsrelaterte anleggsmidler* og *driftsrelatert arbeidskapital*. Sysselsatt kapital består følgelig av egenkapital og finansiell gjeld.

Sysselsatt kapital							
Tall i MNOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	9940	9613	9466	10260	10516	13889	13843
Driftsrelatert arbeidskapital	-1849	-2106	-2094	-1720	-1762	-2158	-2365
Netto driftseiendeler	8091	7507	7372	8540	8754	11731	11478
Finansielle eiendeler	1393	1582	1208	1363	864	2042	1404
Sysselsatte eiendeler	9484	9089	8580	9903	9618	13773	12882
Egenkapital	6677	6502	5864	7325	6560	10776	10235
Minoritetsinteresser	329	157	245	261	230	314	305
Finansiell gjeld	2478	2430	2471	2317	2828	2683	2342
Sysselsatt kapital	9484	9089	8580	9903	9618	13773	12882

Tabell 17: Sysselsatt kapital

4) Omgjør sysselsatt kapital til netto driftskapital

I det siste steget går man fra sysselsatt kapital til netto driftskapital. Netto driftskapital består kun av kapitalplasseringene i driften, altså ikke i finansielle eiendeler. Grunnen for denne omdannelsen er at finansielle eiendeler kan sees på som eiendeler som overskrider hva som egentlig er nødvendig i virksomheten. Finansielle eiendeler kan dermed anses som «likvide midler» ment for raskt nedbetaling av finansiell gjeld (Knivsfå, 2017, F5, s. 57). Som en konsekvens av dette nettoføres *finansielle eiendeler* og *finansiell gjeld*, og dette blir *netto finansiell gjeld*.

Netto driftskapital							
Tall i MNOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	9940	9613	9466	10260	10516	13889	13843
Driftsrelatert arbeidskapital	-1849	-2106	-2094	-1720	-1762	-2158	-2365
Netto driftseiendeler	8091	7507	7372	8540	8754	11731	11478
Egenkapital	6677	6502	5864	7325	6560	10776	10235
Minoritetsinteresser	329	157	245	261	230	314	305
Netto finansiell gjeld	1085	848	1263	954	1964	641	938
Netto driftskapital	8091	7507	7372	8540	8754	11731	11478

Tabell 18: Netto driftskapital

5.4 Justering av målefeil

Hensikten med en fundamental verdsettelse er å analysere de underliggende økonomiske forholdene gjennom en strategisk regnskapsanalyse, og at denne analysen skal virke som et utgangspunkt for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. Vi har imidlertid bare tilgang til de rapporterte økonomiske forholdene, altså finansregnskapet. Det er en reell fare for at det eksisterer avvik mellom de virkelige og rapporterte forholdene. Disse avvikene kalles målefeil. Målsettingen i dette kapitlet er å kartlegge og justere for målefeil i finansregnskapet.

Knivsflå (2017, F6, s. 49) viser til tre typer av målefeil. Målefeil av type 1 kommer av at regnskap er vurdert etter historisk kost, og ikke etter virkelig verdi. Slike målefeil er et mål på strategisk fordel, det vil si superrentabilitet, gitt at finansregnskapet er målt «korrekt» til historisk kost. Denne målefeilen er dermed positiv for vår rentabilitetsanalyse og ikke noe vi ønsker å justere.

Målefeil av type 2 er feilaktig måling som følge av bestemmelser i regnskapsstandardene, som i vårt tilfelle er IFRS (Palepu et al., 2015, s. 163). En slik målefeil kan f.eks. være at IFRS krever lineær avskrivning i et tilfelle hvor internrentebasert avskrivning ville bedre ha reflektert den økonomiske realiteten. Et annet tilfelle er når IFRS nekter balanseføring av markedsføringsutgifter og dermed undervurderer merkevarekapitalen og egenkapitalen til et selskap. Følgelig vil rentabilitet, og superrentabilitet, være undervurdert. Slike målefeil er negative på grunn av at de representerer støy, særlig manglende balanseføring av investeringsutgifter, og vi ønsker derfor å justere for manglende balanseføring av investeringsutgifter.

Den siste typen, målefeil av type 3, skyldes regnskapsmanipulering eller feil (Palepu et al., 2015, s. 163). Selskapet har dermed ført regnskap som ikke er i samsvarer med

regnskapsstandardene. Dette er negativt, men slike målefeil kan være vanskelige og kostbare å oppdage. Siden Schibsted er et børsnotert selskap og dermed trolig godt revidert, forutsetter vi at finansregnskapet ikke inneholder målefeil av type 3.

Det eksisterer ulike syn på justering av målefeil. Penman (2013, s. 575) har for eksempel ikke valgt å justere, fordi ulik regnskapsføring ikke påvirker verdsettelsen og justering kan minne om spekulering. Det eksisterer også en rekke argumenter for justering. Palepu et al. (2015, s. 163) støtter justering av målefeil, siden slike justeringer trolig vil reflektere de underliggende økonomiske forholdene bedre. Selv om justeringene i utgangspunktet ikke påvirker verdsettelsen, vil det gjøre framskrivningen enklere, ettersom vi kan fokusere utelukkende på framskrivning av strategisk fordel og slipper å ta hensyn til målefeil i tillegg (Knivsflå, 2017, F18, s. 19).

I vårt tilfelle har vi valgt å justere for to typer målefeil av type 2: Manglende balanseføring av merkevarekapital i både datterselskap og tilknyttede selskap, og av operasjonell leiekapital. Vi kan ikke justere for manglende balanseføring av FoU, selv om dette kunne ha vært relevant, fordi Schibsted ikke viser regnskapstall for årlige FoU-kostnader.

5.4.1 Investering i markedsføring

Etter IAS 38.69 er det bestemt at markedsføringsutgifter må kostnadsføres direkte og at disse kostnadene ikke kan balanseføres som immaterielle eiendeler (IASB, 2014). Hvis merkevarekapital ikke er balanseført, vil balansen undervurderes og rentabiliteten overvurderes (Palepu et al., 2015, s. 146). Vi velger derfor å balanseføre merkevarekapital slik at rentabilitetsanalysen bedre reflekterer den økonomiske realiteten.

Markedsføringsinvesteringer							
Tall i MNOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PR, reklame, kampanjer	845	1051	1176	1607	1368	1490	2021
Estimerte periodekorrekte utgifter	-338	-420	-470	-643	-547	-596	-808
= Investering i markedsføring og lignende	507	631	706	1164	821	894	1213

Tabell 19: Investeringer i markedsføring

Tabellen ovenfor viser markedsføringskostnadene i analyseperioden. Vi forutsetter at 40 prosent av markedsføringskostnadene er korrekt periodisert, mens resterende beløp er investering i markedsføring. Vi valgte 40 prosent, fordi vi vet at en betydelig andel av markedsføring går til investering i merkevarer, særlig i online rubrikk i investeringsfasen, men for sikkerhetens skyld forutsetter vi at en del likevel er korrekt periodisert. Dette gir en gjennomsnittlig investering i markedsføring på MNOK 848.

Det forutsettes videre at merkevarekapitalen er i en tilnærmet «steady state», der årlige investeringer i markedsføring er lik årlige avskrivninger (Knivsflå, 2017, F7, s. 55). Inngående og utgående balanse er dermed lik hvert år. Levetiden til merkevarekapital forutsettes å være lik seks år, ettersom merkevareverdi kan vært svært usikkert og vi ønsker ikke å overvurdere levetiden. Som følge av «steady state»-forutsetningen er formelen for balanseverdien lik (Knivsflå, 2017, F7, s. 56):

$$\text{Verdi} = \text{Levetid} * \text{Gjennomsnittlig investering i markedsføring}$$

Gjennomsnittlig merkevarekapital har en balanseverdi lik MNOK 5 087. Denne omjusteringen gir ikke utslag i resultatregnskapet, da tilbakeføring av tidligere markedsføringskostnader annullerer økte avskrivninger. Eiendeler og egenkapital øker imidlertid med balanseført gjennomsnittlig merkevarekapital fratrukket økt utsatt skattegjeld med normalisert driftsskattesats i alle regnskapsperiodene.

5.4.2 Investering i tilknyttede selskap

Schibsted har også investert betydelige beløp i markedsføring i tilknyttede selskap. Slike investeringer er kostnadsført direkte under posten *resultatandel i tilknyttede selskap*, og ikke under *andre driftskostnader* slik som investeringer i markedsføring i datterselskap som ovenfor. Det betyr at vi også må gjøre en atskilt justering av markedsføringsinvesteringer i tilknyttede selskap. Schibsted utførte betydelige investeringer i tilknyttede selskap for første gang i 2014, og vi kan dermed ikke forutsette en «steady state»-tilstand.

Investeringsbeløpet er tilbakeført fra *resultatandel i tilknyttede selskap* i resultatregnskapet og balanseført i *tilknyttede selskap* i balansen. Investeringsbeløpene er hentet direkte fra årsrapporten hvor investeringsbeløpet er skrevet eksplisitt. Vi forutsetter en utnyttbar levetid en på seks år, slik som ovenfor, i tillegg forutsetter vi at investeringen skjer den 31.12.

Justeringene er vist i tabellen nedenfor:

Tilbakeføring av resultatandel i tilknyttede selskap			
Tall i MNOK	2014	2015	2016
Tilknyttede selskap IB	0	803	1006
Tilgang	803	337	118
Avskrivning	0	-134	-190
Tilknyttede selskap UB	803	1006	934

Tabell 20: Tilbakeføring av resultatandel i tilknyttede selskaper

Som man kan se på tabellen over, gir denne justeringen utslag i resultatregnskapet, spesielt i 2014 hvor resultatet øker med MNOK 803.

5.4.3 Operasjonell leie

Operasjonelle leieavtaler er regulert i IAS 17. Her er det bestemt at leieutgifter til slike leieavtaler skal kostnadsføres direkte (IASB, 2010). Operasjonelle leieavtaler kan imidlertid sammenlignes med lånefinansiering, der leietaker har tatt opp et lån for å kjøpe eller bruke et driftsmiddel, og må betale renter og avdrag i gjengjeld i form av leiebetalinger. Dersom den økonomiske realiteten sier at det er et lånefinansiert driftsmiddel, bør vi balanseføre driftsmiddelet og leiekravet (Palepu et al., 2015, s. 143).

Framgangsmåten er veldig lik som behandlingen av investering i markedsføring ovenfor. «Steady state» gjelder likeså her, det vil si at årlige avskrivninger tilsvarer opptak av ny leie. Vi finner balanseverdi på leierett og leiekrav ved å multiplisere gjennomsnittlig leiekostnad med en kapitaliseringsfaktor (Knivsflå, 2017, F7, s. 61).

$$\text{Bokført verdi} = \text{Gjennomsnittlig leiekostnad} * \left(\frac{1 - \frac{1}{(1+r)^n}}{r} \right)$$

, hvor r = Gjeldsrente, n = Levetid

Beregningene som vist nedenfor gir en gjennomsnittlig leiekostnad på NOK 429 mill. og en gjennomsnittlig gjeldsrente på 4,5 prosent. Vi forutsetter en mellom-lang levetid på 6 år, da Schibsted ikke har offentliggjort relevant informasjon om levetiden. Sammen gir dette en gjennomsnittlig leiekapital på MNOK 2 214 som blir den nye balanseførte verdien.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Leiekostnad	338	384	404	401	474	493	507	429
Gjeldsrente	3,2 %	5,7 %	5,8 %	5,6 %	4,7 %	3,6 %	2,5 %	4,5 %

Tabell 21: Leiekostnad og gjeldsrente

Virkningene av justering kan sees i tabellene nedenfor. Nettoeffekten på fullstendig nettoresultat er null, men driftsresultatet øker litt som en konsekvens av at rentekostnaden på leiekravet er flyttet til finanskostnader.

I balansen øker eiendeler, mens motposten er finansiell gjeld. Selve leiekravet er langsiktig finansiell gjeld, men årets netto avdrag er klassifisert som kortsiktig gjeld. Vi har også tatt hensyn til utsatt skatt og utsatt skattefordel med netto driftsskattesats.

5.4.4 Oppsummering av justeringer av målefeil

Justering i resultat:

Virkning av justering i resultatregnskapet							
Tall i MNOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tilbakeføring av utgifter til markedsføring	507	631	706	1164	821	894	1213
Avskrivning på merkevarekapital	-507	-631	-706	-1164	-821	-894	-1213
Tilbakeføring av utgifter til markedsføring i tilknytte	0	0	0	0	803	337	118
Avskrivning på merkevarekapital i tilknytte	0	0	0	0	0	-134	-190
Tilbakeføring av operasjonell leie	338	384	404	401	474	493	507
Avskrivning på balanseført leierett	-268	-258	-275	-277	-369	-413	-451
Virkning på driftsresultat fra egen virksomhet	70	126	129	124	908	283	-16
Endring i utsatt skatt pga balansføring av markedsføring	0	0	0	0	0	0	0
Endring i utsatt skatt pga balansføring av leierett	-21	-37	-38	-36	-31	-23	-16
Virkning på netto driftsresultat fra egen virksomheter	50	89	91	87	877	260	-32
Virkning på fullstendig netto driftsresultat	50	89	91	87	877	260	-32
Rentekostnad på balanseført leiekraft	-70	-126	-129	-124	-105	-80	-56
Endring i utsatt skatt pga balansføring av leiekraft	21	37	38	36	31	23	16
Virkning på fullstendig nettoresultat til egenkapital	0	0	0	0	803	203	-72

Tabell 22: Virkning av justering i resultatregnskapet

De tre siste årene blir det en resultatvirkning som følge av justering av markedsføringskostnader i tilknyttede selskap.

Justering i balanse:

Virkning av justering i balansen							
Tall i MNOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Virkning av balansføring av markedsføring	5087	5087	5087	5087	5087	5087	5087
Virkning av balansføring av markedsføring i tilknytte	0	0	0	0	803	1006	934
Virkning av balansføring av operasjonell leie	2214	2214	2214	2214	2214	2214	2214
Virkning på driftseiendeler	7301	7301	7301	7301	8104	8308	8236
Utsatt skatt ved balansføring av markedsføring	-1491	-1491	-1491	-1491	-1491	-1491	-1491
Utsatt skatt ved balansføring av operasjonell leie	-649	-649	-649	-649	-649	-649	-649
Virkning på netto driftseiendeler	5161	5161	5161	5161	5964	6167	6095
Virkning på sysselsatte eiendeler	5161	5161	5161	5161	5964	6167	6095
Virkning på egenkapital	3596	3596	3596	3596	4399	4602	4530
Virkning av balansføring av operasjonell leiekraft (netto)	1565	1565	1565	1565	1565	1565	1565
Virking på sysselsatt kapital	5161	5161	5161	5161	5964	6167	6095

Tabell 23: Virkning av justering i balansen

5.5 Omgruppert og justerte regnskapstall

Omgruppert og justert resultatregnskap							
Tall i MNOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Abonnentinntekter	1672	1742	1744	1770	1864	1901	-
Løssalg	2796	2641	2478	2328	2221	2050	-
Annonse	7687	8428	8654	8721	8790	9141	-
Øvrige inntekter	1613	1567	1887	2051	2100	2025	-
Driftsinntekter	13768	14378	14763	14870	14975	15117	15854
Varekostnad	-1192	-1159	-1057	-850	-696	-575	-500
Lønnskostnad	-4711	-4960	-5226	-5314	-5564	-5884	-6141
Andre driftskostnader	-4870	-5113	-5409	-5389	-5513	-5291	-5382
Avskrivninger	-1363	-1394	-1459	-1918	-1657	-1805	-2192
Driftsresultat fra egen virksomhet	1632	1752	1611	1400	1545	1562	1638
Driftsrelatert skattekostnad	-479	-514	-472	-410	-453	-458	-480
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	1154	1238	1139	989	1092	1104	1158
Nettoresultat fra tilknyttede virksomheter	36	39	34	-123	-38	255	-243
Netto driftsresultat	1190	1277	1173	866	1054	1359	915
Netto finansinntekt	21	23	27	33	30	30	11
Nettoresultat til sysselsatt kapital	1211	1300	1200	899	1084	1389	926
Netto finanskostnad	-137	-191	-194	-187	-155	-131	-91
Netto minoritetsresultat	-137	-90	-53	-26	-53	-128	-94
Nettoresultat til egenkapital	937	1020	953	687	876	1130	741
Unormalt netto driftsresultat	1527	-199	-736	993	-444	1220	-946
Unormalt netto finansresultat	-53	-28	-44	-55	-21	-80	78
Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	2411	793	173	1624	412	2270	-126
Netto betalt utbytte	-571	-968	-811	-163	-374	2149	-487
Endring i egenkapital	1840	-175	-638	1461	38	4419	-613

Tabell 24: Omgruppert og justert resultatregnskap

Omgruppert og justert balanse (sysselsatt kapital)							
Tall i MNOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	15101	14774	14627	15421	16480	20056	19938
Driftsrelatert arbeidskapital	-1849	-2106	-2094	-1720	-1762	-2158	-2365
Netto driftseiendeler	13252	12668	12533	13701	14718	17898	17573
Finansielle eiendeler	1393	1582	1208	1363	864	2042	1404
Sysselsatte eiendeler	14645	14250	13741	15064	15582	19940	18977
Egenkapital	10273	10098	9460	10921	10959	15378	14765
Minoritetsinteresser	329	157	245	261	230	314	305
Finansiell gjeld	4043	3995	4036	3882	4393	4248	3907
Sysselsatt kapital	14645	14250	13741	15064	15582	19940	18977

Tabell 25: Omgruppert og justert balanse (sysselsatt kapital)

Omgruppert og justert balanse (netto driftskapital)							
Tall i MNOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	15101	14774	14627	15421	16480	20056	19938
Driftsrelatert arbeidskapital	-1849	-2106	-2094	-1720	-1762	-2158	-2365
Netto driftseiendeler	13252	12668	12533	13701	14718	17898	17573
Egenkapital	10273	10098	9460	10921	10959	15378	14765
Minoritetsinteresser	329	157	245	261	230	314	305
Netto finansiell gjeld	2650	2413	2828	2519	3529	2206	2503
Netto driftskapital	13252	12668	12533	13701	14718	17898	17573

Tabell 26: Omgruppert og justert balanse (netto driftskapital)

Endring i egenkapital							
Tall i MNOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Inngående egenkapital	8433	10273	10098	9460	10921	10959	15378
Fullstendig nettoresultat	2411	793	173	1624	412	2270	-126
Netto betalt utbytte	-571	-968	-811	-163	-374	2149	-487
Utgående egenkapital	10273	10098	9460	10921	10959	15378	14765

Tabell 27: Omgruppert og justert endring i egenkapital

Fri kontantstrøm						
Tall i MNOK	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsresultat	1277	1173	866	1054	1359	915
Unormal netto driftsresultat	-199	-736	993	-444	1220	-946
Økning i netto driftseiendeler	584	135	-1168	-1017	-3180	325
Fri kontantstrøm fra drift	1663	572	691	-407	-601	294
Netto finansinntekter	23	27	33	30	30	11
Unormale netto finansinntekter	-28	-44	-55	-21	-80	78
Økning i finanseieendeler	-189	374	-155	499	-1178	638
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	1469	929	514	102	-1829	1022
Netto finanskostnad	-191	-194	-187	-155	-131	-91
Økning i finansiell gjeld	-48	41	-154	511	-145	-341
Netto minoritetsresultat	-90	-53	-26	-53	-128	-94
Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0
Økning i minoritetsinteresser	-172	88	16	-31	84	-9
Fri kontantstrøm til egenkapital = netto betalt utb	968	811	163	374	-2149	487

Tabell 28: Omgruppert og justert fri kontantstrøm

5.6 Omgruppert og justerte regnskapstall for bransjen

Vi har også omgruppert og justert finansregnskapet til alle de komparative selskapene i bransjeutvalget vårt. Omgruppering og justering for disse har fulgt det samme mønsteret som for Schibsted ovenfor. I tabellene nedenfor har vi presentert bransjetabellene, som inkluderer Schibsted, vurdert til MNOK per 31.12.

BRANSJE: Omgruppert og justert resultatregnskap							
Tall i MNOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	67856	67689	61594	65449	69936	74008	70805
Varekostnad	-19403	-17506	-15062	-15627	-16429	-16181	-14229
Lønnskostnad	-19615	-19778	-19120	-21338	-22841	-24962	-22992
Andre driftskostnader	-16345	-16210	-14605	-15805	-17007	-18235	-16597
Avskrivninger	-5838	-7163	-7150	-8328	-8580	-10019	-10021
Driftsresultat fra egen virksomhet	6655	7032	5657	4351	5079	4611	6965
Driftsrelatert skattekostnad	-1743	-1885	-1469	-1143	-1356	-1263	-1783
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	4912	5146	4188	3208	3723	3348	5182
Nettoresultat fra tilknyttede virksomheter	-233	17	-18	-42	-670	67	-2
Netto driftsresultat	4679	5164	4170	3165	3052	3415	5180
Netto finansinntekt	111	164	122	130	163	225	115
Nettoresultat til sysselsatt kapital	4790	5328	4292	3296	3215	3640	5296
Netto finanskostnad	-761	-935	-1021	-929	-885	-796	-620
Netto minoritetsresultat	-294	-363	-386	-328	-1023	-513	-366
Nettoresultat til egenkapital	3735	4030	2885	2039	1307	2330	4309
Unormalt netto driftsresultat	5147	-522	-4374	3555	4102	6910	-6684
Unormalt netto finansresultat	66	66	1883	-988	5728	470	1093
Unormalt netto minoritetsresultat	0	13	210	-698	-440	-455	392
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	8949	3586	605	3907	10698	9254	-890
Netto betalt utbytte	-777	-3705	-1759	-1569	-5537	-698	-3776
Endring i egenkapital	8171	-119	-1155	2338	5161	8557	-4666

Tabell 29: Omgruppert og justert resultatregnskap til bransje

BRANSJE: Omgruppert og justert balanse (sysselsatt kapital)							
Tall i MNOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	65340	77982	73751	75366	82078	97155	94177
Driftsrelatert arbeidskapital	-6068	-9116	-6748	-5338	-7748	-11648	-11490
Netto driftseiendeler	59272	68866	67003	70028	74329	85506	82687
Finansielle eiendeler	12378	10186	9882	13059	15304	17908	10381
Sysselsatte eiendeler	71650	79052	76885	83087	89633	103414	93068
Egenkapital	48127	48009	46854	49192	54353	62910	58244
Minoritetsinteresser	2044	4135	5199	5922	7321	7418	6799
Finansiell gjeld	21478	26908	24831	27972	27960	33086	28025
Sysselsatt kapital	71650	79052	76885	83087	89633	103414	93068

Tabell 30: Omgruppert og justert balanse (sysselsatt kapital) til bransje

BRANSJE: Omgruppert og justert balanse (netto driftskapital)							
Tall i MNOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	65340	77982	73751	75366	82078	97155	94177
Driftsrelatert arbeidskapital	-6068	-9116	-6748	-5338	-7748	-11648	-11490
Netto driftseiendeler	59272	68866	67003	70028	74329	85506	82687
Egenkapital	48127	48009	46854	49192	54353	62910	58244
Minoritetsinteresser	2044	4135	5199	5922	7321	7418	6799
Netto finansiell gjeld	9100	16722	14950	14914	12656	15179	17644
Netto driftskapital	59272	68866	67003	70028	74329	85506	82687

Tabell 31: Omgruppert og justert balanse (netto driftskapital) til bransje

BRANSJE: Endring i egenkapital							
Tall i MNOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Inngående egenkapital	39956	48127	48009	46854	49192	54353	62910
Fullstendig nettoresultat	8949	3586	605	3907	10698	9254	-890
Netto betalt utbytte	-777	-3705	-1759	-1569	-5537	-698	-3776
Utgående egenkapital	48127	48009	46854	49192	54353	62910	58244

Tabell 32: Omgruppert og justert endring i egenkapital til bransje

BRANSJE: Fri kontantstrøm							
Tall i MNOK	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
Netto driftsresultat	5164	4170	3165	3052	3415	5180	
Unormal netto driftsresultat	-522	-4374	3555	4102	6910	-6684	
Økning i netto driftseiendeler	-9594	1863	-3025	-4301	-11177	2820	
Fri kontantstrøm fra drift	-4953	1659	3696	2854	-852	1315	
Netto finansinntekter	164	122	130	163	225	115	
Unormale netto finansinntekter	66	1883	-988	5728	470	1093	
Økning i finanseieendeler	2192	304	-3177	-2245	-2603	7526	
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	-2531	3968	-339	6499	-2762	10051	
Netto finanskostnad	-935	-1021	-929	-885	-796	-620	
Økning i finansiell gjeld	5430	-2077	3141	-12	5126	-5061	
Netto minoritetsresultat	-363	-386	-328	-1023	-513	-366	
Unormalt netto minoritetsresultat	13	210	-698	-440	-455	392	
Økning i minoritetsinteresser	2091	1065	723	1398	98	-619	
Fri kontantstrøm til egenkapital = netto betalt	3705	1759	1569	5537	698	3776	

Tabell 33: Omgruppert og justert fri kontantstrøm til bransje

Kapittel 6 Risikoanalyse

Risikoen til en investering er definert som variasjon i avkastningen, og den måles med variansen til den realiserede avkastningen (Penman, 2013, s.644). Risikoen kan deles inn i systematisk risiko og usystematisk risiko (Penman, 2013, s. 648). Usystematisk risiko er den risiko som er selskapsspesifikk og som investorer kan diversifisere bort i bredere porteføljer. Systematisk risiko er derimot den risiko som er generell i markedet og som ikke kan diversifiseres bort. En investor med en perfekt diversifisert portefølje i et velfungerende marked, vil kun være eksponert for systematisk risiko. På grunn av markedssvikt vil en investor med en vel-diversifisert portefølje likevel kunne være eksponert for usystematisk risiko.

En kreditor står imidlertid overfor en annerledes situasjon enn investorer i aksjer. Kreditorer er eksponert for kredittrisiko, altså sannsynligheten for at kreditor taper penger på grunn av debtors mislighold (Penman, 2013, s. 680-681). Kredittrisiko er en systematisk risiko, fordi den er ensidig ved at kreditor aldri kan vinne mer enn avtalt rente (og nedbetalinger) (Berk & DeMarzo, 2014, s. 185). På den andre siden er det en fare for at kreditor taper avtalt rente (og nedbetalinger). Kreditor har altså kun en «nedside», ikke en «oppside», og kredittrisiko kan dermed ikke diversifiseres bort ved å ta opp mer gjeld (Knivsflå, 2017, F8, s. 30).

Som en følge av disse teoriene, trenger vi ikke å analysere selskapsspesifikk risiko for aksjonærer i Schibsted når vi estimerer avkastningskravet i kapittel 7, fordi vi forventer at all usystematisk, selskapsspesifikk risiko er diversifisert bort i investorenes aksjeporteføljer. For kreditorer må vi derimot analysere selskapsspesifikk risiko, for å kunne fastsette en riktig kredittriskopremie i avkastningskravet til kapittel 7, siden kreditorer ikke kan diversifisere bort slik risiko.

I dette kapittelet skal vi gjennomføre en analyse av selskapsspesifikk risiko i Schibsted, i form av en forholdstallsanalyse, slik at vi kan estimere en pålitelig kredittriskopremie til Schibsted. Da ser vi etter forhold som kan indikere finansiell krise og konkurs. Analysen begynner med en likviditetsanalyse for å undersøke selskapets konkursfare på kort sikt. Deretter utføres en soliditetsanalyse for å teste selskapets evne til å tåle tap på lengre sikt (Penman, 2013, s. 684). Analysen avsluttes med fastsettelsen av syntetisk rating på selskapet, basert på resultatene i den foregående forholdstallsanalysen.

Da dette er en kreditororientert analyse, vil det være hensiktsmessig å benytte regnskapstall som er tilpasset kreditorenes behov. Justeringene for investeringer i merkevarebygging, både i selskapet og i tilknyttede selskap, fører til at selskapets egenkapital er overvurdert.

Merkevarekapital har usikker realisasjonsverdi ved en potensiell konkurs, og derfor har vi valgt å bruke regnskapstall som bare er justert for operasjonell leie i risikoanalysen (Palepu et al., 2013, s. 143). Det må også presiseres at alle gjennomsnitt i kapittelet er vektet slik at nylige år er teller mest: 2016 og 2015 er vektet med 25 prosent, 2014 er vektet med 20 prosent, 2013 er vektet med 15 prosent, 2012 er vektet med 10 prosent og 2011 er vektet med 5 prosent.

6.1 Likviditetsanalyse

Likviditetsanalysen handler om å avdekke likviditetsrisiko, som er risikoen for at Schibsted ikke klarer å betale renter og avdrag på forpliktelse etter hvert som de forfaller (Penman, 2013, s. 684). I analysen skal vi undersøke likviditet i tre trinn: Gjeldsdekning i balansen, gjeldsdekning gjennom resultat og kontantstrøm, og gjeldsdekning i framtiden (Knivsflå, 2017, F15, s. 39).

6.1.1. Gjeldsdekning i balansen

Likviditetsgrad

For å måle om Schibsted har tilstrekkelig med likvide midler til å dekke kortsiktig gjeld, benytter vi likviditetsgrad 1 (LG1). Penman (2013, s. 685) viser til en formel for LG1:

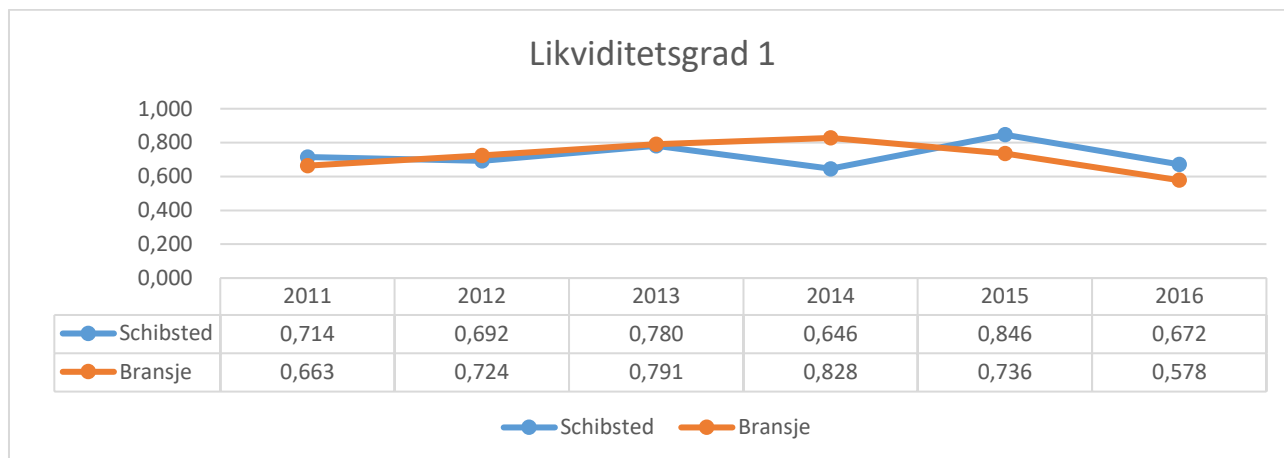
$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}} = \frac{DOM + FOM}{DKG + FKG}$$

, hvor *DOM* = Driftsrelatert omløpsmidler, *FOM* = Finansielle omløpsmidler, *KDG* = Kortsiktig driftsgjeld, *KFG* = Kortsiktig finansiell gjeld

Kortsiktig gjeld er forpliktelse som forfaller innen ett år fra balansedagen. LG1 måler dermed hvor godt konsernets likvide midler, det vil si omløpsmidlene, dekker gjeld som forfaller i løpet av den neste regnskapsperioden.

En tradisjonell norm er at en sunn virksomhet bør ha en LG1 på minst 2 (Kristoffersen, 2012, s. 493), mens andre analytikere sier at over 1 er tilstrekkelig (Palepu et al., 2015, s. 196). Hva som er en god LG1 er imidlertid avhengig av bransjespesifikke forhold (Palepu et al., 2015, s.

196). Vi vil dermed sammenligne Schibsted med bransjegenomsnittet, der en LG1 som er høyere enn bransjen indikerer at likviditeten er relativt god (Penman, 2013, s. 684).



Figur 17: Likviditetsgrad 1

Tabellen viser at Schibsted har hatt en LG1 som er relativt lik bransjen fra 2011 til 2013, mens den i 2014 var merkbart lavere enn bransjen. I både 2015 og 2016 steg Schibsteds LG1 sammenlignet med bransjen. Schibsteds relativt gode LG1 i 2015 og 2016 er en konsekvens av emisjonen i 2015 som resulterte i en betydelig større kontantbeholdning, og følgelig flere omløpsmidler.

Det tidsvekta gjennomsnittet til Schibsted er på ca. 0,731, mens bransjen har ca. 0,718. Begge er betydelig lavere enn normtallene på både 2 og 1. Årsaker til dette er at avisbransjen har betydelig mindre verdier i *varebeholdning* og *kundefordringer* enn hva andre bransjer har, fordi papiraviser har høy omløpshastighet og bransjen har blitt stadig mer internettbasert. Balansen til en smykkevarebutikk vil for eksempel ha en større varebeholdning med lav omløpshastighet. Dette følger av at det ikke er mulig å digitalisere smykker, og dette vil videre gi utslag i en høy LG1.

Konklusjonen er dermed at Schibsted har en relativt god LG1, og dermed en sunn kortsiktig gjeldsdekning i balansen. Dette begrunnes først og fremst i Schibsteds relativt store forbedring i 2015 som følge av emisjonen.

LG1 kan videre dekomponeres til driftsrelatert likviditetsgrad og likviditetskrav 2 (LG2). Driftsrelaterte likviditetsgrad måler i hvor stor grad *driftsrelaterte omløpsmidler* dekker *kortsiktig driftsrelatert gjeld*, mens LG2 måler i hvor stor grad *finansielle omløpsmidler* dekker *total kortsiktig gjeld* (Knivsflå, 2017, F8, s. 44).

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt	Bransjesnitt
Driftsrelatert likviditetsgrad	0,548	0,550	0,599	0,618	0,577	0,534	0,574	0,602
* Vekt KDG i forhold til KG	0,868	0,896	0,888	0,828	0,893	0,857	0,869	0,764
+ Likviditetsgrad 2	0,238	0,199	0,249	0,134	0,331	0,214	0,232	0,258
= Likviditetsgrad 1	0,714	0,692	0,780	0,646	0,846	0,672	0,731	0,718

Tabell 34: Dekomponering av likviditetsgrad 1

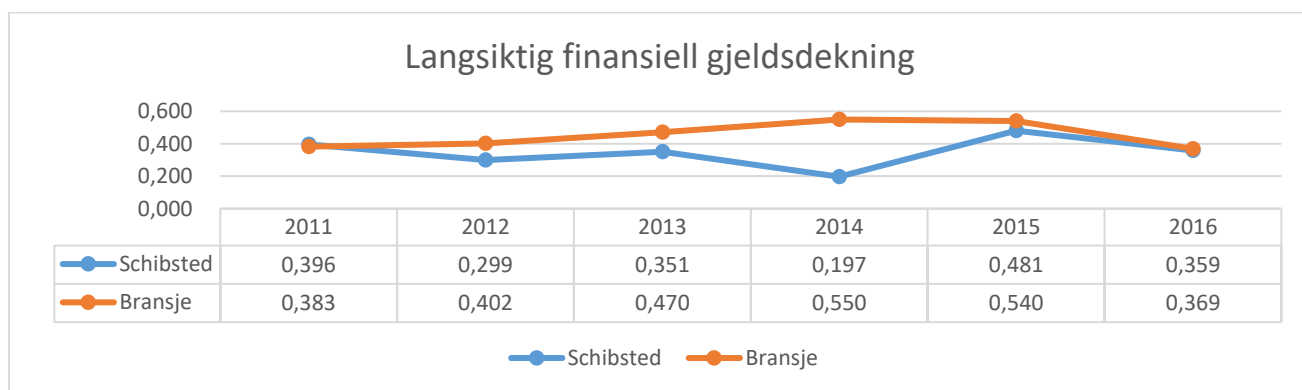
Det kan bemerkes at Schibsted har et litt lavere tidsvektet gjennomsnitt på både driftsrelatert likviditetsgrad og LG2 enn hva bransjen har. Schibsted har imidlertid en høyere andel av *kortsiktig driftsrelatert gjeld* enn *kortsiktig finansiell gjeld* enn bransjen, og siden driftsrelatert likviditetsgrad er betydelig høyere enn LG2, både for Schibsted og bransjen, resulterer dette i at Schibsteds samlet har et litt bedre gjennomsnitt på LG1.

Finansiell gjeldsdekning

LG1 er et kortsiktig mål på gjeldsdekning. På lengre sikt bruker vi langsiktig finansiell gjeldsdekning for å undersøke i hvilken grad finansielle eiendeler dekker finansiell gjeld. Dette kan vi gjøre fordi alle finansielle eiendeler kan selges og likvideres for å dekke gjeld uten at selskapets drift blir påvirket. Formelen er som følgende (Knivsflå, 2017, F8, s. 46):

$$\text{Langsiktig finansiell gjeldsdekning} = \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Finansiell gjeld}}$$

Resultatet er presentert i grafen under.



Figur 18: Langsiktig finansiell gjeldsdekning

Grafen viser at Schibsteds langsiktige finansielle gjeldsdekning har vært lavere enn bransjen i alle årene etter 2011. Forholdstallet har imidlertid forbedret seg vesentlig i 2015 og 2016, som en konsekvens av emisjonen i 2015. Bransjegjennomsnittet er 46,7 prosent, mens Schibsted har et gjennomsnitt på 35,2 prosent. Dette indikerer at Schibsted har hatt en mindre god likviditet enn bransjen på lengre sikt, men at den likevel har blitt tilnærmet lik bransjen i de to siste årene.

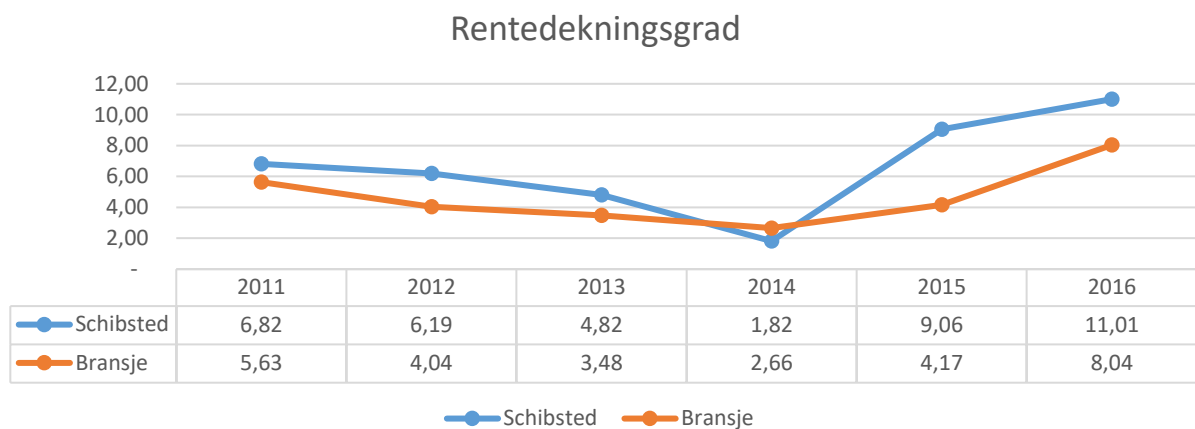
6.1.2 Gjeldsdekning gjennom nettoresultat og kontantstrøm

Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden viser i hvor stor grad Schibsted kan dekke rentekostnader gjennom nettoresultat. Vi bruker normalisert nettoresultat fra sysselsatt kapital, siden normaliseringen gjør den mer passende for konkursprediksjon (Knivsflå, 2017, F8, s. 49).

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Nettoresultat fra sysselsatt kapital}}{\text{Netto finanskostnad}} = \frac{\text{NDR} + \text{NFI}}{\text{NFK}}$$

, hvor NDR = Netto driftsresultat, NFI = Netto finansinntekt og NFK = Netto finanskostnad



Figur 19: Rentedekningsgrad

Schibsted har jevnt over hatt en bedre rentedekningsgrad enn bransjen i analyseperioden, med et unntak i 2014 som var et år med relativt dårlig lønnsomhet for Schibsted. Det var spesielt i 2015 og 2016 at rentedekningsgraden var god på grunn av fallende rentekostnader og stabil inntjening. Tidsvektet gjennomsnitt for Schibsted er 7,1 og for bransjen er den 4,8. Schibsted har ikke en klar trend, men bransjen har hatt en konveks trend med en stigende tendens de siste årene. Konklusjonen er at Schibsted har en relativt god evne til å betjene gjeldskostnader, fordi de har stort sett hatt en bedre inntjening og en litt lavere rentekostnad enn bransjen.

Kontantstrømanalyse

Gjeldsdekning gjennom balanse og resultat er viktige indikatorer for å undersøke et selskaps likviditet. Et selskap kan ikke overleve eller dekke gjeld uten å generere kontantstrømmer, og det er dermed viktig å analysere kontantstrømmene i tillegg. Vi har valgt å omgruppere

kontantstrømoppstillingen fra kapittel 5 til å vise endringer i finansielle eiendeler, altså likvide midler, da dette er en mer kreditororientert framstilling (Knivsflå, 2017, F8, s. 54):

Endring i finansielle eiendeler						
Tall i MNOK	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsresultat	1277	1173	866	251	1156	987
+ Unormal netto driftsresultat	-199	-736	993	-444	1220	-946
- Endring i netto driftseiendeler	584	135	-1168	-214	-2977	253
= Fri kontantstrøm fra drift	1663	572	691	-407	-601	294
- Netto finanskostnad	-191	-194	-187	-155	-131	-91
+ Endring i netto finansiell gjeld	-48	41	-154	511	-145	-341
- Netto minoritetsresultat	-90	-53	-26	-53	-128	-94
- Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0
+ Endring i minoritetsinteresser	-172	88	16	-31	84	-9
= Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift	1162	455	340	-134	-921	-241
- Netto betalt utbytte	-968	-811	-163	-374	2149	-487
= Fri kontantstrøm til finansiell investering	194	-356	177	-508	1228	-728
+ Netto finansinntekt	23	27	33	30	30	11
+ Unormal netto finansinntekt	-28	-44	-55	-21	-80	78
= Kontantstrøm til finansiell investering	189	-374	155	-499	1178	-638
+ Inngående finansielle eiendeler	1393	1582	1208	1363	864	2042
= Utgående finansielle eiendeler	1582	1208	1363	864	2042	1404
Fordelt på kontanter	778	1031	1202	745	1891	1268
fordringer	108	93	76	35	67	55
investeringer	696	84	85	84	84	81

Tabell 35: Endring i finansielle eiendeler

For det første kan det bemerkes at *netto driftsresultat* er positiv i alle årene, og at driften derfor er lønnsom, men at *unormalt netto driftsresultat* fører til betydelig variasjoner, ofte negativt. Videre er *endring i netto driftseiendeler* positiv i 2011, 2012 og 2016, noe som betyr netto likvidering av driftseiendeler. I 2013, 2014 og 2015 er *endring i netto driftseiendeler* derimot negativ, og dette betyr at Schibsted har hatt nettoinvesteringer i drift. I 2013 og 2015 var investeringene spesielt store.

Fri kontantstrøm fra drift viser at drift skaper kontanter i alle årene, unntatt i 2014 og 2015. *Endring i netto finansiell gjeld* er stort sett negative i analyseperioden, bortsett fra 2012 og 2014. Det vil si at Schibsted jevnlig har nedbetalt gjeld, men i 2014 utførte konsernet et betydelig opptak av lån for å delfinansiere en driftsinvestering og et driftsunderskudd. Det bør imidlertid påpekes at de store driftsinvesteringene i 2013 og 2015 ikke ble finansiert gjennom betydelige lånopptak, men ble i hovedsak finansiert av inntjening i drift.

Netto betalt utbytte har vært negativt i alle årene, utenom 2015, noe som er i samsvar med den stabile utbyttepolitikken til Schibsted. I 2015 fikk konsernet et stort kapitalinnskudd gjennom en aksjeemisjon som hjalp med å finansiere den store driftsinvesteringen i det året.

Kontantstrøm til finansiell investering har vært varierende fra år til år. Fra 2011 til 2014 ble finansielle reserverer gradvis redusert, deretter økte kontantbeholdningen betydelig som følge av emisjonen i 2015, men i 2016 forekom det en vesentlig reduksjon av kontantbeholdningen, hovedsakelig på grunn av nedbetaling av gjeld og utdeling av utbytte.

6.1.3 Gjeldsdekning framover

Analysen ovenfor har vært rent historisk, her skal faren for likviditetskrise i nær framtid analyseres i korte trekk. Vi skal beregne rente- og avdragsdekning ett år fram i tid.

Forholdstallet måler faren for at Schibsted ikke greier å dekke gjeld som forfaller i nær framtid. Knivsfå (2017, F8, s. 56) viser til denne formelen:

$$\text{Rente – og avdragsdekning i } t + 1 = \frac{FE_t + FKS_{t+1}}{NFK_{t+1} + AVD_{t+1}}$$

, hvor FE = Finansielle eiendeler, FKS = Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital, NFK = Netto finanskostnad og AVD = Avdrag

Avdrag i neste periode settes lik kortsiktig finansiell gjeld, inkludert årets avdrag på langsiktig finansiell gjeld, som forfaller til betaling innen ett år. I dette tilfellet forutsetter vi et «worst case»-scenario hvor fri kontantstrøm til sysselsatt kapital settes lik null. NFK beregnes som en normalisert rente etter skatt på etterskuddsbasis, der avdrag forutsettes å bli betalt midt i året.

Dette gir utslag i en rente- og avdragsdekning ett år fram i tid på 1,5. Det betyr med andre ord at Schibsted har tilstrekkelige finansielle reserver til å betale renter og avdrag fullt ut om ett år fram i tid, selv om kontantstrømmen fra sysselsatt kapital svikter. Dette er en positiv indikasjon på at Schibsted vil ha sunn likviditet i nær framtid.

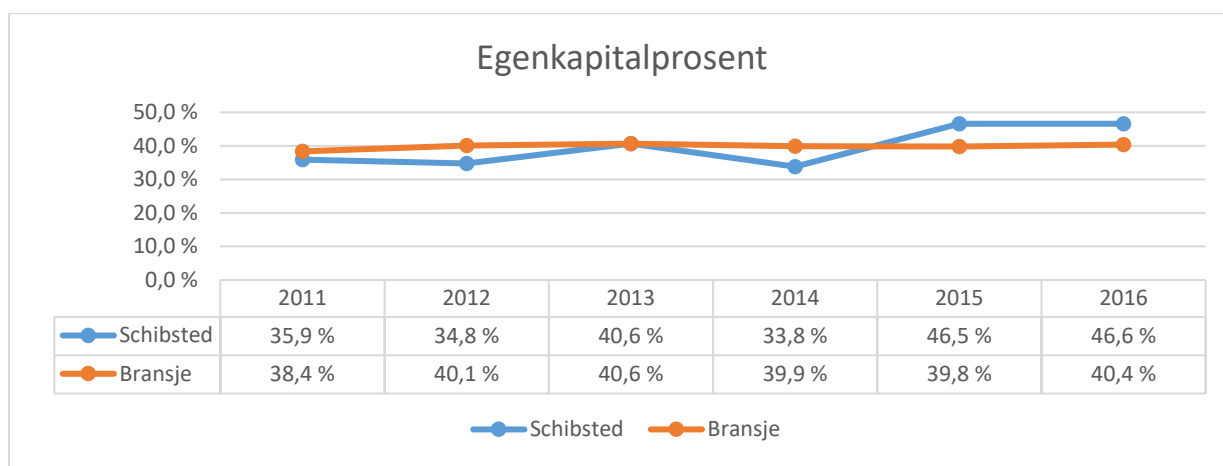
6.2 Soliditetsanalyse

En soliditetsanalyse undersøker om virksomheten har tilstrekkelig økonomiske ressurser til å tåle framtidige tap (Penman, 2013, s. 686). Bedrifter med god soliditet, altså god evne til å tåle tap, har typisk mye egenkapital og god lønnsomhet. Egenkapital virker som en buffer som beskytter bedriften mot framtidig konkurs (Knivsfå, 2017, F8, s. 62). Rammeverket for soliditetsanalyse er delt inn i analyse av egenkapitalprosent, analyse av lønnsomhet og analyse av kapitalstruktur (Knivsfå, 2017, F8, s. 64).

6.2.1 Analyse av egenkapitalprosent

Det viktigste soliditetsmålet er egenkapitalprosenten, som måler egenkapital i forhold til totalkapital (Kristoffersen, 2012, s. 488). Jo høyere egenkapitalprosent selskapet har, desto bedre soliditet har det. Vi velger å se på egenkapitalprosenten for konsernet, hvor vi inkluderer egenkapitalen til minoritetsinteresser. Formelen er som følgende (Knivsflå, 2017, F8, s. 65):

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital til majoritet} + \text{Egenkapital til minoritet}}{\text{Totalkapital}}$$

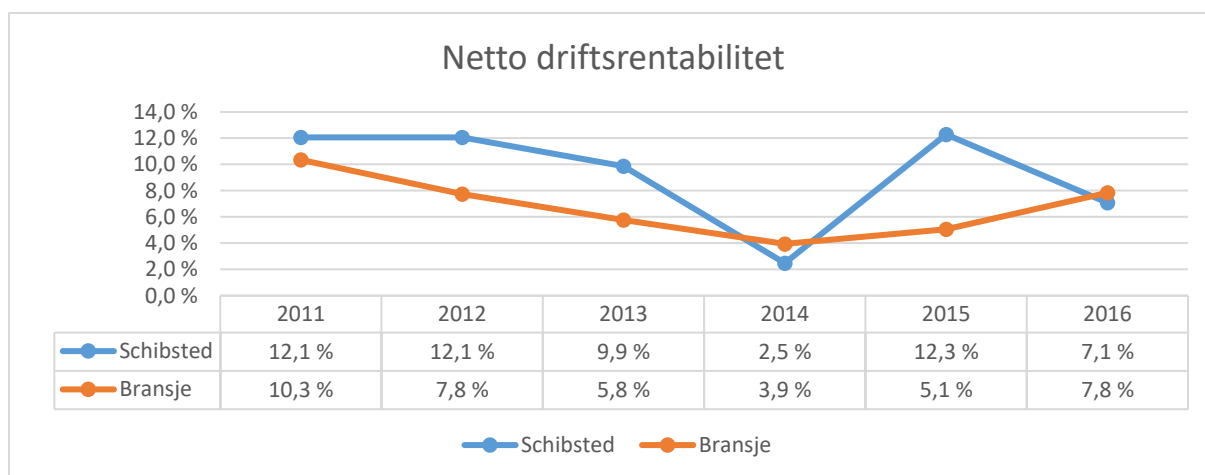


Figur 20: Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten til bransjen har holdt seg stabilt omkring 40,1 prosent i analyseperioden. Fra 2011 til 2014 har Schibsteds egenkapitalprosent ligget rett under hva bransjen hadde, men fra 2015 økte den som følge av emisjonen. Den betydelige økningen i egenkapitalprosenten gir utslag i et tidsvektet gjennomsnitt på ca. 41,4 prosent for Schibsted. Konklusjonen er dermed at Schibsted har en sunn egenkapitalprosent og soliditet som ligger litt over bransjen, da spesielt i 2015 og 2016.

6.2.2 Analyse av lønnsomhet

Selv om Schibsted har en god egenkapitalprosent, og dermed en buffer mot tap, vil den fort forvitte hvis selskapet har dårlig lønnsomhet (Kristoffersen, 2012, s. 490). Vi vil derfor utføre en kort lønnsomhetsanalyse av netto driftsrentabilitet her. For en grundigere lønnsomhetsanalyse av Schibsted, se kapittel 8. Vi vil videre benytte kreditororienterte regnskapstall.



Figur 21: Netto driftsrentabilitet

Schibsteds rentabilitet har stort sett vært høyere enn bransjen, med noen tilbakeganger til bransjegjennomsnittet i 2014 og 2016. Det tidsvekta gjennomsnittet til Schibsted er på 8,6 prosent, mens bransjegjennomsnittet er 6,2 prosent. Lønnsomheten til Schibsted er utvilsomt god. En forventer dermed ikke at dårlig lønnsomhet vil ødelegge soliditeten.

6.2.3 Analyse av finansieringsstruktur

I dette delkapittelet skal vi analysere hvordan eiendelene til Schibsted og bransjen er finansiert i 2016. Dette gjøres i form av en finansieringsmatrise hvor eiendelene er rangert etter illikviditet, og kapitalen er rangert etter hvor langsiktig den er, altså samme oppsett som i finansregnskapet (Kristoffersen, 2012, s. 487). Egenkapitalfinansiering anses som minst risikabelt, mens finansiering med kortsiktig gjeld anses som mest risikabelt. Dette betyr at jo raskere kurven når bunnen, desto bedre er finansieringsstrukturen.

Schibsted:

SCH	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TK
DAM	55 %	2 %	17 %	17 %	10 %		82 %
FAM					100 %		1 %
DOM					100 %		12 %
FOM					33 %	67 %	6 %
TK	45 %	1 %	14 %	14 %	22 %	4 %	100 %

Tabell 36: Finansieringsmatrise til Schibsted

Bransjen:

BRANSJE	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TK
DAM	43 %	7 %	22 %	19 %	9 %		81 %
FAM					100 %		4 %
DOM					82 %	18 %	11 %
FOM						100 %	4 %
TK	35 %	5 %	18 %	16 %	20 %	6 %	100 %

Tabell 37: Finansieringsmatrise til bransje

Schibsted og bransjen har begge en relativt risikabel finansieringsstruktur, der driftsrelaterte anleggsmidler er delvis finansiert med kortsiktig gjeld. Schibsteds finansieringsstruktur kan anses som litt mer risikabel enn bransjen, ettersom 10 prosent av driftsrelaterte anleggsmidler er finansiert med kortsiktig gjeld i Schibsted, mot 9 prosent i bransjen, men dette er imidlertid en meget liten forskjell.

6.3 Syntetisk rating

Hensikten med risikoanalysen er å samle inn data for å kunne estimere en kredittrisikopremie. Analysen av kortsiktig likviditetsrisiko og langsiktig soliditetsrisiko oppsummeres ved å fastsette en karakter på risikoen kalt syntetisk rating. Denne brukes videre i kapittel 7 til å finne en passende kredittrisikopremie til finansiell gjeld, som er avgjørende for å estimere kravet til finansiell gjeld, og for å fastslå om Schibsted har en finansieringsfordel eller -ulempe. Syntetisk rating utføres ved å klassifisere Schibsted i en risikoklasse på grunnlag av fire av de forholdstallene som ble analysert ovenfor: Likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Vi bruker risikoklassene som er utarbeidet av Knivsflå (2017, F8, s. 82).

Risikoklassene vi benytter er basert på Standard & Poor`s karakterskala (Penman, 2013, s. 688): AAA utgjør minst kredittrisiko, mens D utgjør høyest kredittrisiko. Selskaper med karakterer mellom AAA og BBB er klassifisert som investeringsgrad, det vil si relative trygge, og selskaper med karakter mellom BB og CC er ansett som spekulative investeringer, altså mer risikable investeringer. Selskaper med karakter på C og D behandles derimot som

«konkursselskap».

Schibsted	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Likviditetsgrad 1	0,71	0,69	0,78	0,65	0,85	0,67	0,73
Rentedekningsgrad	6,82	6,19	4,82	1,82	9,06	11,01	7,06
Egenkapitalprosent	0,36	0,35	0,41	0,34	0,47	0,47	0,41
Netto driftsrentabilitet	0,12	0,12	0,10	0,02	0,12	0,07	0,09
Likviditetsgrad 1	CCC	CCC	B	CCC	B	CCC	CCC
Rentedekningsgrad	AA	AA	A	BB	AA	AA	AA
Egenkapitalprosent	BB	BB	BBB	BB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	BBB	BBB	BBB	CCC	BBB	BB	BBB
Schibsted	BBB/BB	BBB/BB	BBB-	B	BBB	BBB/BB	BBB-
Bransjen	BBB-	BB+	BBB/BB	BB	BB	BBB/BB	BB+

Tabell 38: Syntetisk rating

Tabellen ovenfor viser Schibsteds rating over tid, sammenlignet med bransjen. Schibsteds gjennomsnittsrating ligger på BBB/BB i 2016, det samme som bransjegjennomsnittet. Dette tilsvarer en sannsynlighet for konkurs på mellom 0,3 prosent og 1 prosent (Knivsflå, 2017, F8, s. 76).

Ettersom Schibsted ligger mellom BBB og BB i 2011, 2012 og 2016, altså mellom «investeringsgrad» og «spekulativ», bruker vi øvrig innsikt som er opparbeidet i risikoanalysen og strategisk analyse for å fastsette endelig karakter.

I kapittel 4.4 oppsummerte vi strategisk risiko gjennom SWOT. Der fant vi klare svakheter og trusler i omgivelsene: Negative tider innen avis, trussel fra de store internettelskapene og ibrørende risiko i fremvoksende markeder. Til tross for dette, velger vi likevel å legge avgjørende vekt på Schibsteds sterke sider med et særlig fokus på Schibsteds sterke merkevarer innen online rubrikk med flaggskipet FINN og innen avis med mange sterke navn som VG, Aftenposten og Aftenbladet. De sterke merkevarene har i tillegg gode markedsposisjoner, både i Norge, Sverige og i andre land. Posisjoner i fremvoksende markeder har stort vekstpotensial, og risikoen er redusert gjennom samarbeid og diversifisering i mange, ulike land. Samtidig har Schibsted en lang historie, samt unik erfaring, med online rubrikk og avisvirksomhet.

Vi mener dermed at de underliggende forholdene til Schibsted tilsier at konsernet har en god inntjeningssevne, selv i vanskelige tider. Vi flytter karakterene opp til BBB- i disse årene, da selskapet har relative trygge markedsposisjoner og inntektskilder, og bør dermed heller karakteriseres som «investeringsgrad» fremfor «spekulativ». Kontantstrømanalysen i disse årene viser i tillegg at driften er lønnsom og at de frie kontantstrømmene fra drift er positive.

Kapittel 7 Historiske avkastningskrav

Vi vil i dette kapitlet ta for oss Schibsteds historiske avkastningskrav over analyseperioden. Formålet til historiske avkastningskrav er å fungere som målestokk for strategisk fordel i analysen av lønnsomhet i kapittel 8. Fra dette kan vi beregne superrentabilitet, i tillegg til at den er hensiktsmessig for utarbeidelsen av krav fremover i tid.

Kapitlet vil innlede med enkel teori om avkastningskrav, før vi tar for oss kapitalverdimodellen for å finne krav til egenkapital og minoritet. Videre vil vi finne sentrale finansielle krav, før vi avslutningsvis kommer frem til netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav.

7.1 Litt teori om avkastningskrav

Avkastningskravet er et uttrykk for den avkastningen som en kunne ha oppnådd på en annen investering med tilsvarende risiko, og skal kompensere for inflasjon, tidsverdi og risiko (Penman, 2013, s. 106). Videre blir kravet til avkastning benyttet på to måter – som målestokk for strategisk fordel og som diskonteringsrente for verdsettelse (Knivsflå, 2017, F9, s.5).

Med at avkastningskravet brukes som en målestokk menes at en virksomhet har en strategisk fordel dersom egenkapitalrentabiliteten (ekr) er større enn egenkapitalkravet (ekk).

Egenkapitalrentabiliteten er et nominelt avkastningsmål etter skatt, og derfor må sammenligningsgrunnlaget, altså avkastningskravet, også være etter skatt.

Det finnes flere krav enn egenkapitalkrav. Særlig kjent er total kapitalavkastningskravet, også omtalt som WACC («Weighted Average Cost of Capital»). Denne modellen tar utgangspunkt i at et selskap finansierer sin virksomhet gjennom ulike kapitalkilder, som hver bærer forskjellig risiko og har ulik forventet avkastning. Ved å vekte de ulike finansieringskildene basert på deres verdi og forventede avkastning kan vi estimere selskapets avkastningskrav til total kapitalen (Kaldestad & Møller, 2011, s. 105). I vårt tilfelle er det mest hensiktsmessig å estimere et avkastningskrav til netto driftskapital og sysselsatt kapital, i motsetning til total kapital, men dette vil vi komme tilbake til senere i kapitlet.

7.2 Krav til egenkapital

Det er utviklet flere modeller for å estimere avkastningskravet til egenkapitalen, deriblant Arbitrage Pricing Model og Fama-French trefaktormodell. Vi vil imidlertid benytte oss av kapitalverdimodellen (CAPM), da denne modellen har vært i bruk lengst og er fremdeles førstevalget for de fleste praktiserende (Damodaran, 2012, s.65).

Modellen bygger på flere forutsetninger. Blant annet forutsettes det at det ikke foreligger noen transaksjonskostnader, samt at alle har tilgang til samme informasjon og på den måten kan ikke investorer finne under- eller overprisede eiendeler i markedet. Det følger videre av Damodaran (2012, s. 66) at en forutsetning er at investorer holder perfekt diversifiserte porteføljer. Dette vil eliminere den usystematiske og selskapsspesifikke risikoen, slik at investorene kun må ta hensyn til den systematiske risikoen i markedet (Damodaran, 2012, s.67).

I CAPM er avkastningskravet for egenkapitalen (R_e) gitt ved (Kaldestad & Møller, 2011, s.108):

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

, hvor R_f = risikofri rente, β = beta, $(R_m - R_f)$ = markedsrisikopremien.

Da vi vil benytte kravet som målestokk for lønnsomhet for Schibsted, er kravet til egenkapital også nødt å være etter skatt. Det vil også bli tillagt en illikviditetspremie som vi vil forklare nærmere i kapittel 7.2.4. Dette gjør at avkastningskravet for egenkapitalen etter skatt blir gitt ved:

$$R_e = R_f * (1 - s) + \beta (R_m - R_f * (1 - s)) + ilp$$

der s = effektiv selskapsskattesats, $R_f * (1-s)$ = risikofri rente etter skatt, β = beta, R_m = markedsavkastning, $(R_m - (1-s) - rf)$ = markedsrisikopremie, ilp = illikviditetspremie.

Vi vil i det videre presentere hver av komponentene i modellen separat, før vi endelig kommer frem til egenkapitalkravet til Schibsted i delkapittel 7.2.6.

7.2.1 Risikofri rente

Kaldestad & Møller (2011, s.108) definerer den risikofrie renten som en hypotetisk avkastning på et selskap som ikke har konkurs- eller misligholdsrisiko. I vår estimering av den risikofrie renten etter skatt, tar vi utgangspunkt i 3 måneders effektiv NIBOR-rente med

fradrag for en kort risikopremie når bankrating er lik «AA», slik det er presentert av Knivsflå (2017, F9, s. 31-34):

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2011-2016
Selskapsskattesats (sss)	28,0 %	28,0 %	28,0 %	27,0 %	27,0 %	25,0 %	27,2 %
Gjennomsnittlig bankrating	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Nibor - rente (3 måneder)	2,6 %	2,1 %	1,8 %	1,7 %	1,4 %	1,3 %	1,8 %
- Kreditrisikopremie	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
= Risikofri rente før skatt	2,0 %	1,5 %	1,2 %	1,2 %	0,9 %	0,7 %	1,3 %
- Skatt	0,6 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %	0,3 %
= Risikofri rente etter skatt	1,4 %	1,1 %	0,9 %	0,9 %	0,6 %	0,6 %	0,9 %

Tabell 39: Risiko fri rente etter skatt

Som illustrert ovenfor, ender vi med en gjennomsnittlig risikopremie over analyseperioden på 0,9 prosent. En kan eventuelt ta utgangspunkt i statsobligasjoner, istedenfor NIBOR-rente.

7.2.2 Risikopremie

Markedets risikopremie tilsvarende den meravkastningen som finansielle investorer i aksjemarkedet forventer å få over den risikofrie renten for å kompensere for systematisk risiko i markedet (Kaldestad & Møller, 2011, s.117). For å estimere denne risikopremien finnes det flere ulike metoder – historisk premie, implisitt premie og spørreundersøkelse.

Knivsflå (2017, F9, s. 38) anslår en markedsrisikopremie som går fra 4,7 prosent i 2011 til 4,9 prosent i 2016, ved å ta utgangspunkt i et vektet snitt av kortsiktig og langsiktig risikopremie på Oslo Børs. Dette tilsvarende et gjennomsnitt på 4,8 prosent over analyseperioden, og samsvarer godt med Kaldestad & Møller (2011, s.122) som sier at en normal premie over tid gjerne ligger i intervallet mellom 4 prosent og 5 prosent.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2011-2016
Kortsiktig årlig risikopremie	3,7 %	3,9 %	4,1 %	4,0 %	4,1 %	4,1 %	4,0 %
* Vekt	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
+ Langsiktig årlig risikopremie	5,0 %	5,1 %	5,1 %	5,1 %	5,2 %	5,2 %	5,1 %
* Vekt	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
= Løpende risikopremie	4,7 %	4,8 %	4,8 %	4,9 %	4,9 %	4,9 %	4,8 %

Tabell 40: Løpende risikopremie

Det følger også av PwC (2016) sin årlige undersøkelse «risikopremien i det norske markedet» at markedets risikopremie ligger på 5 prosent. Dette harmonerer godt med vår gjennomsnittlige risikopremie for 4,8 prosent.

7.2.3 Egenkapitalbeta

Den neste komponenten i modellen er beta til egenkapital. Beta er et mål på den enkelte aksjes risiko relativt til aksjemarkedet (Kaldestad & Møller, 2011, s.111). En beta på 1 betyr

at aksjen er eksponert for like mye systematisk risiko som det generelle aksjemarkedet. Fordi beta fanger markedsrisikoen på et verdipapir, er det en passende måte å måle risiko for en veldiversifisert investor (Berk & DeMarzo, 2011, s. 407).

Egenkapitalbeta er en ukjent størrelse og må estimeres. For å gjøre dette, estimerer vi først gjennomsnittlig egenkapitalbeta i analyseperioden gjennom en regresjonsanalyse. Ved hjelp av estimert gjennomsnittlig egenkapitalbeta og noen forutsetninger, kan vi beregne årlige egenkapitalkrav residualt.

7.2.3.1 Gjennomsnittlig egenkapitalbeta

Berk & DeMarzo (2011, s.407) sier at man ideelt sett ønsker å anslå betaverdien i fremtiden, men at en i praksis estimerer beta basert på historiske børs tall. Denne tilnærmingen passer godt dersom børsbetaen holder seg relativt stabil over tid – noe den ofte gjør. Det finnes flere måter for å estimere betaverdien til egenkapital.

I utgangspunktet er beta funnet ved formelen:

$$\beta^E = \text{Kovarians aksje og markedsportefølje} / \text{Varians markedsportefølje}$$

(Kaldestad & Møller, 2011, s. 111)

Vi velger å bruke en statistisk tilnærming hvor vi gjennomfører en regresjonsanalyse for å estimere gjennomsnittlig egenkapitalbeta i analyseperioden. Dette er en enkel regresjonsanalyse mellom Schibsteds børsavkastning og markedsavkastningen i analyseperioden der den estimerte koeffisienten representerer gjennomsnittlig egenkapitalbeta (Berk & DeMarzo, 2011, s.410).

Vi har gjennomført regresjonsanalysen mot både Oslo Børs, Euronext 100 og FTSE. Under følger resultatet av analysen mot Oslo Børs, hvilket vi vil legge til grunn fordi Oslo Børs ga det mest ekstreme resultatet.

Regresjonsanalysen er utført i Excel og baserer seg på daglige observasjoner over analyseperioden som er hentet fra Datastream, som er en database med historisk informasjon om egenkapital, obligasjoner mv. utviklet av Thomas Reuters. I utgangspunktet frarådes det i økonomisk teori å bruke daglige observasjoner, særlig hvis aksjen sjeldent blir omsatt. Dette følger av Koller et al., (2010, s.252), som for øvrig også sier at det i de siste årene har dukket opp lovende forskning på høyfrekvent betaestimering. Blant annet har en studie funnet at høyfrekvent betaestimering på særlig likvide aksjer produserte mer nøyaktige målinger

(Koller et al., 2010, s.252). På basis av dette velger vi å bruke daglige observasjoner over analyseperioden, da Schibsted er blant de mest omsatte aksjene på Oslo Børs og således vil det etter vårt skjønn produsere et nøyaktig betaestimat,

Regresjonsstatistikk	
Multipel R	0,877729559
R-kvadrat	0,770409178
Justert R-kvadrat	0,770262381
Standardfeil	33,75322664
Observasjoner	1566

Variansanalyse					
	fg	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1	5979078,638	5979078,6	5248,119003	0
Residualer	1564	1781834,403	1139,2803		
Totalt	1565	7760913,041			

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%
Skjæringspunkt	-189,0296528	4,988051434	-37,896492	1,708E-223	-198,81363	-179,24568	-198,813626	-179,24568
Egenkapitalbeta	0,682225851	0,009417298	72,443902	0	0,66375399	0,70069771	0,663753991	0,700697712

Tabell 41: Regresjonsstatistikk, variansanalyse og koeffisienter

Av utskriften finner vi at estimatet på gjennomsnittlig egenkapitalbeta er lik 0,682. Det er vanlig i praksis å justere betaverdien, gjennom å vekte estimatet før og etter analysen og på så måte gjøre estimatet mindre ekstremt. Gjennomføringen av dette vil «flytte» betaestimatet mot én, hvilket bygger på empiriske bevis om at betaverdien til de fleste selskap, over tid, vil bevege seg mot 1 (Damodaran, 2012, s.187).

Av Berk & DeMarzo (2011, s.434) følger det at justert beta estimeres ved følgende formel:

$$\beta^* = (2/3) * \beta + (1/3) * 1,000$$

Dette gir følgende estimat på justert beta for Schibsted:

$$\beta^* = (2/3) * 0,682 + (1/3) * 1,000 \approx 0,788.$$

Det kan argumenteres for at det ville vært bedre å legge en global indeks, slik som Euronext 100 og MSCI, til grunn for regresjonsanalysen, fordi Oslo Børs kan gi en skjev vektning mot oljerelatert industri i Norge (Kaldestad & Møller, 2011, s.114). Ved å bruke Euronext 100 fikk vi en estimert (ujustert) beta på 0,527, og en beta på 1,142 når vi la FTSE 100 til grunn. Grunnet de store forskjellene i betaestimatene, og det faktum at betaverdien, når målt mot Oslo Børs, havner midt mellom Euronext 100 og FTSE, har vi likevel valgt betaestimatet på 0,788 som vår gjennomsnittlige egenkapitalbeta for Schibsted over analyseperioden. Estimatet

samsvarer også relativt godt med 24 måneders estimatet til Dagens Næringsliv (2017) per 13.03.17 på 0,72.

7.2.3.2 Årlig egenkapitalbeta

Vi har tidligere estimert gjennomsnittlig egenkapitalbeta over analyseperioden, og har kommet frem til estimert betaverdi på 0,788. Nå vil vi estimere årlig egenkapitalbeta i analyseperioden. For å gjøre dette, ser vi hen til Miller-Modigliani (MM) sin proposisjon som sier at verdien av et selskap er uavhengig av kapitalstrukturen (Berk & DeMarzo, 2011, s.483). Dette er ensbetydende med at netto driftsbeta er uavhengig av kapitalstrukturen, og følgelig at den vil være konstant over analyseperioden. Netto driftsbeta blir fastsatt gjennom vekting, og dersom en forutsetter at egenkapitalbeta og minoritetsbeta er lik, er netto driftsbeta gitt ved:

$$\beta_{ndk} = (\beta_{EK} * EK/NDK) + (\beta_{EK} * MI/NDK) + (\beta_{NFG} * NFG/NDK)$$

Netto finansiell gjeldsbeta (β_{NFG}) er beregnet i kapittel 7.3.3, og gjennomsnittlig egenkapitalbeta ble estimert ovenfor. Ved å bruke formelen blir gjennomsnittlig netto driftsbeta lik 0,657 og denne kan settes konstant over hele analyseperioden gitt Miller-Modiglianis proposisjon.

Ettersom vi har årlig netto finansiell gjeldsbeta (NFG) og netto driftsbeta holdes konstant til 0,657, vil årlig egenkapitalbeta være den eneste ukjente. Vi kan dermed regne oss frem til de implisitte egenkapitalbetaene i analyseperioden. Egenkapitalbetaen er identisk for majoritet og minoritet. Dette fremkommer av tabellen som er presentert under:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2011-2016
Egenkapitalbeta	0,852	0,800	0,794	0,762	0,783	0,738	0,788
* EK/NDK	0,785	0,774	0,776	0,768	0,806	0,851	0,793
+ Egenkapitalbeta	0,852	0,800	0,794	0,762	0,783	0,738	0,788
* MI/NDK	0,016	0,015	0,019	0,016	0,013	0,015	0,016
+ Netto finansiell gjeldsbeta	-0,131	0,121	0,124	0,277	0,085	0,131	0,101
* NFG/NDK	0,199	0,211	0,205	0,216	0,180	0,134	0,191
= Netto driftsbeta (MM-forutsetn)	0,657	0,657	0,657	0,657	0,657	0,657	0,657

Tabell 42: Årlig egenkapitalbeta

7.2.4 Illikviditetspremie

Under forutsetning av at kapitalmarkedet er preget av en viss markedssvikt, vil ikke full diversifisering være optimalt. For å kompensere for dette er det relevant å legge til en passende illikviditetspremie. Illikviditet vil i utgangspunktet oppstå i de tilfeller hvor selgere ikke finner kjøpere i markedet, og dermed må legge til en tilleggspremie i prisen, eller vice versa for kjøpere (Penman, 2013, ss. 664). Vi behandler imidlertid illikviditetspremien mer

som en samlepost for relevante forhold som CAPM-modellen ikke fanger opp: Graden av markedssvikt, innlåsing i den aktuelle aksjen og eventuelle eierskatter. I tillegg må en ta høyde for selskapsspesifikk risiko, størrelse, ol (Knivsflå, F9, s. 49). Det finnes ingen enkel teori, så en må derfor støtte seg til en skjønnsmessig vurdering.

Schibsted er blant de mest omsatte aksjene på Oslo Børs, da både deres A og B aksje er på listen over de 40 mest omsatte verdipapirer i 2016. Dette betyr i utgangspunktet at illikviditetspremien er lik 0. De er imidlertid eksponert overfor iboende risiko i fremvoksende markeder, vi velger derfor å sette en liten illikviditetspremie på 0,4 prosent over analyseperioden.

I tillegg velger vi å ta hensyn til «vridningseffekten» som følger av utbytteskatt. Dette er imidlertid kun relevant når en forutsetter at utbytteskatten ikke er systematisk, men at den skaper enkelte vridninger, ettersom enkelte investorer og investeringer ikke blir rammet (Knivsflå, 2017, F9 s. 20). Selskapsinvestorer blir for eksempel ikke påvirket av utbyttebeskatning etter fritaksmetoden.

Vi velger å sette denne vridningseffekten til 0,1 prosent i årene 2013-2016 på grunn av virkning av utbytte- og gevinstskatt, samt 0,1 prosent over analyseperioden for å ta høyde for virkning av formueskatt. Dette gir en samlet illikviditetspremie på 0,6 prosent over analyseperioden, og det kan illustreres slik:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2011-2016
Illikviditetspremie - basispremie	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
+ Virkning av utbytte- og gevinstskatt	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
+ Virkning av formueskatt	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
= Samlet illikviditetspremie	0,5 %	0,5 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %

Tabell 43: Illikviditetsgrad til majoritet

Videre må vi ta for oss en eventuell illikviditetspremie i minoritetskravet. Dette har vi valgt å gjøre ved å sette virkning av utbytte-, gevinst- og formueskatt lik for majoriteten og minoriteten. Mens basispremien blir satt til 3 prosent, som følge av at minoriteten er mer innelåst enn majoriteten. Dette gir en samlet illikviditetspremie for minoriteten på 3,2 prosent over analyseperioden.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2011-2016
Illikviditetspremie - basispremie	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
+ Virkning av utbytte- og gevinstskatt	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
+ Virkning av formueskatt	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
= Samlet illikviditetspremie	3,1 %	3,1 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %

Tabell 44: Illikviditetsgrad til minoritet

7.2.5 Egenkapitalkrav

Vi har så langt tatt for oss alle komponentene i CAPM, i tillegg til en illikviditetspremie, og kan dermed estimere Schibsteds egenkapital- og minoritetskrav for hvert enkelt år over analyseperioden.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Nibor - rente (3 måneder)	2,6 %	2,1 %	1,8 %	1,7 %	1,4 %	1,3 %	1,8 %
- Kredittrisikopremie (AA)	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,6 %
= Risikofri rente før skatt	2,0 %	1,5 %	1,2 %	1,2 %	0,9 %	0,7 %	1,3 %
- Skatt (sss)	0,6 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %	0,3 %
= Risikofri rente før skatt	1,4 %	1,1 %	0,9 %	0,9 %	0,6 %	0,6 %	0,9 %
+ Justert beta	0,852	0,800	0,794	0,762	0,783	0,738	0,788
* Risikopremie etter skatt	4,7 %	4,8 %	4,8 %	4,9 %	4,9 %	4,9 %	4,8 %
= Egenkapitalkrav - CAPM	5,4 %	4,9 %	4,7 %	4,6 %	4,4 %	4,2 %	4,7 %
+ Illikviditetspremie majoritet	0,5 %	0,5 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %
= Egenkapitalkrav etter skatt	5,9 %	5,4 %	5,3 %	5,2 %	5,0 %	4,8 %	5,3 %

Tabell 45: Egenkapitalkrav til majoritet

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Egenkapitalkrav - CAPM	5,4 %	4,9 %	4,7 %	4,7 %	4,4 %	4,2 %	4,7 %
+ Illikviditetspremie minoritet	3,1 %	3,1 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %
= Minoritetskrav etter skatt	8,5 %	8,0 %	7,9 %	7,9 %	7,6 %	7,4 %	7,9 %

Tabell 46: Egenkapital krav til minoritet

7.3 Finansielle krav

Etter å ha estimert egenkapital- og minoritetskrav, vil vi i denne delen estimere kravet til netto finansiell gjeld.

7.3.1 Krav til finansiell gjeld

Det første finansielle kravet som vi skal estimere, er kravet til finansiell gjeld. Penman (2013, s.680) sier at kravet til gjelden er lik risikofri rente pluss en kredittrisikopremie. På dette grunnlag kan vi utlede denne formelen for finansielt gjeldskrav:

$$\text{Krav på finansiell gjeld (fgk)} = \text{risikofri rente etter skatt} + \text{kredittrisikopremie (krp)}.$$

Den risikofrie renten etter skatt er tidligere estimert i kapittel 7.2.1, og vi vil legge den til grunn ved fastsetting av kravet til finansiell gjeld. Videre må vi finne passende kredittrisikopremie, før vi endelig kan fastsette kravet til finansiell gjeld. For å gjennomføre dette, velger vi å ta utgangspunkt i Knivsflå (2017, F9, s 56) sin fremgangsmåte, hvor kredittrisikopremien blir fastsatt utfra syntetisk rating som vi kom fram til i kapittel 6. Sammenhengen mellom kredittrisikopremie og syntetisk rating følger av tabellen under:

Rating	Kort KRP etter skatt	Lang KRP etter skatt
AAA	0,2 %	0,6 %
AA	0,4 %	0,8 %
A	0,6 %	1,0 %
BBB	1,0 %	1,4 %
BB	2,7 %	3,1 %
B	4,0 %	4,4 %
CCC	7,9 %	8,3 %
CC	14,5 %	14,9 %
C	21,0 %	21,4 %
D	27,6 %	28,0 %

Tabell 47: Rating og kredittrisikopremie (Knivsflå, 2017, F9, s 56)

Vi fordeler *kortsiktig* kredittrisikopremie til *kortsiktig* rentebærende gjeld og *langsiktig* kredittrisikopremie til *langsiktig* rentebærende gjeld med utgangspunkt i den syntetiske ratingen i det året. Vi velger imidlertid å justere kredittrisikopremie litt opp eller ned, avhengig av om det er en «+» eller «-» rating. I 2016 har Schibsted en «BBB-»-rating og blir tildelt en lang kredittrisikopremie på 0,02, istedenfor 0,014, fordi risikoen er forventet å være litt høyere. Kredittrisikopremien blir dermed som presentert i tabellen nedenfor.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Syntetisk rating	BBB-	BBB-	BBB-	B	BBB	BBB-	BBB-
Risikofri rente etter skatt	1,4 %	1,1 %	0,9 %	0,9 %	0,6 %	0,6 %	0,9 %
+ Kredittrisikopremie	1,9 %	1,9 %	1,9 %	4,3 %	1,3 %	1,9 %	2,2 %
Krav til finansiell gjeld	3,3 %	3,0 %	2,8 %	5,2 %	1,9 %	2,5 %	3,1 %

Tabell 48: Finansiell gjeldskrav

Videre beregner vi implisitt finansiell gjeldsbeta, som vi trenger til kapittel 7.2.3.2, gjennom denne formelen:

$$\beta_{FG} = mrd * krp / mrp,$$

, hvor *mrd* = markedsrisikodel, *krp* = kredittrisikopremie, *mrp* = markedsrisikopremie.

Kreditt- og markedsrisikopremie er allerede estimert tidligere i dette kapittelet. Vi finner markedsrisikodelen til finansiell gjeld ved å ta utgangspunkt i R-kvadrat i regresjonsanalysen (markedsrisikodel til egenkapital) i kapittel 7.2.2 og multiplisere denne med en passende justeringsfaktor lik 1/3 (Knivsflå, 2017, F9, s. 66-67). Dette følger også av tabellen under, hvor gjennomsnittlig finansiell gjeldsbeta over analyseperioden er 0,118.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Kreditrisikopremie	0,019	0,019	0,019	0,043	0,013	0,019	0,022
/ Markedspremie	0,047	0,048	0,048	0,049	0,049	0,049	0,048
= Finansiell gjeldsbeta når mrd = 1	0,407	0,403	0,402	0,880	0,274	0,386	0,459
Markedsrisikodel EK	0,770	0,770	0,770	0,770	0,770	0,770	0,770
* Justeringsfaktor til gjeld	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333
= Markedsrisikodel FG	0,257	0,257	0,257	0,257	0,257	0,257	0,257
= Finansiell gjeldsbeta	0,104	0,103	0,103	0,226	0,070	0,099	0,118

Tabell 49: Finansiell gjeldsbeta

7.3.2 Krav til finansielle eiendeler

Neste komponent en må ta for seg er kravet til finansielle eiendeler. For å estimere dette kravet er vi nødt å foreta en vekting av kontantkrav, fordringskrav og investeringskrav. Samtidig må det også settes noen forutsetninger. For det første settes kontantkravet lik risikofri rente etter skatt, ettersom kontanter og bankinnskudd er tilnærmet risikofri. Videre har fordringene en rating lik BBB, altså en kort og lang kredittrisiko på henholdsvis 1 og 1,4 prosent (Knivsflå, 2017, F9, s. 61). Vi bruker imidlertid et årlig vektet gjennomsnitt av kort og lang kredittrisiko, men dette blir tilnærmet 1,4 prosent.

Den siste forutsetningen som må settes er at $\beta_{INV} = 1$ og $ilp_{INV} = 0$.

Samlet sett er krav til finansielle eiendeler gitt ved

$$\begin{aligned}
 fek &= r_f * (1 - s) * (KON/FE) \\
 &+ (r_f * (1 - s) + krp_{FOR}) * (FOR/FE) \\
 &+ (r_f * (1 - s) + \beta_{INV} * mrp + ilp_{INV}) * (INV/FE)
 \end{aligned}$$

Endelige utregninger er utført i tabellen under og viser endelig krav til finansielle eiendeler for hvert enkelt år:

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Kontantkrav	1,4 %	1,1 %	0,9 %	0,9 %	0,6 %	0,6 %	0,9 %
* Kontantvekt	0,492	0,853	0,882	0,862	0,926	0,903	0,820
+ Fordringskrav	2,8 %	2,5 %	2,3 %	2,3 %	2,0 %	2,0 %	2,3 %
* Fordringsvekt	0,068	0,077	0,056	0,041	0,033	0,039	0,052
+ Investeringskrav	6,1 %	5,9 %	5,7 %	5,8 %	5,5 %	5,5 %	5,8 %
* Investeringsvekt	0,440	0,070	0,062	0,097	0,041	0,058	0,128
Krav til finansielle eiendeler	3,6 %	1,5 %	1,3 %	1,4 %	0,8 %	0,9 %	1,6 %

Tabell 50: Finansiell eiendelskrav

For analyseformål vil det være hensiktsmessig å videre estimere betaverdien for finansielle eiendeler. I den sammenheng må det presiseres at forutsetninger som ble satt for krav til finansielle eiendeler også gjelder ved beregning av finansiell eiendelsbeta.

Under forutsetningene presentert ovenfor er beta til finansielle eiendeler gitt ved:

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

, hvor β_{INV} = investeringsbeta og β_{FOR} = fordringsbeta.

Dette innebærer at før vi kan estimere finansiell eiendelsbeta, er vi nødt å estimere fordringsbeta gitt ved uttrykket

$$\beta_{FOR} = \frac{krp \text{ for fordringer} * mrd}{mrp}$$

Fordringsbeta, samt estimering av endelig beta til finansielle eiendeler presenteres i det følgende

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Kreditrisikopremie (BBB)	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
/ Markedspremien	0,047	0,048	0,048	0,049	0,049	0,049	0,048
= Fordringsbeta når mrd = 1	0,290	0,289	0,292	0,286	0,286	0,286	0,288
* Markedsrisikodel	0,257	0,257	0,257	0,257	0,257	0,257	0,257
= Fordringsbeta	0,074	0,074	0,075	0,073	0,073	0,073	0,074
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Kontantvekt	0,492	0,853	0,882	0,862	0,926	0,903	0,820
+ Fordringsbeta	0,074	0,074	0,075	0,073	0,073	0,073	0,074
* Fordringsvekt	0,068	0,077	0,056	0,041	0,033	0,039	0,052
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt	0,440	0,070	0,062	0,097	0,041	0,058	0,128
= Finansiell eiendelsbeta	0,445	0,075	0,067	0,100	0,044	0,061	0,132

Tabell 51: Finansiell eiendelsbeta

7.3.3 Krav til netto finansiell gjeld

Vi har nå beregnet finansielle krav for gjeld og eiendeler over analyseperioden, samt estimert finansielle betaverdier. På grunnlag av dette kan vi nå finne kravet og betaestimaten til netto finansiell gjeld. Dette følger av at vi, i den omgrupperte balansen vår, operer med netto finansiell gjeld som balanseverdi. Det må derfor beregnes krav og beta til disse.

Dette gjøres ved å vekte kravene og beta estimatene til finansiell gjeld og finansielle eiendeler med finansiell gjelds- og eiendelsvekt. Beregningene fremkommer under:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Krav til finansiell gjeld	3,3 %	3,0 %	2,8 %	5,2 %	1,9 %	2,5 %	3,1 %
* FG/NFG	1,60	1,54	1,49	1,37	1,51	1,74	1,54
- Krav til finansielle eiendeler	3,6 %	1,5 %	1,3 %	1,4 %	0,8 %	0,9 %	1,6 %
* FE/NFG	0,60	0,54	0,49	0,37	0,51	0,74	0,54
= Krav til netto finansiell gjeld	3,2 %	3,8 %	3,6 %	6,6 %	2,5 %	3,6 %	4,0 %

Tabell 52: Netto finansiell gjeldskrav

Netto finansiell gjeldsbeta blir brukt i 7.2.3.2 til å estimere årlige egenkapitalkrav.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Finansiell gjeldsbeta	0,104	0,103	0,103	0,226	0,070	0,099	0,118
* Finansiell gjeldsvekt	1,692	1,627	1,554	1,408	1,554	1,813	1,608
- Finansiell eiendelsbeta	0,445	0,075	0,067	0,100	0,044	0,061	0,132
* Finansiell eiendelsvekt	0,692	0,627	0,554	0,408	0,554	0,813	0,608
= Netto finansiell gjeldsbeta	-0,131	0,121	0,124	0,277	0,085	0,131	0,109

Tabell 53: Netto finansiell gjeldsbeta

7.4 Krav til netto driftskapital og sysselsatt kapital

Kravet til avkastning på netto driftskapital og sysselsatt kapital finner en gjennom å vekte egenkapitalkravet, minoritetskravet og kravet til netto finansiell gjeld, og er dermed et vektet avkastningskrav. Ofte blir dette omtalt som WACC (Weighted average cost of capital), som ble omtalt innledningsvis i kapittel 7.1.

Utregning av netto driftskrav er gitt ved uttrykket

$$ndk = ekk * EK/NDK + mik * MI/NDK + nfgk * NFG/NDK$$

Dette gir følgende utregning for Schibsted og dets krav til netto driftskapital

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Egenkapitalkrav	5,9 %	5,4 %	5,3 %	5,2 %	5,0 %	4,8 %	5,3 %
* EK/NDK	0,785	0,774	0,776	0,768	0,806	0,851	0,793
+ Minoritetskrav	8,5 %	8,0 %	7,9 %	7,8 %	7,6 %	7,4 %	7,9 %
* MIN/NDK	0,016	0,015	0,019	0,016	0,013	0,015	0,016
+ Krav til netto finansiell gjeld	3,2 %	3,8 %	3,6 %	6,6 %	2,5 %	3,6 %	3,9 %
* NFG/NDK	0,199	0,211	0,205	0,216	0,180	0,134	0,191
= Netto driftskrav	0,054	0,051	0,050	0,056	0,046	0,047	0,051

Tabell 54: Netto driftskrav

Tilsvarende vil også kravet til sysselsatt kapital bli beregnet gjennom vektning, hvor kravet er gitt ved uttrykket:

$$ssk = ekk * EK/SSK + mik * MI/SSK + fgk * FG/SSK.$$

Fullstendige beregninger følger av tabellen under:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
ekk	5,9 %	5,4 %	5,3 %	5,2 %	5,0 %	4,8 %	5,3 %
* EK/SSK	0,701	0,709	0,688	0,725	0,703	0,771	0,716
+ mik	8,5 %	8,0 %	7,9 %	7,8 %	7,6 %	7,4 %	7,9 %
* MIN/SSK	0,022	0,011	0,018	0,017	0,015	0,016	0,017
+ fgk	3,3 %	3,0 %	2,8 %	5,2 %	1,9 %	2,5 %	3,1 %
* FG/SSK	0,276	0,280	0,294	0,258	0,282	0,213	0,267
= sysselsatt kapitalkrav	0,052	0,048	0,046	0,053	0,042	0,044	0,048

Tabell 55: Sysselsatt kapitalkrav

7.5 Oppsummering historiske avkastningskrav

Innledningsvis presiserte vi at avkastningskravet primært blir brukt på to måter – enten som målestokk for rentabilitet eller diskonteringsrente for verdi. Etter å ha estimert Schibsteds historiske avkastningskrav, har vi estimert sentrale og viktige krav som vi vil benytte videre i oppgaven.

Ved å finne kravet til egenkapital vil vi kunne fastslå om Schibsted har en strategisk fordel, dersom egenkapitalrentabiliteten er høyere enn kravet. Videre vil de finansielle kravene vi har funnet i kapittel 7.3 stå sentralt for innsikt i finansieringsfordelen til Schibsted, mens driftskravet vil bli anvendt i fastslåelsen av hvorvidt Schibsted har en bransjefordel eller ulempe. Dette vil vi imidlertid komme nærmere tilbake til i kapittel 8.

Oppsummering av historiske avkastningskrav kommer klart frem i tabellen under, som også inkluderer gjennomsnittlige krav over analyseperioden.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Minoritetskrav (mik)	8,5 %	8,0 %	7,9 %	7,8 %	7,6 %	7,4 %	7,9 %
Egenkapitalkrav (ekk)	5,9 %	5,4 %	5,3 %	5,2 %	5,0 %	4,8 %	5,3 %
Netto driftskrav (ndk)	5,4 %	5,1 %	5,0 %	5,6 %	4,6 %	4,7 %	5,1 %
Finansielle eiendelskrav (fek)	3,6 %	1,5 %	1,3 %	1,4 %	0,8 %	0,9 %	1,6 %
Netto finansiell gjeldskrav (nfgk)	3,2 %	3,8 %	3,6 %	6,6 %	2,5 %	3,6 %	4,0 %
Finansiell gjeldskrav (fgk)	3,3 %	3,0 %	2,8 %	5,2 %	1,9 %	2,5 %	3,1 %
Sysselsatt kapitalkrav (ssk)	5,2 %	4,8 %	4,6 %	5,3 %	4,2 %	4,4 %	4,8 %

Tabell 56: Oppsummering av historiske avkastningskrav

Kapittel 8 Analyse av lønnsomhet

Vi vil i dette kapitlet foreta en lønnsomhetsanalyse av Schibsted, hvor utgangspunktet er Schibsteds egenkapitalrentabilitet som vil måles opp mot egenkapitalkravet som vi fant i kapittel 7. Analysen vil basere seg på de omgrupperte og justerte tallene i kapittel 5. Innsikten hentet fra lønnsomhetsanalysen vil bli brukt i utarbeidelsen av framtidsregnskapet i kapittel 9.

Kapitlet vil starte med identifisering av superrentabilitet og strategisk fordel til majoritet, før vi dekomponerer den strategiske fordelen i dens kilder, gitt ved driftsfordel og finansieringsfordel med tilhørende komponenter. Dette gjøres for å få en enda bedre innsikt i den strategiske fordelen.

8.1 Strategisk fordel og superrentabilitet til egenkapital

Det sentrale i regnskapsanalysen er om Schibsted har en strategisk fordel. Et kvantitativt mål på strategisk fordel er superrentabilitet (Knivsflå, 2017, F1, s. 34). Superrentabilitet til egenkapital er den avkastningen som egenkapitalen genererer utover avkastningskravet, og den er beregnet ved å trekke egenkapitalrentabiliteten fra egenkapitalkravet.

Ved utregning av rentabiliteten, tar vi utgangspunkt i følgende formel:

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat til kapitalen}}{\text{Inngående kapital} + (\Delta\text{kapital i året} - \text{normalisert nettoresultat})/2}$$

Dette gir følgende uttrykk for egenkapitalrentabilitet:

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

Formålet til regnskapsanalysen er å få kvantitativ innsikt om strategisk fordel som kan brukes til budsjetteringen i kapittel 9. Vi velger dermed å benytte oss av normaliserte tall ved utregning av rentabilitet, noe som er mest relevant for budsjetteringen, – og gjør det enklere for oss å identifisere en varig strategiske fordel. (Penman, 2013, s. 396). Balanseposter i rentabilitetsmål blir regnet som gjennomsnitt slik som formelen ovenfor viser. Det må også presiseres at alle gjennomsnitt over analyseperioden i kapitlet er vektet slik at nylige år er vektet mest: 2016 og 2015 er vektet med 25 prosent, 2014 er vektet med 20 prosent, 2013 er vektet med 15 prosent, 2012 er vektet med 10 prosent og 2011 er vektet med 5 prosent.

Når det gjelder en eventuell superrentabilitet for Schibsted over analyseperioden, er vi nødt å se hen til egenkapitalkravet som vi estimerte i kapittel 7. Dette følger av at dersom Schibsted har en rentabilitet utover kravet, vil det være tale om superrentabilitet til egenkapitalen og således en strategisk eierfordel over analyseperioden:

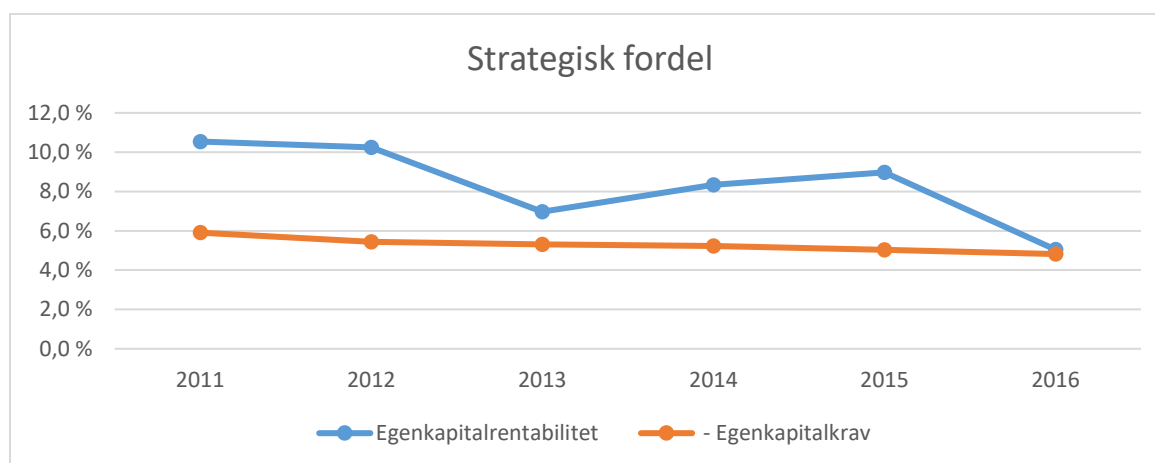
$$\text{Strategisk fordel} = \text{Superrentabilitet} = \text{ekr} - \text{ekk}$$

, hvor ekr = egenkapitalrentabilitet, ekk = egenkapitalkrav

Videre vil beregning av den strategiske fordelene fremkomme under:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Egenkapitalrentabilitet	10,5 %	10,2 %	7,0 %	8,3 %	9,0 %	5,0 %	7,8 %
- Egenkapitalkrav	5,9 %	5,4 %	5,3 %	5,3 %	5,0 %	4,8 %	5,1 %
= Strategisk eierfordel	4,6 %	4,8 %	1,7 %	3,1 %	3,9 %	0,2 %	2,6 %

Tabell 57: Strategisk eierfordel



Figur 22: Strategisk eierfordel

Over analyseperioden har Schibsted en tidsvektet strategisk fordel på 2,6 prosent. En ser imidlertid at fordelene har blitt redusert betraktelig fra 4,6 prosent i 2011 til 0,2 prosent i 2016. Det sentrale blir nå hva som ligger i denne historiske strategiske fordelene.

For å få bedre innsikt i de underliggende kildene til den strategiske fordelene, vil vi dekomponere egenkapitalrentabiliteten i dens kilder – driftsfordel og finansieringsfordel. Driftsfordelen vil dekomponeres i samsvar med strategisk analyse, som betyr at den deles inn i bransjefordel fra drift (BFD) og ressursfordel fra drift (RFD), hvor det også inngår en gearingfordel (GFD). Dette gir følgende sammensetning av den strategiske fordelene:

Strategisk fordel

$$= \text{bransjefordel drift (BFD)} + \text{ressursfordel drift (RFD)} \\ + \text{gearingfordel drift (GFD)} + \text{finansieringsfordel (FF)}$$

Vi vil i det videre gå enda mer i dybden, med utgangspunkt i nevnte komponenter.

8.2 Driftsfordel

Driftsfordel er differansen mellom netto driftsrentabilitet (ndr) og netto driftskrav (ndk), skalert etter gearing. Driftsfordelen kan dekomponeres i en bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel. Bransjefordel og ressursfordel utgjør den «rene» strategiske fordelen i drift og forekommer hvis netto driftsrentabilitet overstiger netto driftskrav. Bransjefordelen kan forklares av den strategiske analysen av bransjen og makroomgivelser, mens ressursfordelen kan forklares av den strategiske analysen av interne ressurser. Gearingfordelen skalerer den «rene» driftsfordelen, og eksisterer kun dersom selskapet har en strategisk fordel i drift.

Formlene nedenfor illustrerer driftsfordelen og dekomponeringen.

$$\text{Driftsfordel} = (\text{ndr} - \text{ndk}) * (1 + \text{nfgg} + \text{mig})$$



$$\text{Driftsfordel} = (\text{ndr}_B - \text{ndk}) + (\text{ndr} - \text{ndr}_B) + (\text{ndr} - \text{ndk}) * (1 + \text{nfgg} + \text{mig})$$



, hvor *nfgg* = netto finansiell gjeldsgrad, *mig* = minoritetsgrad, ndr_B = netto driftsrentabilitet til bransjen,

Vi forventer at bransjens netto driftskrav er tilnærmet lik Schibsteds krav. Dette valget begrunnes i *Modigliani-Millers første proposisjon* som sier at et selskaps verdi ikke er avhengig av dens finansieringsstruktur, gitt at kapitalmarkedet er perfekt (Berk & DeMarzo, 2014, s. 483). Kapitalmarkedene forutsettes perfekte og Schibsteds virksomhet anses såpass lik bransjens virksomhet at netto driftskrav er tilnærmet identisk ($\text{ndk} = \text{ndk}_B$).

I tabellen nedenfor er en oppsummering av driftsfordelen i analyseperioden, i tillegg til et tidsvekta gjennomsnitt.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Bransjefordel drift	3,0 %	1,2 %	-0,3 %	-1,3 %	-0,2 %	1,7 %	0,3 %
+ Ressursfordel drift	2,0 %	3,4 %	2,1 %	3,4 %	4,3 %	-1,1 %	2,3 %
= Strategisk fordel i drift	5,0 %	4,6 %	1,8 %	2,1 %	4,1 %	0,6 %	2,6 %
+ Gearingfordel	1,4 %	1,3 %	0,5 %	0,6 %	1,0 %	0,1 %	0,7 %
= Driftsfordel	6,3 %	6,0 %	2,3 %	2,8 %	5,1 %	0,7 %	3,3 %

Tabell 58: Driftsfordel

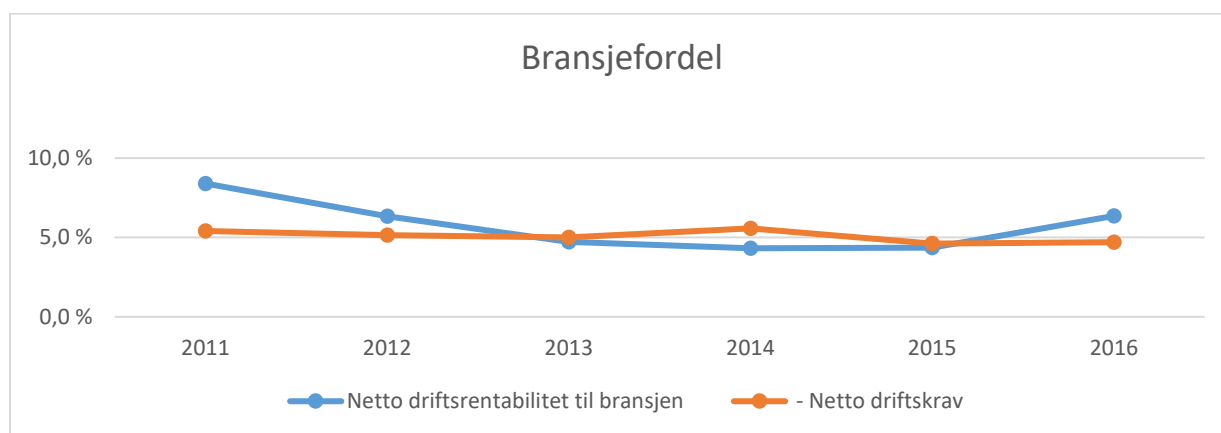
8.2.1 Bransjefordel

En bransjefordel forekommer når bransjens netto driftsrentabilitet overstiger netto driftskrav ($ndr_B - ndk > 0$), men hvis differansen er negativ, så eksisterer det en bransjeulempe.

Bransjefordel øker med muligheter som er felles for alle i bransjen, og synker likeså når bransjen er eksponert for trusler (Knivsflå, 2017, F11, s. 11).

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Netto driftsrentabilitet til bransjen	8,4 %	6,3 %	4,7 %	4,3 %	4,4 %	6,4 %	5,3 %
- Netto driftskrav	5,4 %	5,1 %	5,0 %	5,6 %	4,6 %	4,7 %	5,0 %
= Bransjefordel i drift	3,0 %	1,2 %	-0,3 %	-1,3 %	-0,2 %	1,7 %	0,3 %

Tabell 59: Bransjefordel



Figur 23: Bransjefordel

Tabellen ovenfor viser at bransjefordelen har hatt en buet utvikling med en relativ god bransjefordel i 2011 på 3 prosent, som ble redusert til en bransjeulempe på 1,3 prosent i 2014 og til slutt steg til en bransjefordel på 1,7 prosent i 2016. Det tidsvekta gjennomsnittet i analyseperioden er 0,3 prosent.

I den eksterne strategiske analysen konkluderte vi med at bransjen hadde en liten bransjefordel på grunn av geografiske fordeler, og det er sannsynlig at dette er kilden til bransjefordelen i 2011 og 2012, og det tidsvekta gjennomsnittet på 0,3 prosent. De årene hvor bransjen har hatt negativ superrentabilitet illustrer likeså utfordringene som internettrevolusjonen har gitt bransjen. Forbedringen i 2016 tyder på at bransjen finner måter for å tilpasse seg på internett, blant annet ved å optimalisere forretningsmodeller til nettaviser og diversifisere i andre forretningsområder som online rubrikk.

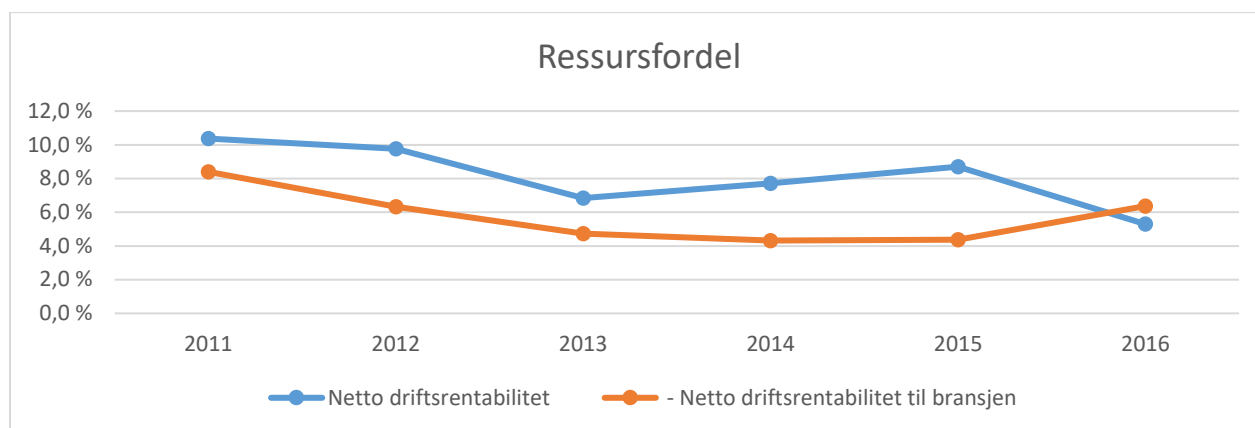
8.2.2 Ressursfordel

Det eksisterer en ressursfordel når Schibsteds netto driftsrentabilitet overstiger bransjens netto driftsrentabilitet ($ndr - ndr_B > 0$). Hvis det eksisterer en ressursfordel, betyr det at

Schibsted kontrollerer verdifulle interne ressurser som gjennomsnittsselskapet i bransjen ikke har tilgang til (Knivsflå, 2017, F11, s. 18).

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Netto driftsrentabilitet	10,4 %	9,8 %	6,8 %	7,7 %	8,7 %	5,3 %	7,6 %
- Netto driftsrentabilitet til bransjen	8,4 %	6,3 %	4,7 %	4,3 %	4,4 %	6,4 %	5,3 %
= Ressursfordel drift	2,0 %	3,4 %	2,1 %	3,4 %	4,3 %	-1,1 %	2,3 %

Tabell 60: Ressursfordel



Figur 24: Ressursfordel

Schibsted har hatt en relativt god ressursfordel jevnt over analyseperioden, med unntak i 2016 hvor de hadde en svak ressursulemp. Det tidsvekta gjennomsnittet er på 2,3 prosent.

I vår interne strategiske analyse konkluderte vi med at den viktigste ressursfordelen til Schibsted var deres unike posisjon innen online rubrikk der de var tidlig ute med å etablere en internasjonal portefølje med merkevaren FINN som flaggskip. I analyseperioden har denne porteføljen generert betydelige driftsinntekter med imponerende marginer. Vi vurderte dette som en moderat ressursfordel for Schibsted, og vi bedømmer derfor at dette er hovedårsaken til at Schibsted har hatt en netto driftsrentabilitet høyere enn bransjen i analyseperioden.

Ressursulempen i 2016 har sammenheng med et drastisk fall i Schibsted netto driftsrentabilitet og en markert forbedring i bransjens sin. Fallet til Schibsted skyldes blant annet satsingen i fremvoksende markeder hvor fordelene ikke vil bli innhøstet før om i fremtiden.

8.2.3 Dekomponering og analyse av ressursfordel i drift

Her skal vi dekomponere ressursfordelen for å bedre forstå kildene til den. For å gjøre dette benytter vi en strategisk DuPont-analyse hvor ressursfordelen deles inn i en marginfordel og en omløpsfordel (Penman, 2013, s.373). DuPont-analysen er strategisk fordi vi sammenligner Schibsteds rentabilitet med bransjens rentabilitet. Dekomponeringer blir slik:

$$ndr - ndr_b = (ndm - ndm_b) * onde + ndm_b * (onde - onde_b)$$

, hvor ndm = netto driftsmargin, $onde$ = omløpet til netto driftseiendeler

$$\text{Marginfordel (MF)} = (ndm - ndm_b) * onde$$

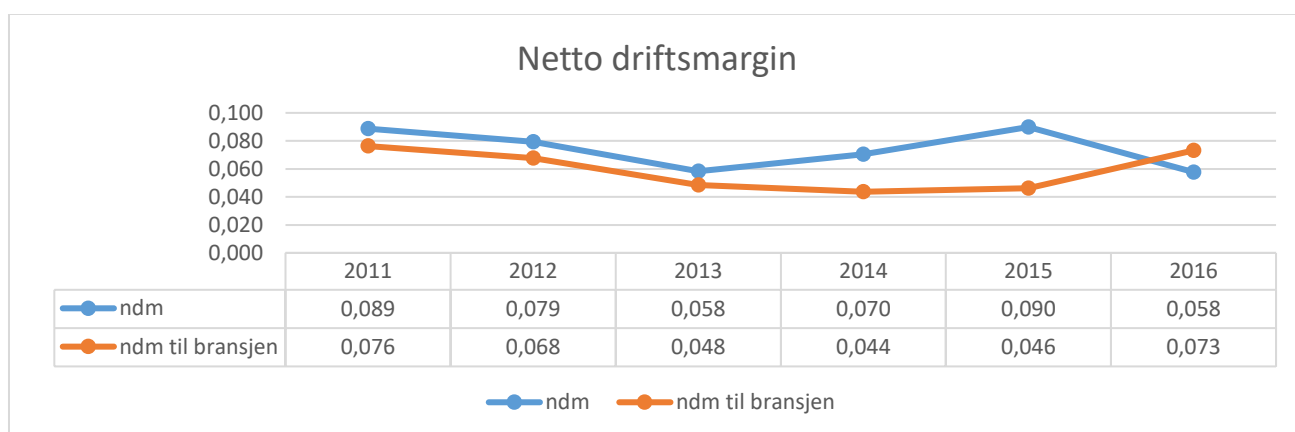
$$\text{Omløpsfordel (OF)} = ndm_b * (onde - onde_b)$$

En slik dekomponering av Schibsteds ressursfordel gir følgende resultater:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Marginfordel	1,5 %	1,4 %	1,2 %	2,9 %	4,2 %	-1,4 %	1,7 %
Omløpsfordel	0,5 %	2,0 %	0,9 %	0,5 %	0,1 %	0,4 %	0,6 %
Ressursfordel	2,0 %	3,4 %	2,1 %	3,4 %	4,3 %	-1,1 %	2,3 %

Tabell 61: Dekomponering av ressursfordel

Marginfordel kan beskrives som en kostnadsfordel per krone omsatt, og den vil øke når Schibsted har lavere driftskostnader per krone i driftsinntekter enn hva bransjen har.



Figur 25: Netto driftsmargin

Schibsted hadde en tidsvektet marginfordel på 1,7 prosent i analyseperioden. Grafen ovenfor illustrerer tidsutviklingen av netto driftsmargin til Schibsted og bransjen; Schibsted hadde en liten marginfordel i de første årene som økte markert i 2014 og 2015, men i 2016 hadde Schibsted en marginulempe.

Vi skal prøve å forklare marginfordelen, og marginulempen i 2016, ved å se på et strategisk «common size»-resultatregnskap. Det vil si at alle resultatposter blir uttrykt i prosent av driftsinntekter og sammenlignet med bransjen (Petersen et al, 2017, s. 161):

Tall i MNOK	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt	Vekt	Vektet fordel
Driftsinntekter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,07	0,0 %
Varekostnad	17,8 %	17,3 %	18,2 %	18,8 %	18,1 %	16,9 %	17,9 %	1,07	19,1 %
Lønnskostnad	-5,3 %	-4,4 %	-3,1 %	-4,5 %	-5,2 %	-6,3 %	-4,9 %	1,07	-5,3 %
Andre driftskostnader	-11,6 %	-12,9 %	-12,1 %	-12,5 %	-10,4 %	-10,5 %	-11,4 %	1,07	-12,2 %
Avskrivninger	0,9 %	1,7 %	-0,2 %	1,2 %	1,6 %	0,3 %	0,9 %	1,07	1,0 %
Driftsresultat fra egen virksomhet	1,8 %	1,7 %	2,8 %	3,1 %	4,1 %	0,5 %	2,4 %	1,07	2,6 %
Driftsrelatert skattekostnad	-0,8 %	-0,8 %	-1,0 %	-1,1 %	-1,3 %	-0,5 %	-0,9 %	1,07	-1,0 %
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	1,0 %	0,9 %	1,8 %	2,0 %	2,8 %	0,0 %	1,5 %	1,07	1,6 %
Nettoresultat fra tilknyttede virksomheter	0,2 %	0,3 %	-0,8 %	0,7 %	1,6 %	-1,5 %	0,1 %	1,07	0,1 %
Netto driftsresultat	1,3 %	1,2 %	1,0 %	2,7 %	4,4 %	-1,5 %	1,6 %	1,07	1,7 %

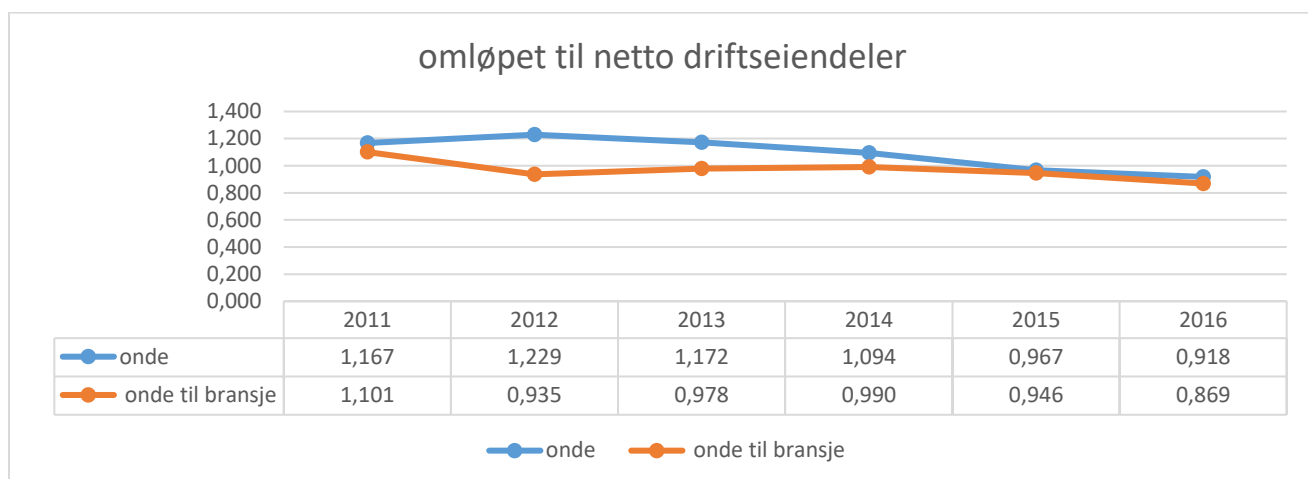
Tabell 622: "Common-size"-regnskap

Først dekomponerer vi det tidsvekta gjennomsnittet på marginfordelen som er lik 1,7 prosent. Tabellen over viser at den største kostnadsfordelen til Schibsted ligger i posten *varekostnad* som har en vektet fordel lik 19,1 prosent. Denne kostnadsfordelen er imidlertid redusert gjennom kostnadsulemper i posten *lønnskostnad* på 5,3 prosent og, i enda større grad, posten *andre driftskostnader* på 12,2 prosent. Det kan bemerkes at selv om vi har justert for investering i markedsføring og operasjonell leie, så har Schibsted relativt store *andre driftskostnader*. For øvrig har Schibsted en liten kostandsfordel i *avskrivninger* og en liten kostnadsulempe i *driftsrelatert skattekostnad*.

Varekostnadsfordelen er etter vår vurdering et resultat av at Schibsted har en betydelig større tilstedeværelse på internett enn gjennomsnittsselskapet i bransjen; Schibsteds sterke internettposisjoner, både innen online rubrikk og nettaviser, har i større grad erstattet fysisk produksjon og distribusjon av papiraviser, altså hovedkilden til varekostnaden. En virkning av denne utviklingen er at andre driftskostnader har økt forholdsmessig sammenlignet med bransjen i form av markedsføringskostnader, IT-kostnader, utgifter til ekstern tjenesteyting, ol. Tilsvarende kan en lønnskostnadsulempe ha oppstått på grunn av at teknologi- og produktutvikling på internett krever mer spesialisert og dyrere kompetanse enn hva fysisk produksjon og distribusjon trenger.

Kostnadsulempen i 2016 på 1,8 prosent skyldes en kombinasjon av endringer i regnskapsposter, men hovedgrunnen er at kostnadsfordelen i *varekostnad* er blitt redusert, mens kostnadsulempen i *lønnskostnad*, *avskrivninger* og *nettoresultat fra tilknyttede virksomheter* har økt. Økningen av kostandsulempen til *nettoresultat fra tilknyttede virksomheter* har direkte tilknytning til satsingen i online rubrikk i fremvoksende markeder, som er med på å forklare det dårlige året i 2016.

Omløpsfordel måler selskapets evne til å genere driftsinntekter per krone investert i netto driftseiendeler (Penman, 2013, s. 373). Det kan med andre ord sies å være et mål på netto driftseiendelers effektivitet.



Figur 26: Omløpet til netto driftseiendeler

Den tidsvekta omløpsfordelen for analyseperioden ligger på 0,6 prosent. Schibsted har dermed hatt en evne til å generere mer driftsinntekter per krone investert enn gjennomsnittsselskapet i bransjen, med andre ord kan Schibsted sies å ha brukt kapitalen på en mer effektiv måte enn gjennomsnittsselskapet i bransjen. Schibsted hadde en relativt god omløpsfordel i 2012 og 2013, men i de senere årene har den utviklet seg til å bli liten.

Omløpsfordelen må sees i sammenheng med Schibsteds tidlige etablering på internett som har bidratt til at Schibsted kunne opparbeide seg en unik erfaring og kompetanse, særlig innen online rubrikk. Denne unike erfaringen vil ha hjulpet Schibsted med å bruke den investerte kapitalen på en mer effektiv måte enn gjennomsnittsselskapet i bransjen. Utviklingen indikerer imidlertid at omløpsfordelen nesten har forvitret vekk i 2016, kanskje fordi konkurrenter har tilegnet seg tilsvarende erfaring og kompetanse.

8.2.4 Gearingfordel drift

Hvis et selskap har en strategisk fordel i drift, en bransjefordel eller ressursfordel, kan denne skaleres opp gjennom en relativ økning av gjeldsfinansiering eller minoritetsinteresse i forhold til egenkapital, det vil si *gearing* (Penman, 2013, s. 367):

$$\text{Gearingfordel} = (\text{ndr} - \text{ndk}) * (1 + \text{gearing})$$

$$\text{Gearing} = \text{nfgg} + \text{mig}$$

Det er verdt å merke seg at en gearingfordel gjennom økt gearing ikke skaper merverdier for eierne. Dette følger av *Modigliani-Millers andre proposisjon* at egenkapitalkravet vil øke i

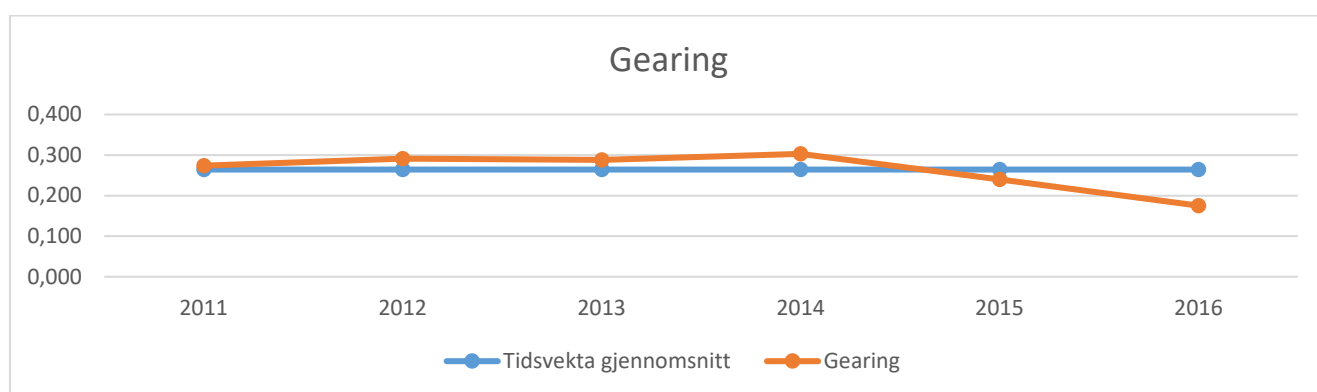
samsvar med økt gearing på grunn av finansiell risiko, slik at en gearingfordel i telleren svekkes av økt egenkapitalkrav i nevneren (Penman, 2013, s. 449).

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Netto finansiell gjeldsgrad (nfgg)	0,25	0,27	0,26	0,28	0,22	0,16	0,23
+ Minoritetsinteressegrad (mig)	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
= Gearing	0,27	0,29	0,29	0,30	0,24	0,18	0,25

Tabell 63: Gearing

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Strategisk fordel i drift	5,0 %	4,6 %	1,8 %	2,1 %	4,1 %	0,6 %	2,6 %
* Gearing	0,27	0,29	0,29	0,30	0,24	0,18	0,26
= Gearingfordel	1,4 %	1,3 %	0,5 %	0,6 %	1,0 %	0,1 %	0,7 %

Tabell 64: Gearingfordel



Figur 27: Gearing

Som tabellene ovenfor viser har Schibsted hatt *gearing* og en *strategisk fordel i drift* i hele analyseperioden, og har dermed også hatt en *gearingfordel* i perioden. Det tidsvekta gjennomsnittet til *gearingfordelen* ligger på 0,7 prosent. Vi ser en betydelig reduksjon i *gearing* i 2015 og 2016, ettersom Schibsted har økt egenkapital gjennom emisjon og vi har justert for investering i markedsføring i tilknyttede selskap, i tillegg har Schibsted hatt en netto reduksjon i finansiell gjeld. Schibsteds *gearing* har følgelig blitt redusert i disse årene.

8.3 Finansieringsfordel

Den andre hovedkomponenten i strategisk fordel er en finansieringsfordel. Det forventes at finansieringsfordelen er liten – og således ingen betydelig kilde til strategisk fordel. Likevel må det presiseres at finansieringsfordelen likevel kan splittes i flere hovedkomponenter, og kan illustreres med uttrykket (Knivsflå, 2017, F10, s. 50):

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

, hvor $nfgk = \text{netto finansielt gjeldskrav}$, $nfgr = \text{netto finansiell gjeldsrente}$, $nfgg = \text{netto finansiell gjeldsgrad}$, $mik = \text{minoritetskravet}$, $mir = \text{minoritetsrente}$, $mig = \text{minoritetsgrad}$.

Videre vil $(nfgk - nfgr) * nfgg$ være lik finansieringsfordel til netto finansiell gjeld (FFNFG), og $(mik - mir) * mig$ være lik finansieringsfordel til minoritetsinteresser. I det følgende vil hver komponent bli analysert separat, før vi i delkapittel 8.4.3 presenterer endelig finansieringsfordel over analyseperioden.

8.3.1 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Den første komponenten for å finne finansieringsfordelen er *finansieringsfordel til netto finansiell gjeld (FFNFG)*. Dette innebærer at finansieringsfordelen må splittes i underliggende komponenter: Finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Med disse komponentene kan vi regne ut FFNFG, hvor vi blant annet må se tilbake på to krav som ble regnet ut i kapittel 7 – finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav.

Knivsflå (2017, F10, s. 53) presenterer følgende uttrykk for finansieringsfordel netto finansiell gjeld:

$$FFNFG = (nfgk - nfgr) * nfgg \Rightarrow (fgk - fgr) * fgg + (fer - fek) * feg.$$

, hvor $fgk = \text{finansielt gjeldskrav}$, $fgr = \text{finansiell gjeldsrente}$, $fgg = \text{finansiell gjeldsgrad}$, $fer = \text{finansiell eiendelsrentabilitet}$, $fek = \text{finansielt eiendelskrav}$, $feg = \text{finansiell eiendelsgrad}$.

Det må også bemerkes at $(fgk - fgr) * fgg$ utgjør finansieringsfordel til finansiell gjeld og $(fer - fek) * feg$ er lik finansieringsfordel til finansielle eiendeler. Følgelig må disse fordelene regnes ut for å finne endelig fordel til netto finansiell gjeld.

8.3.1.1 Finansieringsfordel finansiell gjeld

Vi vil starte med å beregne finansieringsfordel til finansiell gjeld over analyseperioden. For eierne i Schibsted vil det være gunstig å ta opp finansiell gjeld når kravet er større enn rentabiliteten. Videre følger det av Knivsflå (2017, F10, s. 55) at

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

Det finansielle gjeldskravet ble funnet i kapittel 7, men for å gå videre er det nødvendig å finne både finansiell gjeldsrente og finansiell gjeldsgrad. Vi velger å benytte oss av følgende formler ved utregning, slik det er gjennomgått i Knivsflå (2017, F10, s.55)

$$fgr = \frac{NFK_t}{FG_{t-1} + (\Delta FG_t - NFK_t)/2} \qquad fgg = \frac{FG_{t-1} + (\Delta FG_t - NFK_t)/2}{EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_t)/2}$$

Fullstendig utregning, gjort ved hjelp av nevnte formler, følger av tabellen under:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Finansiell gjeldskrav	3,3 %	3,0 %	2,8 %	5,2 %	1,9 %	2,5 %	3,0 %
- Finansiell gjeldsrente	4,9 %	4,9 %	4,8 %	3,8 %	3,1 %	2,2 %	3,6 %
= Finansiell gjeldsrentefordel	-1,5 %	-1,9 %	-2,0 %	1,4 %	-1,1 %	0,2 %	-0,5 %
* Finansiell gjeldsgrad	0,406	0,421	0,393	0,387	0,338	0,274	0,392
= Finansieringsfordel finansiell gjeld	-0,6 %	-0,8 %	-0,8 %	0,5 %	-0,4 %	0,1 %	-0,2 %

Tabell 65: Finansieringsfordel finansiell gjeld

Som en ser, har Schibsted en finansieringsulempen på finansiell gjeld lik 0,2 prosent over analyseperioden. Schibsted betaler en rente som er høyere enn kravet. Dette er uheldig for eierne, men imidlertid bra for långiverne. Dette kan skyldes at Schibsted har forholdsmessig mye langsiktig finansiell gjeld med en relativ høy rente. Ulempen kan også skyldes at det finansielle gjeldskravet er for lavt, fordi syntetisk rating burde være lavere og kredittrisiko burde være høyere.

8.3.1.2 Finansieringsfordel finansielle eiendeler

Videre må en se på den andre komponenten som utgjør FFNFG – finansieringsfordel finansielle eiendeler (FFFE). For eierne i Schibsted, vil det være fordelaktig at de har finansielle eiendeler så lenge rentabiliteten er større enn kravet, slik at forvaltningen er lønnsom.

Dette følger av Knivsflå (2017, F10, s. 60) som også gir følgende uttrykk for FFFE:

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

, hvor fer = finansiell eiendelsrentabilitet, fek = finansielt eiendelskrav, feg = finansiell eiendelsgrad.

Vi fant fek i kapittel 7, men må likevel beregne fer og feg for å finne endelig finansieringsfordel finansielle eiendeler.

$$fer = \frac{NFI_t}{FE_{t-1} + (\Delta FE_t - NFI_t)/2} \quad feg = \frac{FE_{t-1} + (\Delta FE_t - NFI_t)/2}{EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_t)/2}$$

Med dette utgangspunkt, vil endelig finansieringsfordel finansielle eiendeler fremkomme av tabellen under:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Finansiell eiendelsrentabilitet	1,6 %	1,9 %	2,6 %	2,7 %	2,1 %	0,7 %	1,9 %
- Finansiell eiendelskrav	3,6 %	1,5 %	1,3 %	1,4 %	0,8 %	0,9 %	1,3 %
= Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel	-2,0 %	0,4 %	1,3 %	1,3 %	1,2 %	-0,3 %	0,6 %
* Finansiell eiendelsgrad	0,153	0,149	0,129	0,105	0,114	0,117	0,111
= Finansieringsfordel finansielle eiendeler	-0,3 %	0,1 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,1 %

Tabell 66: Finansieringsfordel finansielle eiendeler

Resultatet viser at Schibsted har en finansieringsfordel finansielle eiendeler på ca. 0,1 prosent over analyseperioden, hvilket skyldes at Schibsted genererer en høyere eiendelsrentabilitet enn det estimerte kravet.

8.3.1.3 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Fordel fra netto finansiell gjeld utgjør en fordel for eierne dersom kravet er større enn netto finansiell gjeldsrente, slik at netto finansieringen er rimelig. Innledningsvis illustrerte vi at finansieringsfordel netto finansiell gjeld kan uttrykkes med følgende formel:

$$FFNFG = (fgk - fgr) * fgg + (fer - fek) * feg \Rightarrow FFNG = FFFG + FFFE$$

Da vi har regnet ut både fordel til finansiell gjeld (FFFG) og fordel til finansielle eiendeler (FFFE), kan vi i finne FFNFG. Dette vil fremkomme av tabellen under:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Finansieringsfordel finansiell gjeld	-0,6 %	-0,8 %	-0,8 %	0,5 %	-0,4 %	0,1 %	-0,2 %
+ Finansieringsfordel finansielle eiendeler	-0,3 %	0,1 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,1 %
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	-0,9 %	-0,7 %	-0,6 %	0,7 %	-0,2 %	0,0 %	-0,1 %

Tabell 67: Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Alternativt kan en ta utgangspunkt i uttrykket:

$$FFNFG = (nfgk - nfggr) * nfgg$$

Vi fant netto finansielt gjeldskrav i kapittel 7, men må estimere netto finansiell gjeldsrente- og gjeldsgrad for å finne FFNFG ved hjelp av uttrykket over. Dette vil gjøres ved hjelp av følgende to formler:

$$nfggr = \frac{NFK_t - NFI_t}{NFG_{t-1} + (\Delta NFG_t - NFK_t + NFI_t) / 2} \quad nfgg = \frac{NFG_{t-1} + (\Delta NFG_t - NFK_t + NFI_t) / 2}{EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_t) / 2}$$

Endelig estimert finansieringsfordel netto finansiell gjeld vil videre fremkomme av tabellen under:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Netto finansiell gjeldskrav	3,2 %	3,8 %	3,6 %	6,6 %	2,5 %	3,6 %	3,9 %
- Netto finansiell gjeldsrente	6,8 %	6,6 %	5,9 %	4,2 %	3,6 %	3,4 %	4,5 %
= Netto finansiell gjeldsrentefordel	-3,7 %	-2,7 %	-2,3 %	2,4 %	-1,1 %	0,2 %	-0,5 %
* Netto finansiell gjeldsgrad	0,253	0,273	0,264	0,282	0,224	0,157	0,239
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	-0,9 %	-0,7 %	-0,6 %	0,7 %	-0,2 %	0,0 %	-0,1 %

Tabell 68: Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Disse metodene er ekvivalente, og gir oss nøyaktig samme estimat på finansieringsfordel netto finansiell gjeld. Det er imidlertid ser av sistnevnte metode, er at Schibsted betaler en nettorente som er høyere enn kravet, hvilket resulterer i en finansieringsulempe netto

finansiell gjeld på 0,1 prosent. Ulempen er svært liten, og dette er forventet fordi det eksisterer sterk konkurranse i finansmarkedet, noe som vil reversere strategiske fordeler og ulemper til strategisk likevekt.

8.3.2 Finansieringsfordel minoritet

Den siste komponenten som står sentral for å finne endelig finansieringsfordel er finansieringsfordel til minoritetsinteresse. Dette er en fordel som majoritetseierne i virksomheten har, dersom minoritetskravet er større enn minoritetsrentabiliteten. Tilsvarende er det en «byrde» dersom rentabiliteten er større enn kravet. (Knivsflå, 2017, F10, s. 69).

$$\text{Finansieringsfordel minoritetsinteresse} = (mik - mir) * mig.$$

Vi fant minoritetskravet (mik) i kapittel 7, og har videre tatt utgangspunkt i følgende formler i estimering av minoritetsrentabiliteten og minoritetsgraden:

$$mir = \frac{NMR_t}{MI_{t-1} + (\Delta MI_t - NMR_t)/2} \qquad mig = \frac{MI_{t-1} + (\Delta MI_t - NMR_t)/2}{EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_t)/2}$$

Dette gir følgende finansieringsfordel minoritetsinteresse:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Minoritetskrav	8,5 %	8,0 %	7,9 %	7,9 %	7,6 %	7,4 %	7,7 %
- Minoritetsrentabilitet	45,5 %	30,4 %	10,8 %	24,2 %	61,5 %	35,8 %	36,1 %
= Minoritetsrentabilitetsfordel	-37,0 %	-22,3 %	-2,9 %	-16,3 %	-53,9 %	-28,4 %	-28,4 %
* Minoritetsgrad	0,020	0,019	0,024	0,021	0,017	0,018	0,018
= Finansieringsfordel minoritetsinteresse	-0,8 %	-0,4 %	-0,1 %	-0,3 %	-0,9 %	-0,5 %	-0,5 %

Tabell 69: Finansieringsfordel minoritetsinteresse

En ser altså at rentabiliteten er høyere enn kravet, og endelig tidsvektet minoritetsrentabilitetsfordel er -28,4 prosent. En kan dermed fastslå at minoriteten er en «byrde» for majoriteten. For minoriteten representerer dette en usedvanlig høy strategisk fordel på 28,4 prosent. Dette indikerer at minoritetsinteressen er undervurdert i balansen og at den må verdsettes på nytt i kapittel 11.

Årsrapportene gir ingen tegn på den underliggende årsaken til superrentabiliteten, men en mulighet er at minoriteten gir majoriteten særegne rettigheter mot økonomisk avkastning, for eksempel knyttet til tilgang til utenlandske markeder. En annen årsak til at minoritetsulempen er så stor kan være fordi vi ikke har fordelt unormalt minoritetsresultat.

Totalt sett har Schibsted en finansieringsulempen knyttet til minoritetsinteressene på 0,5 prosent, og den utgjør dermed ikke et betydelig problem for majoriteten.

8.3.3 Finansieringsfordel – oppsummering

Når vi nå skal finne endelig finansieringsfordel over analyseperioden, er det hensiktsmessig å presisere at normalt sett er ikke finansiering en stor kilde til strategisk fordel. Det må imidlertid merkes at bruken av finansiering likevel kan ha stor driftseffekt gjennom gearingfordel i drift (Knivsflå, 2017, F10, s. 75).

Innledningsvis presenterte vi at $FF = FFFG + FFFE + FFMI$. Da vi har funnet hver enkel komponent, er vi dermed i stand til å finne den endelige finansieringsfordelen over analyseperioden:

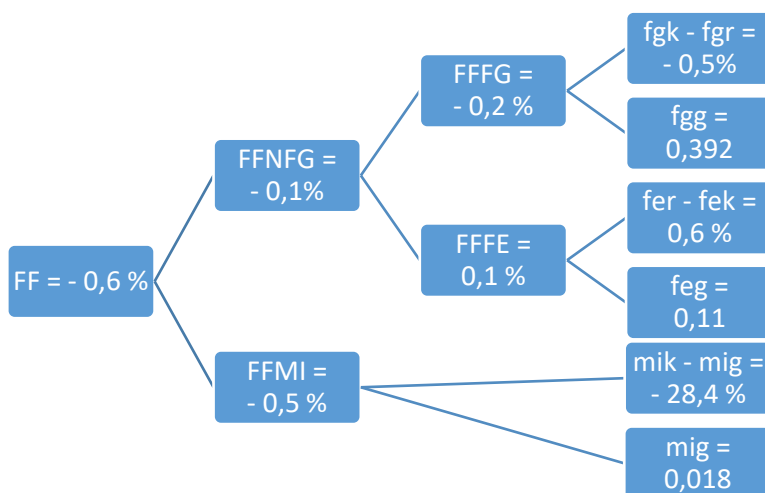
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
FF - Finansiell gjeld	-0,6 %	-0,8 %	-0,8 %	0,5 %	-0,4 %	0,1 %	-0,2 %
+ FF - Finansielle eiendeler	-0,3 %	0,1 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,1 %
= Finansieringsfordel NFG	-0,9 %	-0,7 %	-0,6 %	0,7 %	-0,2 %	0,0 %	-0,1 %
+ FF - Minoritet	-0,8 %	-0,4 %	-0,1 %	-0,3 %	-0,9 %	-0,5 %	-0,5 %
= Finansieringsfordel	-1,7 %	-1,2 %	-0,7 %	0,3 %	-1,1 %	-0,5 %	-0,6 %

Tabell 70: Samlet finansieringsfordel

Det en ser av tabellen er at over analyseperioden har Schibsted en tidsvektet finansieringsulempe på 0,6 prosent, og er altså ikke betydelig høyt. Estimater samsvarer med antakelsen om at finansiering vanligvis ikke er en stor kilde til strategisk fordel.

Den største kilden til ulempen er fra minoriteten med 0,5 prosent.

Avslutningsvis kan samtlige av finansieringsfordelens komponenter oppsummeres i følgende hiarkiske oppstilling:



Figur 28: Oppsummering av finansieringsfordel

8.4 Konklusjon

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Bransjefordel drift	3,0 %	1,2 %	-0,3 %	-1,3 %	-0,2 %	1,7 %	0,3 %
+ Ressursfordel drift	2,0 %	3,4 %	2,1 %	3,4 %	4,3 %	-1,1 %	2,3 %
= Strategisk fordel i drift	5,0 %	4,6 %	1,8 %	2,1 %	4,1 %	0,6 %	2,6 %
+ Gearingfordel	1,4 %	1,3 %	0,5 %	0,6 %	1,0 %	0,1 %	0,7 %
= Driftsfordel	6,3 %	6,0 %	2,3 %	2,8 %	5,1 %	0,7 %	3,3 %
+ Finansieringsfordel NFG	-0,9 %	-0,7 %	-0,6 %	0,7 %	-0,2 %	0,0 %	-0,1 %
+ Finansieringsfordel MIN	-0,8 %	-0,4 %	-0,1 %	-0,3 %	-0,9 %	-0,5 %	-0,5 %
= Strategisk fordel	4,6 %	4,8 %	1,7 %	3,1 %	3,9 %	0,2 %	2,6 %

Tabell 71: Oppsummering av strategisk fordel

Schibsted hadde i analyseperioden en tidsvektet strategisk fordel på 2,6 prosent. Tidsvektet strategisk fordel i drift utgjør imidlertid 2,6 prosent. Dette er konsistent med den strategiske analysen i kapittel 4.5, hvor vi konkluderte med at Schibsted hadde en moderat strategisk fordel i drift med en svak bransjefordel. Bransjefordelen ble forklart i kapittel 4.5 med geografiske fordeler. Bransjen har tradisjonelt hatt geografiske monopoler, men i dag har internett i stor grad ødelagt disse monopolene, slik at bransjefordelen kun er svak.

Vår moderate ressursfordel ble begrunnet med at Schibsted har unik erfaring og kompetanse innen online rubrikk gjennom deres tidlige etablering, og at de i dag har etablert sterke merkenavn med gode markedsposisjoner i flere land med imponerende inntjening og marginer.

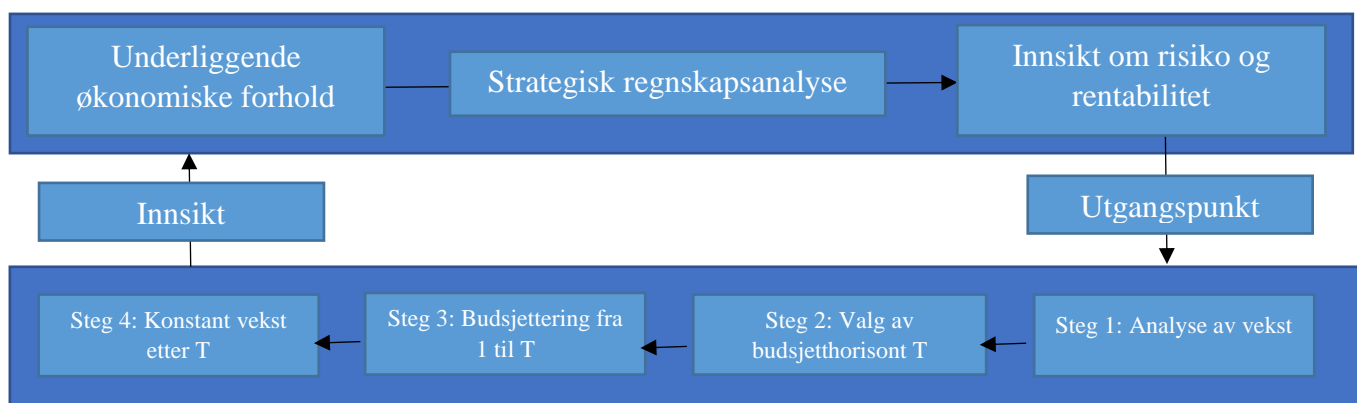
Ressursfordelen består hovedsakelig av en marginfordel, noe som samsvarer med at online rubrikkvirksomhet gir relativt gode marginer. Schibsted hadde også en liten omløpsfordel, og dette kan indikere at online rubrikk er mindre kapitalbindende enn avisvirksomhet.

Schibsted har hatt en tidsvektet finansieringsulempe på 0,6 prosent i analyseperioden, fordelt med 0,1 prosent på netto finansiell gjeld og 0,5 prosent på minoritetsinteresse. Denne ulempen, særlig fra minoritet, bidro med å redusere den strategiske eierfordelen. Gearing ga motsetningsvis utslag i en økt strategisk fordel i drift, med en tidsvekta gearingfordel på 0,7 prosent, som gjorde mer enn opp for finansieringsulempen.

9 Framtidsregnskap

Formålet med dette kapitlet er å utarbeide et framtidsregnskap som, sammen med framtidskravene, vil brukes til å verdsette Schibsteds egenkapital i kapittel 11. Den strategiske analysen som ble gjennomført i kapittel 4 og regnskapsanalysene fra kapittel 6 og 8, må anses som nødvendig forarbeid for å kunne utarbeide et hensiktsmessig framtidsregnskap som bygger på strategisk fordel.

9.1 Rammeverket for framtidsregnskap



Figur 29: Rammeverk for framtidsregnskap

Rammeverket for framtidsregnskap, slik det er illustrert ovenfor, er hentet fra Knivsflå (2017, F13, s. 4). Utarbeidelsen består av fire steg, der den første er analyse av historisk vekst.

Analysen av vekst skal gi innsikt som gjør det enklere å budsjettere framtidig driftsinntektsvekst (div). Driftsinntektsvekst er en viktig budsjettdriver som er avgjørende for virksomhetens størrelse i framtiden.

I det etterfølgende steg fastsettes budsjettthorisonen, T . Budsjettthorisonen er det året hvor vi går fra aktiv budsjettering av hver enkelt budsjettdriver til å sette dem alle lik konstant vekst i evig tid framover, eller med andre ord i «steady state».

Det tredje steget i rammeverket består av å budsjettere de valgte budsjettdriverne i budsjettperioden, fra år 1 til T . Budsjettet skal være «fokusert», det vil si at det er kun de mest kritiske postene for verdiskapningen som skal framskrives; det nærliggende er å fokusere på hovedkilden til verdiskapning, nemlig strategisk fordel i drift (Penman, 2013, s. 506).

Budsjettering vil dermed i stor grad baseres på budsjettdriverne: Netto driftsrentabilitet, netto

driftsmargin og omløpshastighet til netto driftseiendeler. På denne måten kan framskrivningen styres av innsikt fra den strategiske regnskapsanalysen.

På lang sikt vil «mean reversion» virke inn; det vil si at budsjettdriverne er tilbøyelige til å vende tilbake til bransjegjennomsnittet over tid (Penman, 2013, s. 507). Denne tilnærmingen vil foregå fram til budsjetthorisonten T, hvor budsjettdriverne vil være i «steady state» i all framtid etterpå (Knivsflå, 2017, F13, s. 13).

9.2 Analyse av historisk vekst

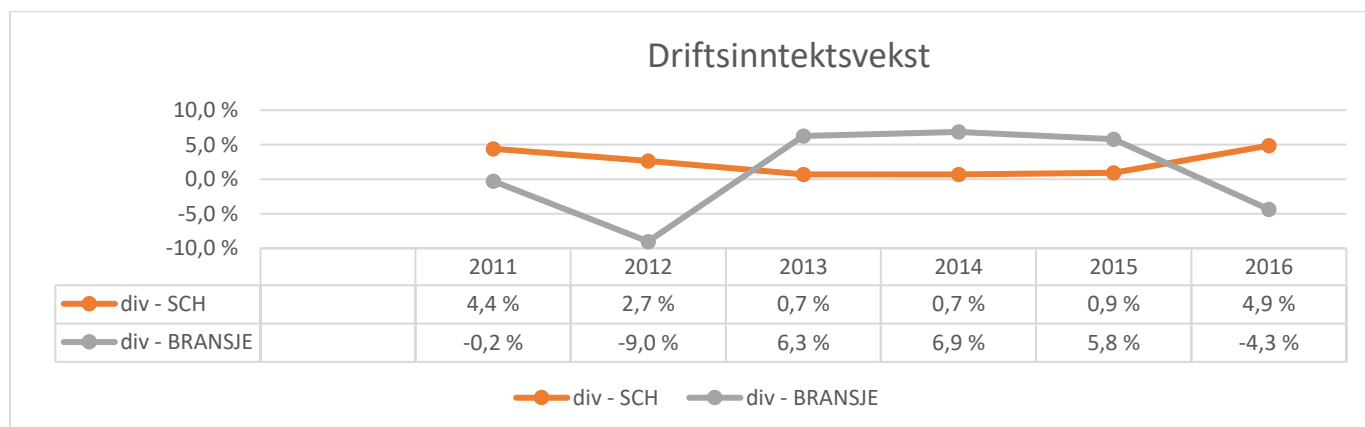
Det første steget i rammeverket er å analysere vekst over analyseperioden. Vi har valgt å analysere to typer vekst i denne oppgaven: Driftsinntektsvekst og kapitalvekst.

Driftsinntektsvekst er den viktigste kilden til resultatvekst, men denne kan være ustabil, og dermed vil vi også analysere veksten i egenkapital ettersom denne type vekst er mer stabil (Knivsflå, 2017, S13, s. 43).

Driftsinntektsvekst (div) er en sentral budsjettdriver fordi den bestemmer framskrivningen av driftsinntekter, og driftsinntekter er videre et viktig grunnlag for framskrivning av netto driftseiendeler og netto driftsresultat. Formelen for driftsinntektsvekst er:

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

Den historiske utviklingen av driftsinntektsvekst til Schibsted og gjennomsnittsselskapet i bransjen kan sees nedenfor.

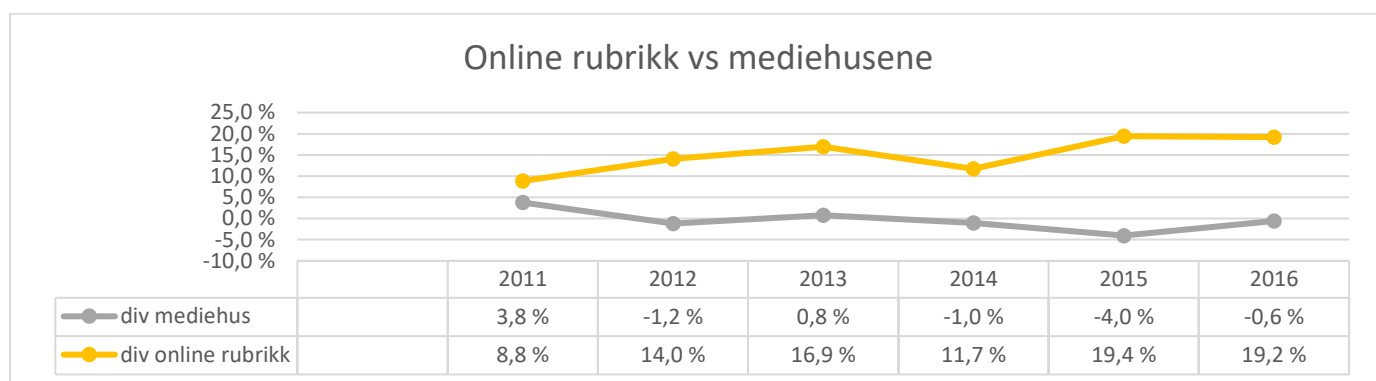


Figur 30: Driftsinntektsvekst

Det tidsvekta gjennomsnittet til Schibsted ligger på 2,2 prosent, mens bransjegjennomsnittet er 1,8 prosent. Schibsted har dermed en større vekst i driftsinntekter i analyseperioden enn gjennomsnittsselskapet i bransjen. Utviklingen til Schibsted har i tillegg vært mer stabil enn gjennomsnittsselskapet i bransjen som har opplevd en uforutsigbar og ustabil utvikling med store fall i noen år og betydelige økninger i andre år.

Schibsteds relativt stabile utvikling av driftsinntektsvekst kan forklares med deres sterke merkenavn i aviser og online rubrikk i Norge og Sverige, særlig på internett. Dessuten motsvares inntektsfallet i avisvirksomhet av sterk inntektsvekst i online rubrikk.

Bransjens svingende utvikling må sees i sammenheng med internettrevolusjonen som har ført til turbulente tider for dem. Bransjen er i en periode med mange risikofaktorer fordi de må tilpasse seg endrede omgivelser, jakte etter nye forretningsmodeller på internett og eventuelt diversifisere virksomheten til nye forretningsområder, f.eks. online rubrikk.



Figur 31: Driftsinntektsvekst til online rubrikk og mediehus

Grafen ovenfor viser utviklingen til Schibsteds driftsinntektsvekst i henholdsvis online rubrikk og mediehusene (avis, nettavis, mv.). Resultatet er i samsvar med den strategiske analysen. Online rubrikk har betydelig driftsinntektsvekst med et tidsvektet gjennomsnitt på 16,4 prosent, mens avisvirksomheten har en stagnert eller svakt fallende utvikling med et gjennomsnitt på -1,2 prosent. Vekst i online rubrikk bidrar faktisk til en positiv nettoeffekt på samlet driftsinntektsvekst.

Egenkapitalvekst måler prosentvis endring i egenkapital fra en periode til en annen, og har to kilder: Nettoresultat til egenkapital og netto betalt utbytte. Det må bemerkes at vi ser her på normalisert resultat, da dette er det beste målet for framtidig lønnsomhet (Penman, 2013, s. 417) Sammenhengene i egenkapitalvekst er som følgende:

$$ekv_t = \frac{EK_t - EK_{t-1}}{EK_{t-1}} = \frac{NRE_t - NBU_t}{EK_{t-1}} = (1 - eku) * ekr$$

$$eku_t = \frac{NBU_t}{NRE_t}$$

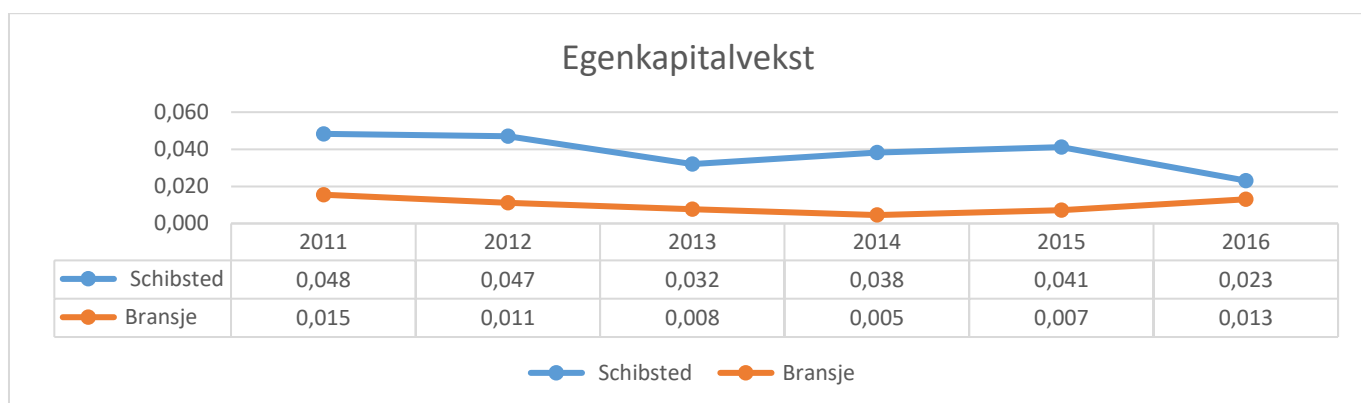
, hvor eku = utdelingsforholdet til egenkapital, $(1 - eku)$ = tilbakeholdsgrad og ekr = egenkapitalrentabilitet

Altså, egenkapitalvekst er styrt av internt generert rentabilitet (ekr), og redusert gjennom utdeling ($eku > 0$) eller økt gjennom kapitalinnskudd ($eku < 0$) (Knivsflå, 2017, F13, s. 51).

Ved utregning av egenkapitalvekst brukes medianen til utdelingsforholdet i analyseperioden for å unngå for ekstreme tall.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt	Bransjen
Egenkapitalrentabilitet (ekr)	10,5 %	10,2 %	7,0 %	8,3 %	9,0 %	5,0 %	7,8 %	5,1 %
* Median tilbakeholdsgrad ($1 - eku$)	0,46	0,46	0,46	0,46	0,46	0,46	0,46	0,18
= Egenkapitalvekst (ekv)	4,8 %	4,7 %	3,2 %	3,8 %	4,1 %	2,3 %	3,6 %	0,9 %

Tabell 72: Egenkapitalvekst



Figur 32: Egenkapitalvekst

Det tidsvekta gjennomsnittet til Schibsted er på 3,6 prosent. Det er høyere enn bransjens gjennomsnitt på 0,9 prosent. Schibsteds relativt høye egenkapitalvekst er følge av en relativ høy egenkapitalrentabilitet og en relativ lav utdelingsgrad.

I framtiden er det forventet at avisbransjen vil håndtere overgangen til internett, utvikle bærekraftige forretningsmodeller og diversifisere i andre forretningsområdet, slik at bransjen stabiliserer seg og at veksten tilnærmer seg generell vekst i verdensøkonomien.

Schibsteds online rubrikkportefølje forventes imidlertid å være en kilde til driftsinntektsvekst som overstiger bransjen på mellomlang sikt. Denne veksten begrunnes særlig i Schibsteds tilstedeværelse i fremvoksende markeder hvor konkurransen i utgangspunktet er relativ primitiv og videre begrenset gjennom samarbeid. Disse markedene består av store

populasjoner der overgangen til mobil og internett bare er i begynnelsen, noe som gir vekstpotensial.

9.2.1 Vekst i verdensøkonomien

For å bedømme vekst på lang sikt, er det nødvendig å vite langsiktig vekst i verdensøkonomien. Dette er viktig fordi selskapets vekst kan ikke overstige veksten i verdensøkonomien på lang sikt (Knivsflå, 2017, F13, s. 62). Dersom dette hadde vært tilfellet, ville selskapet kunne ha vokst seg større enn, og tatt over, hele verdensøkonomien. Som nevnt ovenfor, er det dermed naturlig at veksten i selskapet vil regredere enten til vekstnivået i verdensøkonomien eller til et lavere nivå, gjennom en «mean reversion»-prosess.



Figur 33: Realvekst i verdensøkonomien

Ovenfor er en graf som viser realvekst i verdensøkonomien fra 1980 til 2016, i tillegg til en prognose fra 2017 til 2022, hentet fra IMF (2017). Vi tar utgangspunkt i gjennomsnittet mellom 1980 og 2022 som er på ca. 3,5 prosent. For å finne nominell vekst, må det også tas hensyn til framtidig inflasjon. Inflasjonsmålet til Norges Bank (2017) ligger på 2,5 prosent og vi forventer at inflasjonen vil ligge rundt dette nivået i fremtiden. Vi forventer derfor en langsiktig nominell vekst på 6 prosent i verdensøkonomien.

9.3 Budsjettthorisont

Koller et al. (2010, s. 221) sier at budsjettperioden må være lang nok til at selskapet har nådd «steady state» på slutten av den. Budsjettthorisonten er det året hvor man går fra budsjettering av framtidsregnskapet til å sette framtidsregnskapet i en «steady state»-tilstand med konstant vekst. Knivsflå (2017, F13, s. 8) viser til to forhold som er betydningsfulle ved valg av budsjettthorisont. Det første forholdet gjelder virksomhetens og bransjens vekstpotensial. Dersom en virksomhet drifter i en moden og stabil bransje, kan det være rimelig å sette $T = 0$,

siden virksomhetens vekst i dag ikke forventes å endre seg på lang sikt. I det motsatte tilfellet når virksomheten operer i en vekstbransje, eller hvis virksomheten har interne ressurser som antyder signifikant framtidig vekst, er det fornuftig å sette T lik et større tall slik at det eksisterer et handlingsrom som kan fange opp dette vekstpotensialet (Knivsflå, 2017, F13, s. 9-10).

Det andre forholdet som påvirker valget av budsjettthorisont, er kvaliteten på regnskapsføringen. Et verdibasert regnskap trenger en mindre budsjettthorisont enn et kostbasert regnskap, fordi i et verdibasert regnskap er verdiene i balansen i prinsippet allerede lik virkelig verdi (Knivsflå, 2017, F13, s. 11). Det konseptuelle rammeverket til IFRS sier at dette er et verdibasert regnskap, og dette tyder på at T kan kortes ned, men i realiteten er IFRS en blanding av et verdibasert og kostbasert regnskap.

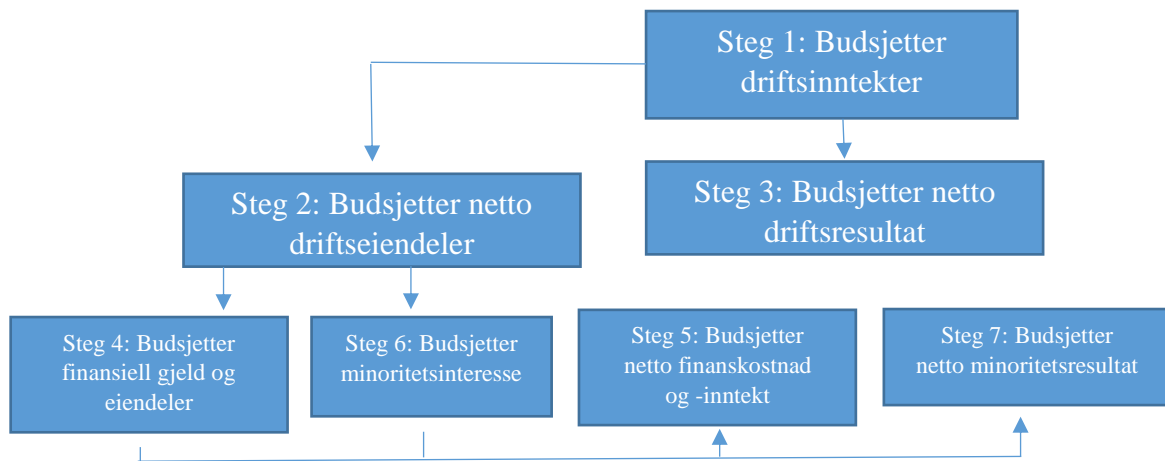
Avisbransjen kan på mange måter karakteriseres som en gammel, etablert og moden bransje. Dette støttes av bransjens gjennomsnitt på driftsinntektsvekst og egenkapitalvekst i analyseperioden som var på henholdsvis 1,8 prosent og 0,9 prosent. Dette er et argument for en relativ lav budsjettthorisont. Men på en annen side er bransjen i en turbulent fase på grunn av den digitale revolusjonen, og dermed er det usikkert om veksten kan sies å ha stabilisert seg. Dette kan for eksempel illustreres med grafen for driftsinntektsvekst ovenfor, fordi selv om gjennomsnittlig driftsinntektsvekst for bransjen er relativ lav, er den årlige utviklingen klart svingende. Samtidig har vi i den strategiske analysen konkludert med at Schibsted har godt vekstpotensial i mellomlang sikt på grunn av deres online rubrikkportefølje i internasjonale markeder. Dette er argumenter for å velge en større budsjettthorisont slik at vi kan fange opp forventet framtidig vekst som avviker fra «konstant vekst».

Basert på premisene ovenfor, velger vi en budsjettthorisont på 10 år. Vi bedømmer at dette er tilstrekkelig til å budsjettere hendelsene framover. Tidsrommet for budsjettering blir dermed 2017-2026, hvor 2026 representerer år T. År T+1 og T+2 representeres av 2027 og 2028.

9.4 Budsjettering

Budsjettmodellen som vi har valgt består av syv steg. Knivsflå (2017, F13, s. 55) har illustrert modellen slik som i figuren nedenfor. Det må bemerkes at vi her bruker balanseposter fra den inngående balansen i budsjettdriverne, i motsetning til et gjennomsnitt slik vi brukte i den historiske rentabilitetsanalysen. Poster i framtidsregnskapet estimeres med basis i

budsjett drivere, og budsjett drivere estimeres for bestemte år som kalles budsjett punkter. Mellom budsjett punktene forutsetter vi at det forekommer en lineær utvikling. Budsjett punktene vil normalt være 2017 som budsjett punkt 1, 2021 som budsjett punkt M (mellomlang sikt) og 2026 som budsjett punkt T (lang likt).



Figur 34: Rammeverk til budsjettering (Knivsflå, 2017, F13, s. 55)

9.4.1 Driftsinntekter

Den første posten som skal budsjetteres er driftsinntekter (Penman, 2013, s. 520). For å budsjettere denne posten vil vi framskrive budsjett driveren driftsinntektsvekst (div). Formelen for framskrivning er som følgende:

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

Vi gjennomgår estimeringen av de bestemte budsjett punktene: I det første året, 2017, framskrives div på en indirekte måte gjennom framskrivning av omløpet til nettodriftskapital (Knivsflå, 2017, F13, s. 67), slik:

$$div_1 = (DI_t - DI_0) / DI_0 = (onde_1 * NDE_0 - DI_0) / DI_0$$

I dette tilfellet forutsetter vi at $onde_1$ er det samme som i 2016, altså 0,918, fordi $onde$ er et relativt stabilt forholdstall. div_1 blir dermed 1,7 prosent.

I 2018 og framover, forventer vi at div vil stige i en rekke år. Forventningen er at div fra avisvirksomheten vil bevege seg fra en vekst på null til en vekst lik konstant vekst på 5 prosent på lang sikt, når bransjen har taklet overgangen til internett bedre. Den største driveren til div er imidlertid fra online rubrikk, som har vokst med ca. 19 prosent i både 2015 og 2016. Forventningen er her at Schibsted har satset stort på online rubrikk og at veksten dermed vil være høy i framtiden. På lang sikt forventes det at også veksten til online rubrikk vil gå mot konstant vekst på 5 prosent som følge av internasjonal konkurranse.

Den samla virkningen blir dermed en vekst på 4 prosent i 2018 som når et høydepunkt på 7 prosent i 2021, deretter vil veksten roe seg ned til et normalt nivå på 5 prosent på lang sikt på grunn av «mean reversion».

Vekst på budsjettthorisonen i 2026 og i «steady state» er forventet å være lik 5 prosent.

Langsiktig vekst i verdensøkonomien er som sagt 6 prosent, men konstant vekst ble satt til $\frac{5}{6}$ av dette. Begrunnelsen for denne reduksjonen er basert på analysen av vekst, der det tidsvekta gjennomsnittet til *div* og *ekv* er henholdsvis 2,2 prosent og 3,6 prosent, i tillegg til lave renteprognoser. En annen årsak er at internasjonal konkurranse er forventet å redusere vekstpotensialet i online rubrikk, spesielt når globale internettsselskap går inn i markedet for å utnytte de høye marginene. Det må bemerkes at 5 prosent er fortsatt relativt høy med utgangspunkt i historisk vekst.

Budsjettpunkt	Årstall	div
Budsjettpunkt 1	2017	1,71 %
Budsjettpunkt 2	2018	4,00 %
Budsjettpunkt M	2021	7,00 %
Budsjettpunkt T	2026	5,00 %

Tabell 73: Budsjettpunkter til driftsinntektsvekst



Figur 35: Driftsinntektsvekst

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
DI(t-1)	15854	16125	16770	17608	18665	19971	21289	22609	23920	25212	26473	27796
* (1 + div(t))	1,017	1,040	1,050	1,060	1,070	1,066	1,062	1,058	1,054	1,050	1,050	1,050
= DI(t)	16125	16770	17608	18665	19971	21289	22609	23920	25212	26473	27796	29186

Tabell 74: Framskrevet driftsinntekt

Schibsted vil altså ha en stor vekst på 7 prosent i 2021 før «mean reversion»-prosessen finner sted. Dette er en konsekvens av satsingen i online rubrikk i internasjonale markeder, og spesielt i fremvoksende markeder med store befolkninger og mindre konkurranse.

Driftsinntekter er framskrevet som vist i tabellen ovenfor.

	2016	2017	2018
Konsesus pr. 14.04.2017	15850	16480	17570
Vårt estimat	15854	16125	16770
Avvik	0,0 %	2,2 %	4,8 %

Tabell 75: Sammenligning med konsensusestimater

Ovenfor har vi sammenlignet vårt estimat med et konsensusestimater hentet fra Dagens Næringsliv (2017). Konsensusestimateret er 2,2 prosent høyere enn vårt estimat i 2017. Dette tyder på at vi har vært mer konservative i vår estimering enn konsensus, og det samme er gjeldende i 2018 hvor konsensusestimateret ligger 4,8 prosent høyere enn vårt estimat. Dette kan skyldes at konsensus forventer enda større og raskere vekst innen online rubrikk eller at de har mer optimistiske forventninger for avisbransjen.

9.4.2 Netto driftseiendeler

Den neste posten som vi skal framskrive er netto driftseiendelen og dette gjøres med utgangspunkt i budsjettdriveren omløpet til netto driftseiendeler (*onde*) (Penman, 2013, s. 522). Vi bruker denne formelen for framskrivning:

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

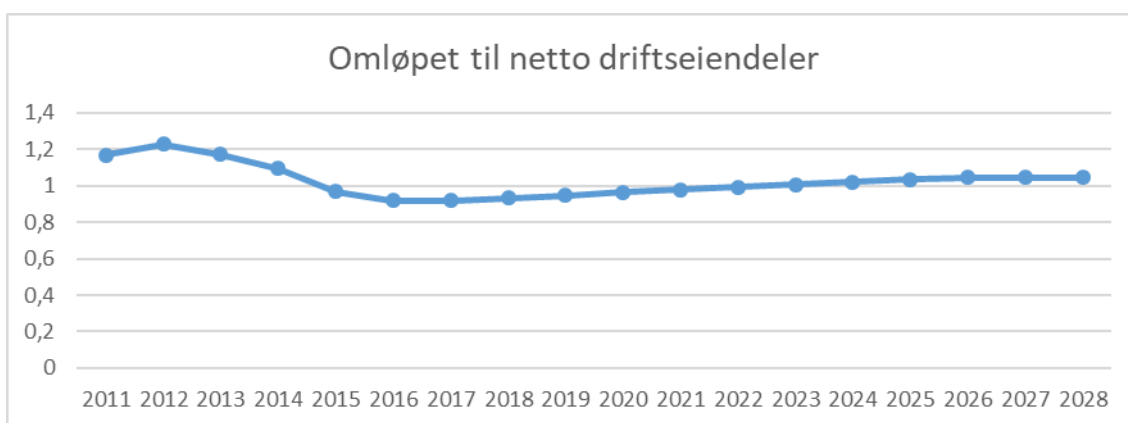
Det må bemerkes at *onde* bruker inngående kapital, slik at når man deler denne periodens driftsinntekter med denne periodens *onde*, så finner man forrige periodes utgående netto driftseiendeler (eller denne periodens inngående netto driftseiendeler).

Onde er satt til 0,918 i 2017, altså det samme som i 2016, fordi det var dette vi brukte til å estimere *div* i 2017 og det er ikke urimelig siden *onde* er et relativt stabilt forholdstall. I utgangspunktet forventer vi at *onde* på lang sikt vil konvergere til et tidsvektet bransjegjennomsnittet på ca. 0,949. Om Schibsted er forventet å ha en langsiktig omløpsfordel, er det mulig å sette *onde* litt høyere enn bransjegjennomsnittet. I regnskapsanalysen fant vi ut at Schibsted hadde en liten omløpsfordel på ca. 0,6 prosent i analyseperioden.

Vi forventer at operasjoner på internett er mindre kapitalintensiv enn fysiske operasjoner som produksjon og distribusjon av papiraviser, og at Schibsted dermed vil oppnå en høyere *onde* når de forflytter mer og mer av virksomheten på internett. Vi velger derfor å sette langsiktig *onde* lik Schibsteds gjennomsnitt i analyseperioden på 1,047, noe som tar bedre hensyn til effektivitetsfordelene på internett enn hva bransjegjennomsnittet gjør. Resultat blir som følgende:

Budsjettpunkt onde	Årstall	onde
Budsjettpunkt 1	2017	0,918
Budsjettpunkt 2	2018	0,932
Budsjettpunkt M	2021	0,980
Budsjettpunkt T	2026	1,047

Tabell 76: Budsjettpunkter til omløpet til netto driftseiendeler



Figur 36: Omløpet til netto driftseiendeler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
DI(t+1)	16770	17608	18665	19971	21289	22609	23920	25212	26473	27796	29186	30646
/ onde(t+1)	0,932	0,948	0,964	0,980	0,993	1,007	1,020	1,034	1,047	1,047	1,047	1,047
= NDE(t)	17993	18574	19362	20379	21430	22455	23444	24389	25279	26543	27871	29264

Tabell 77: Framskrevet netto driftseiendeler

Netto driftseiendeler øker jevnt over budsjettperioden. Økningen viser seg også å være stor, ettersom posten nesten har doblet seg i 2028. Ut fra formelen ovenfor, kan vi se at hovedårsaken til den økende tendensen er de stigende driftsinntektene som er budsjettert ovenfor, mens *onde* holder seg relativt konstant.

9.4.3 Netto driftsresultat

Den neste posten er netto driftsresultat som er framskrevet med hjelp av netto driftsmargin (*ndm*):

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

ndm er budsjettert med utgangspunkt i den strategiske regnskapsanalysen (Knivsflå, 2017, F14, s.17). Utgangspunktet er at *ndm* konvergerer mot gjennomsnittet i bransjen på budsjettthorisonten, det vil si 5,6 prosent i dette tilfellet. Schibsteds *ndm* er på 5,8 prosent i 2016, så tallene er allerede nesten like. Spørsmålet er imidlertid om det kan forventes at

Schibsted har en marginfordel i budsjettperioden og på budsjetthorisonten, slik at *ndm* ikke konvergerer mot bransjegjennomsnittet.

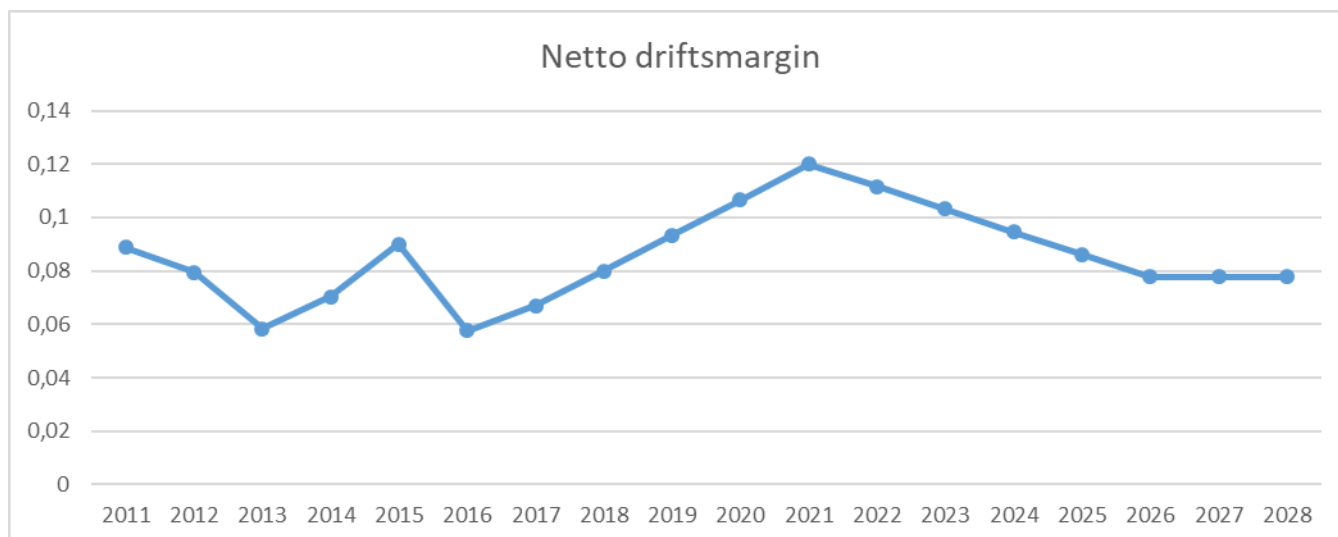
I regnskapsanalysen fant vi ut at Schibsted hadde en marginfordel i analyseperioden på 1,7 prosent, og i den strategiske analysen fant vi ut at Schibsted har satset stort på online rubrikk som har høye marginer på rundt 30-60 prosent. Avisbransjen har i motsetning relativt lave marginer, typisk rundt 10-15 prosent. Når Schibsted framover høster inn fordelene fra sine internasjonale posisjoner innen online rubrikk, vil en større andel av driftsinntektene komme fra online rubrikk, og mindre fra avis. Vi mener dermed at Schibsteds marginfordel vil øke markert framover. På mellomlang sikt, det vil si i 2021, har vi derfor satt samlet *ndm* til 12 prosent.

På lang sikt forventer vi at en høy margin vil lokke nyetableringer og rivalisering inn i markedet som vil bryte ned den høye marginen til online rubrikk. Vi mener at denne trusselen er størst fra store globale internetselskap som Facebook med populære, globale plattformer som kan brukes til å konkurrere med Schibsted.

Vi setter likevel ikke *ndm* lik bransjegjennomsnittet, fordi vi ønsker å ta hensyn til en liten *vedvarende strategisk fordel i drift på 2 prosent* på budsjetthorisonten. For det første mener vi at selskapets sterke posisjon innen online rubrikk, deres unike erfaring, og sterke merkenavn som FINN og VG, representerer en unik og verdifull ressurs for Schibsted som vil motvirke fullstendig reversering. Samtidig vil bransjen sannsynligvis ha en liten vedvarende bransjefordel, som er et resultat av optimalisering av forretningsmodeller på internett. *ndm* på budsjetthorisonten er dermed beregnet på en indirekte måte, slik at varig strategisk fordel i drift blir 2 prosent, ved hjelp av *netto driftskrav* og *onde. ndm* blir derfor ca. 7,8 prosent.

Budsjettpunkt ndm	Årstall	ndm
År 0	2016	5,8 %
Budsjettpunkt 1	2017	6,7 %
Budsjettpunkt 2	2018	8,0 %
Budsjettpunkt M	2021	12,0 %
Budsjettpunkt T	2026	7,8 %

Tabell 78: Budsjettpunkter til netto driftsmargin



Figur 37: Netto driftsmargin

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
DI(t)	16125	16770	17608	18665	19971	21289	22609	23920	25212	26473	27796	29186
* ndm(t)	0,067	0,080	0,093	0,107	0,120	0,112	0,103	0,095	0,086	0,078	0,078	0,078
= NDR(t)	1080	1342	1643	1991	2397	2375	2331	2265	2174	2059	2162	2270

Tabell 79: Framskrevet netto driftsresultat

9.4.4 Finansiell gjeld og finansielle eiendeler

Deretter følger netto finansiell gjeld. Vi vil her benytte separat budsjettering, der vi framskriver finansiell gjeld og finansielle eiendeler hver for seg. Budsjettdriveren til finansiell gjeld er finansiell gjeldsdel (fgd). Formelen for framskrivning er:

$$FG_t = fgd_t * NDE_t$$

Vi benytter en enkel budsjettering hvor fgd konvergerer til en optimal fgd fra 2017 til 2026. Optimal fgd kan være lik bransjegjennomsnittet eller det tidsvekta gjennomsnittet til virksomheten (Knivsfå, 2017, F14, s. 28). Bransjegjennomsnittet er 0,374 og det tidsvekta snittet til Schibsted er 0,265. Siden det er et vesentlig avvik mellom disse tallene, velger vi et mellomtall på 0,30 som optimal fgd . Konvergeringen er illustrert under:



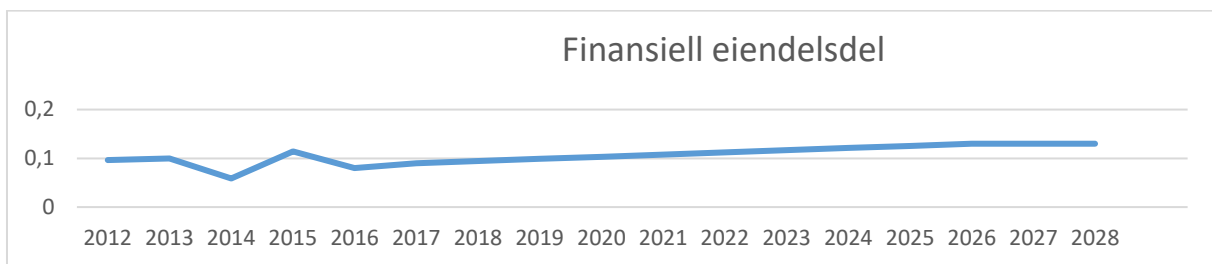
Figur 38: Finansiell gjeldsdel

For å framskrive finansielle eiendeler bruker vi budsjettdriveren finansiell eiendelsdel (fed).

Formelen er:

$$FE_t = fed_t * NDE_t$$

fed konvergerer mot optimal fed på budsjetthorisonten. Optimal fed kan være lik bransjegjennomsnittet eller det tidsvekta gjennomsnittet til virksomheten. Bransjesnittet er 0,175 og det tidsvekta snittet til Schibsted er 0,091. Vi velger et mellomtall mellom disse to gjennomsnittene på 0,13 som optimal fgd. Konvergeringen er illustrert under:



Figur 39: Finansiell eiendelsdel

Netto finansiell gjeld kan til slutt oppsummeres som nettobeløpet mellom finansiell gjeld og finansielle eiendeler:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
NDE(t)	17993	18574	19362	20379	21430	22455	23444	24389	25279	26543	27871	29264
* fgd(t)	0,260	0,264	0,269	0,273	0,278	0,282	0,287	0,291	0,296	0,300	0,300	0,300
= FG(t)	4678	4912	5206	5570	5953	6337	6721	7100	7471	7963	8361	8779
NDE(t)	17993	18574	19362	20379	21430	22455	23444	24389	25279	26543	27871	29264
* fed(t)	0,090	0,094	0,099	0,103	0,108	0,112	0,117	0,121	0,126	0,130	0,130	0,130
= FE(t)	1619	1754	1915	2106	2310	2520	2735	2954	3174	3451	3623	3804
-> NFG(t)	3059	3158	3291	3464	3643	3817	3985	4146	4298	4512	4738	4975

Tabell 80: Framskrevet netto finansiell gjeld

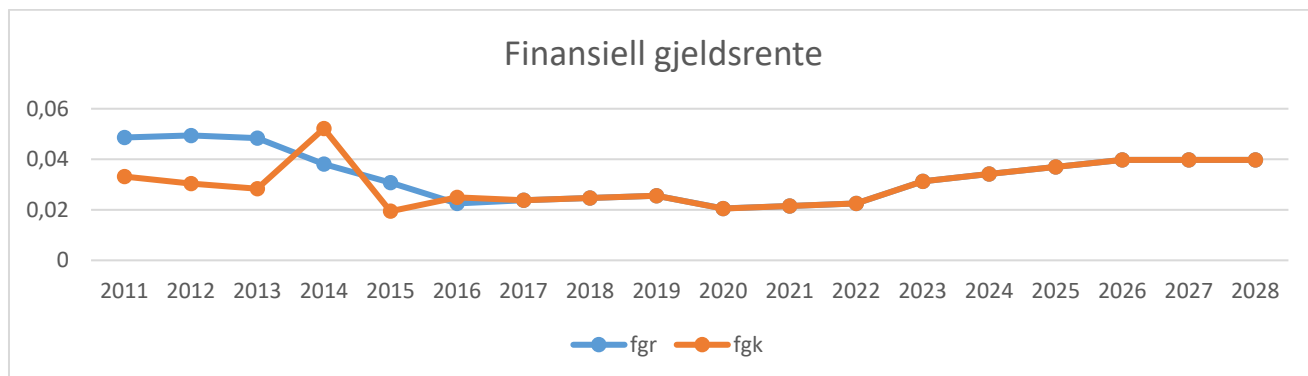
9.4.5 Netto finanskostnad og netto finansinntekt

Ved framskrivning av netto finanskostnad og netto finansinntekt, bruker vi henholdsvis budsjettdriverne finansiell gjeldsrente (fgr) og finansiell eiendelsrentabilitet (fer). Formelen for netto finanskostnad er:

$$NFK_t = fgr_t * FG_{t-1}$$

I kapittel 8.4.1.1 fant vi ut at finansiell gjeldsrenteulempe, eller strategisk fordel til långivere, var lik 0,5 prosent over analyseperioden – altså ikke så langt fra null. Vi tar derfor en forenkende forutsetning der finansiell gjeldsrente (fgr) er lik finansielt gjeldskrav (fgk) som er estimert i neste kapittel. Dette er en rimelig forutsetning når kapitalmarkedet er effektivt og

netto finansiell gjeld er balanseført til virkelig verdi (Knivsflå, 2017, F14, s. 40). Slik vi ser det, er forutsetningen passende i dette tilfellet. Framskrivningen av fgr er derfor slik:

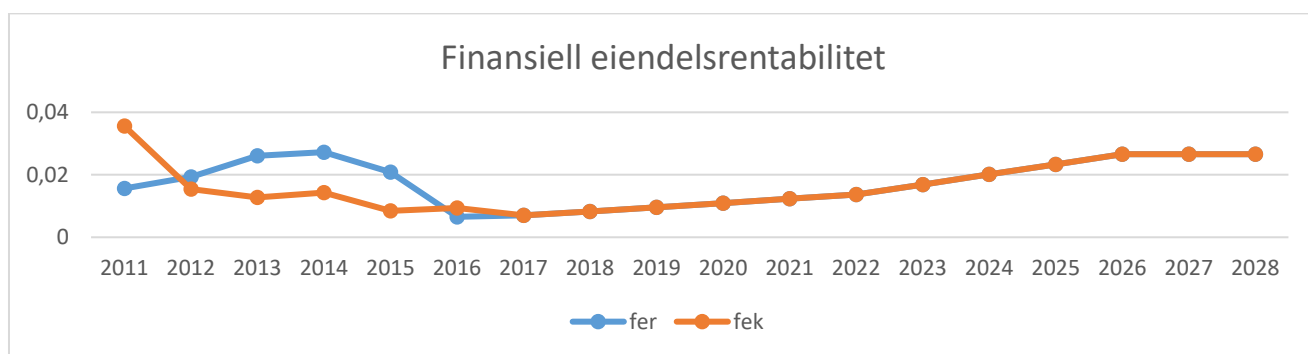


Figur 40: Finansiell gjeldsrente

Formelen for netto finansinntekt er slik:

$$NFI_t = fer_t * FE_{t-1}$$

I kapittel 8.4.1.2 ble det funnet at finansiell eiendelsfordelen var lik 0,6 prosent over analyseperioden. Vi forutsetter derfor her også at finansiell eiendelsrentabilitet (fer) er lik finansielt eiendelskrav (fek) som er estimert i neste kapittel. Dette er likt som vi forutsatte for fgr . Budsjetteringen er illustrert nedenfor.



Figur 41: Finansiell eiendelsrentabilitet

Oppsummeringen av netto finanskostnad og netto finansinntekt er:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
FG(t-1)	3907	4678	4912	5206	5570	5953	6337	6721	7100	7471	7963	8361
* fgr(t)	0,024	0,025	0,020	0,021	0,022	0,022	0,025	0,034	0,037	0,040	0,040	0,040
= NFK(t)	93	115	96	107	120	134	160	229	262	297	317	332
FE(t-1)	1404	1619	1754	1915	2106	2310	2520	2735	2954	3174	3451	3623
* fer(t)	0,007	0,008	0,010	0,011	0,012	0,014	0,017	0,020	0,023	0,027	0,027	0,027
= NFI(t)	10	13	17	21	26	32	43	55	69	84	92	96
-> NFK(t) - NFI(t)	83	102	79	86	94	102	118	174	193	213	225	236

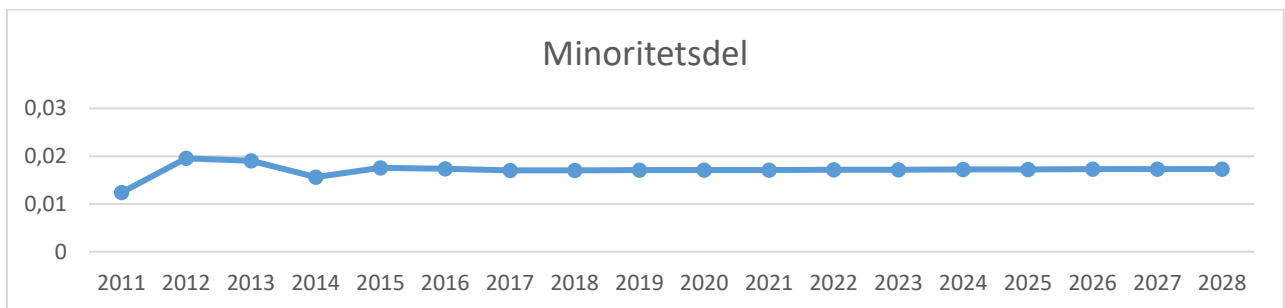
Tabell 81: Framskrevet netto finanskostnad og netto finansinntekt

9.4.6 Minoritetsinteresse

Minoritetsinteressen framskrives med bakgrunn i budsjettdriveren minoritetsdel (mid):

$$MIN_t = mid_t * NDE_t$$

Framgangsmåten er lik som for finansiell gjeld og finansielle eiendeler, det vil si at posten konvergerer mot en optimal *mid*. Den optimale *mid* kan være bransjegjennomsnittet eller det tidsvekta gjennomsnittet til virksomheten. Bransjegjennomsnittet er 8,6 prosent, mens gjennomsnittet til virksomheten er 1,7 prosent. Vi har valgt å sette *mid* til 1,7 prosent, da bransjegjennomsnittet er betydelig høyere, og fordi minoriteten er ulønnsom for majoriteten, som omtalt nedenfor, slik at majoriteten tvilsomt vil ønske å øke minoritetsinteressen. Schibsteds *mid* er dessuten ca. 1,7 prosent i 2016. Framskrivningen er illustrert under.



Figur 42: Minoritetsdel

Dette gir en framskrevet minoritetsinteresse som vist i tabellen:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
NDE(t)	17993	18574	19362	20379	21430	22455	23444	24389	25279	26543	27871	29264
* mid(t)	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017
= MIN(t)	306	316	330	348	367	385	403	420	436	459	482	506

Tabell 82: Framskrevet minoritetsinteresse

9.4.7 Netto minoritetsresultat

Den siste posten som skal budsjetteres er netto minoritetsresultat. Budsjettdriveren er netto minoritetsrentabilitet:

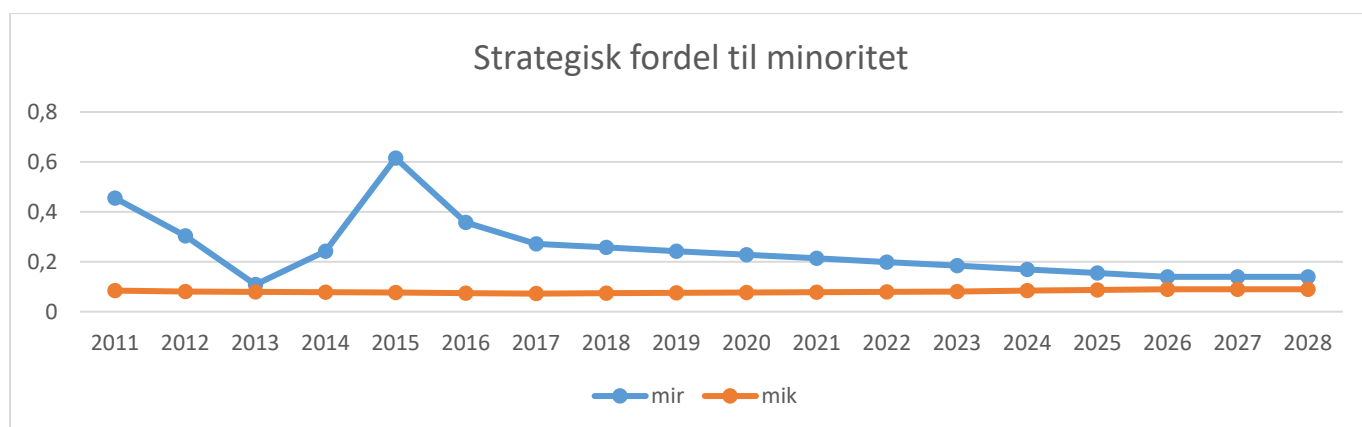
$$NMR_t = mir_t * MI_{t-1}$$

En framgangsmåte er å sette *mir* lik kravet, slik som for *fgr* og *fer*. Dette betyr at majoriteten er i stand til å presse ut minoriteten eller at minoritetsinteressene er balanseført til virkelig verdi (Knivsflå, 2017, F14, s. 56). Dette er imidlertid en forutsetning som ikke ser ut til å stemme med den underliggende situasjonen. I regnskapsanalysen i kapittel 4.2 fant vi ut at differansen mellom *mik* og *mir* (*mik* – *mir*) var 28 prosent i 2016. Dette tyder på at den

balanseførte verdien på minoritetsinteressen er undervurdert, og at det eksisterer en strategisk fordel til minoriteten. Vi må dermed framskrive en innebygd strategisk fordel til minoritet. Dette har videre konsekvenser i verdsettelsen hvor minoritet må verdsettes separat, og ikke kan settes lik balanseverdien slik som for netto finansiell gjeld.

Med bakgrunn i den høye strategiske fordel til minoriteten i analyseperioden, så har vi valgt å sette en vedvarende strategisk fordel til minoriteten på 5 prosent på budsjetthorisonten, fordi vi forventer at majoriteten er misfornøyd og vil prøve å presse den ned til et lavere nivå.

Likevel forventer vi at fordelene ikke vil forsvinne helt, gitt det høye nivået i dag og at minoriteten sannsynligvis tilbyr visse rettigheter eller ytelser tilbake. Dette gir utslag i en vedvarende *mir* på 14 prosent. I budsjettperioden forekommer en gradvis tilbakegang til dette punktet. Utvikling til *mir* er illustrert nedenfor:



Figur 43: Strategisk fordel til minoritet

Dette gir budsjetterte netto minoritetsresultat som vist her:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
MI(t-1)	305	306	316	330	348	367	385	403	420	436	459	482
* mir(t)	0,272	0,257	0,243	0,228	0,213	0,199	0,184	0,169	0,154	0,140	0,140	0,140
= NMR(t)	83	79	77	75	74	73	71	68	65	61	64	67

Tabell 83: Framskrevet minoritetsresultat

9.5 Oppsummering

Nedenfor sammenligner vi vår EPS (earnings per share), eller fortjeneste per aksje, med et konsensusestimert hentet fra Dagens Næringsliv (2017). Vårt estimat er beregnet med å dele nettoresultat til egenkapital på antall aksjer.

År	2017	2018
EPS-konsensus pr. 14.04.2017	4,08	7,30
Vårt estimat på EPS	4,04	5,14
Avvik	0,9 %	42,1 %

Tabell 84: Sammenligning med konsensusestimert på EPS

I 2017 er det kun et lite avvik mellom estimatene på 0,9 prosent. Vi forventer altså en relativ lik resultatutvikling som konsensus i det første året. I det neste året forekommer det imidlertid et stort avvik på 42,1 prosent mellom estimatene. Dette skyldes en betydelig økning i konsensus fra 4,08 i 2017 til 7,3 i 2018. Konsensus ser med andre ord ut til å forvente en raskere og større inntjening fra Schibsteds investeringer i internasjonal online rubrikk enn det vi mener er rimelig basert på moderat historisk lønnsomhet og vekst. Det synes heller ikke at konsensus tar tilstrekkelig hensyn til trusselen fra internasjonal konkurranse fra de store internettaktørene.

Nedenfor har vi oppsummert budsjettet i fire tabeller: Resultatregnskap, balanse, endring i egenkapital og fri kontantstrøm:

FRAMSKREVET RESULTATREGNSKAP													
Tall i MNOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
DI	15854	16125	16770	17608	18665	19971	21289	22609	23920	25212	26473	27796	29186
NDR	915	1080	1342	1643	1991	2397	2375	2331	2265	2174	2059	2162	2270
+ NFI	11	10	13	17	21	26	32	43	55	69	84	92	96
= NRS	926	1090	1355	1660	2012	2422	2407	2374	2320	2243	2144	2254	2367
- NFK	91	93	115	96	107	120	134	160	229	262	297	317	332
- NMR	94	83	79	77	75	74	73	71	68	65	61	64	67
= NRE	741	914	1161	1487	1830	2228	2200	2143	2022	1916	1786	1873	1967
+ UNDR	-946	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ UNFR	78	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- UNMR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= FNR	-126	914	1161	1487	1830	2228	2200	2143	2022	1916	1786	1873	1967
- NBU	487	1050	689	848	1003	1375	1368	1339	1255	1193	759	795	834
= ΔEK	613	136	-472	-640	-826	-854	-832	-804	-767	-723	-1026	-1079	-1133

Tabell 85: Framskrevet resultatregnskap

FRAMSKREVET BALANSE (Sysselsatt kapital)													
Tall i MNOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
NDE	17573	17993	18574	19362	20379	21430	22455	23444	24389	25279	26543	27871	29264
+ FE	1404	1619	1754	1915	2106	2310	2520	2735	2954	3174	3451	3623	3804
= SSE	18977	19613	20328	21276	22484	23739	24974	26179	27342	28453	29994	31494	33068
+ EK	14765	14628,42	15100	15740	16566	17420	18252	19056	19823	20546	21572	22651	23783
+ MI	305	306	316	330	348	367	385	403	420	436	459	482	506
+ FG	3907	4678	4912	5206	5570	5953	6337	6721	7100	7471	7963	8361	8779
= SSK	18977	19613	20328	21276	22484	23739	24974	26179	27342	28453	29994	31494	33068

Tabell 86: Framskrevet balanse (sysselsatt kapital)

FRAMSKREVET BALANSE (Netto driftskapital)													
Tall i MNOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
NDE	17573	17993	18574	19362	20379	21430	22455	23444	24389	25279	26543	27871	29264
+ EK	14765	14628,42	15100	15740	16566	17420	18252	19056	19823	20546	21572	22651	23783
+ MI	305	306	316	330	348	367	385	403	420	436	459	482	506
+ NFG	2503	3059	3158	3291	3464	3643	3817	3985	4146	4298	4512	4738	4975
= NDK	17573	17993	18574	19362	20379	21430	22455	23444	24389	25279	26543	27871	29264

Tabell 87: Framskrevet balanse (netto driftskapital)

FRAMSKREVET ENDRING I EGENKAPITAL													
Tall i MNOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Inngående EK		14765	14628	15100	15740	16566	17420	18252	19056	19823	20546	21572	22651
+ FNR		914	1161	1487	1830	2228	2200	2143	2022	1916	1786	1873	1967
- NBU		1050	689	848	1003	1375	1368	1339	1255	1193	759	795	834
= Utgående EK	14765	14628	15100	15740	16566	17420	18252	19056	19823	20546	21572	22651	23783

Tabell 88: Framskrevet endring i egenkapital

FRAMSKREVET FRI KONTANTSTRØM													
Tall i MNOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
NDR	915	1080	1342	1643	1991	2397	2375	2331	2265	2174	2059	2162	2270
+ UNDR	-946	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- ΔNDE	325	420	581	788	1017	1051	1025	989	945	891	1264	1327	1394
= FKD	-356	660	761	856	974	1345	1350	1342	1320	1283	795	835	877
+ NFI	11	10	13	17	21	26	32	43	55	69	84	92	96
+ UNFI	78	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- ΔFE	638	215	135	160	191	204	210	215	219	220	277	173	181
= FKS	1022	455	639	712	804	1168	1171	1169	1156	1132	603	754	792
- NFK	-91	93	115	96	107	120	134	160	229	262	297	317	332
+ ΔFG	-341	771	234	294	364	383	384	383	379	372	492	398	418
- NMR	-94	83	79	77	75	74	73	71	68	65	61	64	67
- UNMR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ ΔMI	-9	1	10	14	18	19	18	18	17	16	23	23	24
= FKE	487	1050	689	848	1003	1375	1368	1339	1255	1193	759	795	834

Tabell 89: Framskrevet fri kontantstrøm

10 Framtidskrav og strategisk fordel

I kapittel 7 beregnet vi historiske avkastningskrav. Formålet var der å estimere avkastningskrav som vi brukte som målestokk for å måle superrentabilitet i rentabilitetsanalysen i kapittel 8. I dette kapittelet beregner vi framtidige avkastningskrav. De framtidige avkastningskravene kan også benyttes som målestokk i en rentabilitetsanalyse, noe vi skal gjøre, men hovedformålet er denne gangen diskontering. Det vil si at de framtidige avkastningskravet skal brukes som diskonteringsrente for å beregne nåverdien av framtidige kontantstrømmer.

Det eksisterer store likheter mellom dette kapittelet og kapittel 7. Vi vil av den grunn, i stor grad, bygge på framgangsmåtene og teoriene som ble presentert i kapittel 7. Det må imidlertid bemerkes at de framtidige avkastningskravene i dette kapittelet er basert på budsjetterte vekter, men de endelige avkastningskravene som brukes som diskonteringsrente i verdsettelsen bruker verdibaserte vekter. De verdibaserte kravene vil estimeres gjennom en konvergeringsprosess som er presentert i kapittel 11.

En annen bemerkning er at vektene er basert på inngående balanse. En konsekvens av dette er at krav som er basert på vekter, f.eks. netto finansielt gjeldskrav og netto driftskrav, ikke egentlig er konstante før i år $T+1$.

Dette kapittelet begynner med estimeringen av krav til egenkapital og minoritet. Videre vil alle de finansielle kravene estimeres. Deretter kan selskapskravene, altså netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav, beregnes. Til slutt vil vi gjennomføre en rentabilitetsanalyse av framtidsregnskapet.

10.1 Krav til egenkapital og minoritet

Kravet til egenkapital estimeres med hjelp av kapitalverdimodellen tillagt en illikviditetspremie. Nedenfor gjennomgår vi komponentene i egenkapitalkravet: Risikofri rente, markedsrisikopremie, egenkapitalbeta og illikviditetspremie.

10.1.1 Risikofri rente

Ved estimering av risikofri rente tar vi utgangspunkt i en antagelse om at risikofri rente er tilbakevendende til gjennomsnittet, det vil si at den lave renten i dag forventes å regredere til en normalrente på budsjettthorisonen og deretter stå konstant i «steady state» (Knivsflå, F15, s. 23).

I 2017 bruker vi gjennomsnittlig 3 måneders niborrente hittil i år, det vil si ca. 1 prosent (Oslo Børs, 2017). På budsjetthorisonten estimerer vi en langsiktig rente med denne formelen:

$$\text{Langsiktig rente} = \left(\frac{2}{3}\right) * (\text{Gjennomsnittlig månedlig Nibor } 96 - 16) + \left(\frac{1}{3}\right) * (10 - \text{årig statsobligasjonsrente } 15.05.2017)$$

Med en gjennomsnittlig månedlig Nibor-rente i årene 1996-2016 på 3,8 prosent (Knivsfå, 2017, F15, s. 25) og en 10-årig statsobligasjonsrente per. 15.05.2017 på 1,6 prosent blir estimert langsiktig rente lik 3,1 prosent (Norges Bank, 2017). I årene mellom 2017 og 2026 skjer det en gradvis reversering fra en niborrente som er på 1 prosent i 2017 til en estimert langsiktig rente på 3,1 prosent. Risikofri rente blir deretter beregnet ved å trekke fra en kortsiktig kredittrisikopremie på en AA-bankrating, i tillegg til skatt. Resultatet er presentert i tabellen nedenfor. Risikofri rente går fra 0,4 prosent i 2017 til 2 prosent i 2027.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Gjennomsnittlig bankrating	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Selskapskattesats	24,0 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %
Niborrente - 3 måneders	1,0 %	1,1 %	1,2 %	1,4 %	1,5 %	1,6 %	2,0 %	2,3 %	2,7 %	3,1 %	3,1 %
- Kort krp før skatt	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
= Risikofri rente før skatt	0,5 %	0,6 %	0,7 %	0,9 %	1,0 %	1,1 %	1,5 %	1,8 %	2,2 %	2,6 %	2,6 %
- Skatt	0,1 %	0,1 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %	0,4 %	0,5 %	0,6 %	0,6 %
= Risikofri rente etter skatt	0,4 %	0,5 %	0,6 %	0,7 %	0,8 %	0,8 %	1,1 %	1,4 %	1,7 %	2,0 %	2,0 %

Tabell 90: Risikofri rente etter skatt

10.1.2 Markedsrisikopremie

Det beste estimatet på framtidig markedsrisikopremie er dagens nivå og den settes konstant over framtiden (Knivsfå, 2017, F15, s. 30). I følge PwC er markedsrisikopremien på 5 prosent (PwC, 2016)

Vi skal imidlertid benytte et vektet gjennomsnitt basert på flere forslag som er utregnet av Knivsfå (2017, F15, s. 33). I gjennomsnittet inngår et eget estimat på 4,9 prosent med størst vekt, i tillegg til estimater utviklet av Thore Johnsen på 4,5 prosent, Aswath Damodaran på 4,5 prosent og overnevnte PwC på 5 prosent. Det vekta gjennomsnittet ligger på 4,9 prosent, og vi bruker dette estimatet for alle årene i framtiden.

10.1.3 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbetaen er ikke konstant og må estimeres for hvert år fram til budsjetthorisonten. Dette følger av at egenkapitalbetaen er avhengig av finansieringsstrukturen som endrer seg fra år til år. På den annen side er dette ikke gjeldende for netto driftsbeta fordi Miller-Modigliani teoremet sier at verdien av virksomheten er uavhengig av finansiering. Vi kan dermed sette framtidig netto driftsbeta konstant lik gjennomsnittlig netto driftsbeta i analyseperioden fra kapittel 7, altså 0,657. Hvis vi deretter estimerer netto årlig finansiell gjeldsbeta, kan vi beregne den årlige egenkapitalbetaen på en implisitt måte. Netto finansiell gjeldsbeta er

estimert i 10.2.4. Framgangsmåten er lik som i kapittel 7. Tabellen nedenfor viser at årlig egenkapitalbeta utvikler seg fra å være 0,745 i 2017 til 0,774 i «steady state».

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Egenkapitalbeta	0,745	0,766	0,777	0,778	0,779	0,780	0,781	0,772	0,773	0,774	0,774
* Egenkapitalvekt	0,840	0,813	0,813	0,813	0,813	0,813	0,813	0,813	0,813	0,813	0,813
+ Minoritetsbeta	0,745	0,766	0,777	0,778	0,779	0,780	0,781	0,772	0,773	0,774	0,774
* Minoritetsvekt	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,130	0,125	0,072	0,068	0,062	0,057	0,051	0,098	0,092	0,086	0,085
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,142	0,170	0,170	0,170	0,170	0,170	0,170	0,170	0,170	0,170	0,170
= Netto driftsbeta (MM)	0,657	0,657	0,657	0,657	0,657	0,657	0,657	0,657	0,657	0,657	0,657

Tabell 91: Årlig egenkapitalbeta

10.1.4 Illikviditetspremie

Illikviditetspremien fra 2016 er overført til framtiden, for både majoriteten og minoriteten, fordi vi mener at forventningene holder seg i framtiden. Da er illikviditetspremien til majoritet og minoritet henholdsvis på 0,6 prosent og 3,2 prosent.

10.1.5 Egenkapital- og minoritetskrav

Egenkapital- og minoritetskrav er oppsummert i tabellene under. Egenkapitalkravet utvikler seg fra 4,6 prosent i 2017 til 6,4 prosent i «steady state». For minoritetskravet er utviklingen fra 7,2 prosent i 2017 til 9 prosent i «steady state».

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Risikofri rente	0,004	0,005	0,006	0,007	0,008	0,008	0,011	0,014	0,017	0,020	0,020
+ Egenkapitalbeta	0,745	0,766	0,777	0,778	0,779	0,780	0,781	0,772	0,773	0,774	0,774
* Markedspremie	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049
= Egenkapitalkrav - CAPM	0,040	0,042	0,044	0,045	0,046	0,047	0,050	0,052	0,055	0,058	0,058
+ Illikviditetspremie	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006
= Egenkapitalkrav	0,046	0,048	0,050	0,051	0,052	0,053	0,056	0,058	0,061	0,064	0,064

Tabell 92: Egenkapitalkrav til majoritet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Egenkapitalkrav - CAPM	0,040	0,042	0,044	0,045	0,046	0,047	0,050	0,052	0,055	0,058	0,058
+ Illikviditetspremie minoritet	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032	0,032
= Minoritetsinteressekrav	0,072	0,074	0,076	0,077	0,078	0,079	0,082	0,084	0,087	0,090	0,090

Tabell 93: Egenkapitalkrav til minoritet

10.2 Finansielle krav

I dette delkapittelet skal vi estimere finansielt gjeldskrav, finansielt eiendelskrav og netto finansielt gjeldskrav. Vi vil også vise estimeringen av årlig netto finansiell gjeldsbeta som er brukt til å estimere årlig egenkapitalkrav ovenfor. For å kunne estimere finansielt gjeldskrav, må vi først gjennomføre en forenklet risikoanalyse av framtidsregnskapet for å fastsette framtidig syntetisk rating.

10.2.1 Syntetisk rating

For å finne den årlige syntetiske ratingen, må vi utføre en risikoanalyse av framtidsregnskapet; en slik som ble gjennomført i kapittel 6. En må imidlertid bemerke seg at

risikoanalysen i kapittel 6 ble utført på kreditororienterte tall, mens risikoanalysen her er utført på et investororientert fremtidsregnskap. Forskjellene er imidlertid ikke avgjørende. Formlene er de samme, bortsett fra at rentabilitet er basert på inngående kapital.

Likviditetsgrad 1 er beregnet med omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Vårt budsjett er ikke detaljert nok til å kunne beregne dette forholdstallet, så i stedet for tar vi en forutsetning hvor likviditetsgrad 1 reverserer mot bransjegjennomsnittet på 0,718 i «steady state», som er hentet fra kapittel 6.

Et annet problem som oppstår, er at vi ikke kan budsjettere netto finanskostnad i kapittel 9.4.5, som er brukt i rentedekningsgraden, før vi har estimert finansielt gjeldskrav. Vi trenger imidlertid syntetisk rating før vi kan estimere finansielt gjeldskrav. Med andre ord oppstår det et endogenitets-problem, eller en sirkelreferanse. Dette løser vi ved å beregne rentedekningsgrad med tallene ett år før det aktuelle året; rentedekningsgraden henger ett år bak de andre forholdstallene.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Likviditetsgrad 1	0,672	0,677	0,682	0,687	0,693	0,698	0,703	0,708	0,713	0,718	0,718
Rentedekningsgrad	11,724	11,764	17,261	18,810	20,221	17,992	14,810	10,117	8,553	7,215	7,215
Egenkapitalprosent	0,479	0,477	0,475	0,473	0,471	0,469	0,467	0,465	0,464	0,462	0,462
Netto driftsrentabilitet	0,061	0,075	0,088	0,103	0,118	0,111	0,104	0,097	0,089	0,081	0,081
Likviditetsgradsrating	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC
Rentedekningsgradsrating (Lagrer 1)	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AA	AA	AA	AA
Egenkapitalprosentrating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitetsrating	BB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BB	BB
Gjennomsnittsrating	BBB-	BBB-	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB-	BBB-	BBB/BB	BBB/BB

Tabell 94: Syntetisk rating i fremtiden

Forholdstallene, ratingene og gjennomsnittlig rating er oppsummert i tabellen ovenfor, men vi vil gjøre noen justeringer. Først vil vi behandle alle BBB/BB-ratingene som BBB-
Begrunnelsen er den samme som i kapittel 6.3.

Man kan dermed se en rating lik BBB- i 2017 og 2018, for så å bli en ren BBB i årene fra 2018 til 2024 fordi rentedekningsgraden og netto driftsrentabiliteten er ekstra høy som følge av den positive utviklingen i online rubrikksegmentet. Fra 2024 og utover i «steady state» er den derimot tilbake på BBB-.

BBB resulterer i en langsiktig kredittrisikopremie på 0,014, mens BBB- resulterer i en langsiktig kredittrisikopremie på 0,02, altså en kredittrisikopremie som er hentet mellom BBB og BB.

10.2.2 Finansiell gjeldskrav og -beta.

Finansielt gjeldskrav er presentert i tabellen under. Den går fra 2,4 prosent i 2017, ned til 2 prosent i 2019 og til slutt opp til 4 prosent i «steady state». Fallet midt i perioden skyldes en redusert kredittrisikopremie som er forklart ovenfor.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Rating	BBB-	BBB-	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-
Risikofri rente	0,4 %	0,5 %	0,6 %	0,7 %	0,8 %	0,8 %	1,1 %	1,4 %	1,7 %	2,0 %	2,0 %
+ Kredittrisikopremie (LANG)	2,0 %	2,0 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
= Finansiell gjeldskrav	2,4 %	2,5 %	2,0 %	2,1 %	2,2 %	2,2 %	2,5 %	3,4 %	3,7 %	4,0 %	4,0 %

Tabell 95: Finansiell gjeldskrav

I tabellen nedenfor er de årlige finansielle gjeldsbetaene presentert. Finansiell gjeldsbeta er estimert implisitt slik som det er gjort og beskrevet i kapittel 6. Markedsrisikodel er hentet fra kapittel 6 og holdes konstant.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
RATING	BBB-	BBB-	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB-	BBB-	BBB/BB	BBB/BB
(Kredittrisikopremie (LANG)	0,020	0,020	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,020	0,020	0,020	0,020
* Markedsrisikodel)	0,257	0,257	0,257	0,257	0,257	0,257	0,257	0,257	0,257	0,257	0,257
/ Markedspremie	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049
= Finansiell gjeldsbeta	0,105	0,105	0,073	0,073	0,073	0,073	0,073	0,105	0,105	0,105	0,105

Tabell 96: Finansiell gjeldsbeta

10.2.3 Finansiell eiendelskrav og -beta

I tabellen under er de årlige finansielle eiendelskravene presentert. Beregningen er i all hovedsak bygget på de samme forutsetningene som i kapittel 6. Et unntak er at vi ikke har et tilstrekkelig detaljert fremtidsregnskap til å beregne vektene, derfor forutsetter vi at vektene vil gradvis reversere til det tidsvekta gjennomsnittet i analyseperioden fram til budsjetthorisonten. Utviklingen er fra et finansielt eiendelskrav på 0,7 prosent i 2017 til 2,7 prosent i 2026. Økningen følger hovedsakelig av stigende risikofri rente.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Kontantkrav	0,4 %	0,5 %	0,6 %	0,7 %	0,8 %	0,8 %	1,1 %	1,4 %	1,7 %	2,0 %	2,0 %
* Kontantvekt	0,903	0,894	0,885	0,875	0,866	0,857	0,848	0,838	0,829	0,820	0,820
+ Fordringskrav	1,4 %	1,5 %	1,6 %	1,7 %	1,8 %	1,8 %	2,1 %	2,4 %	2,7 %	3,0 %	3,0 %
* Fordringsvekt	0,039	0,041	0,042	0,044	0,045	0,046	0,048	0,049	0,051	0,052	0,052
+ Investeringskrav	5,3 %	5,4 %	5,5 %	5,6 %	5,7 %	5,7 %	6,0 %	6,3 %	6,6 %	6,9 %	6,9 %
* Investeringsvekt	0,058	0,066	0,073	0,081	0,089	0,097	0,105	0,112	0,120	0,128	0,128
= Finansiell eiendelskrav	0,7 %	0,8 %	1,0 %	1,1 %	1,2 %	1,4 %	1,7 %	2,0 %	2,3 %	2,7 %	2,7 %

Tabell 97: Finansiell eiendelskrav

Videre er finansielle eiendelsbetaer estimert. Estimeringen bygger på de samme forutsetningene som i kapittel 6, bortsett fra at vektene reverserer til gjennomsnittet som beskrevet ovenfor, og at vi bruker kun kortsiktig kredittrisikopremie ved utregning av fordringskravet fordi vi ikke har et detaljert nok fremtidsregnskap til å beregne et vektet gjennomsnitt.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Fordringsrating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Kort krp	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
Markedsrisikodel	0,257	0,257	0,257	0,257	0,257	0,257	0,257	0,257	0,257	0,257	0,257
Markedspremie	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Kontantvekt	0,903	0,894	0,885	0,875	0,866	0,857	0,848	0,838	0,829	0,820	0,820
+ Fordringsbeta	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052
* Fordringsvekt	0,039	0,041	0,042	0,044	0,045	0,046	0,048	0,049	0,051	0,052	0,052
+ Investeringsvekt	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt	0,058	0,066	0,073	0,081	0,089	0,097	0,105	0,112	0,120	0,128	0,128
= FE-beta	0,060	0,068	0,076	0,083	0,091	0,099	0,107	0,115	0,123	0,131	0,131

Tabell 98: Finansiell eiendelsbeta

10.2.4 Netto finansiell gjeldskrav og -beta

I tabellen nedenfor vises netto finansielt gjeldskrav. Tabellen viser en økning fra 3,3 prosent i 2017 til 5 prosent i «steady state».

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Finansiell gjeldskrav	2,4 %	2,5 %	2,0 %	2,1 %	2,2 %	2,2 %	2,5 %	3,4 %	3,7 %	4,0 %	4,0 %
* FG/NFG	1,561	1,529	1,556	1,582	1,608	1,634	1,660	1,686	1,712	1,739	1,765
- Finansiell eiendelskrav	0,7 %	0,8 %	1,0 %	1,1 %	1,2 %	1,4 %	1,7 %	2,0 %	2,3 %	2,7 %	2,7 %
* FE/NFG	0,561	0,529	0,556	0,582	0,608	0,634	0,660	0,686	0,712	0,739	0,765
= Netto finansiell gjeldskrav	3,3 %	3,3 %	2,5 %	2,6 %	2,7 %	2,8 %	3,1 %	4,4 %	4,7 %	5,0 %	5,0 %

Tabell 99: Netto finansiell gjeldskrav

Beregningen av netto finansiell gjeldsbeta er presentert i tabellen under, og den er brukt til å estimere årlig egenkapitalbeta.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
FG-beta	0,105	0,105	0,073	0,073	0,073	0,073	0,073	0,105	0,105	0,105	0,105
* Finansiell gjeldsvekt	1,561	1,529	1,556	1,582	1,608	1,634	1,660	1,686	1,712	1,739	1,765
- FE-beta	0,060	0,068	0,076	0,083	0,091	0,099	0,107	0,115	0,123	0,131	0,131
* Finansiell gjeldsvekt	0,561	0,529	0,556	0,582	0,608	0,634	0,660	0,686	0,712	0,739	0,765
= NFG-beta	0,130	0,125	0,072	0,068	0,062	0,057	0,051	0,098	0,092	0,086	0,085

Tabell 100: Netto finansiell gjeldsbeta

10.3 Selskapskrav

Selskapskrav er et vektet avkastningskrav for de som har finansiert virksomheten, altså egenkapitalinvestorer, minoritetsinvestorer og långivere. I vår verdsettelse vil vi benytte to typer av selskapskrav: Netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav. Vi ser først på kravet til sysselsatt kapital, som er et vektet gjennomsnitt av egenkapital-, minoritets- og finansielt gjeldskrav. Tabellen nedenfor presenterer resultatet. Kravet går fra å være 4,1 prosent i 2017 til å bli 5,8 prosent i «steady state».

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Egenkapitalkrav	4,6 %	4,8 %	5,0 %	5,1 %	5,2 %	5,3 %	5,6 %	5,8 %	6,1 %	6,4 %	6,4 %
* EK/SSK	0,746	0,743	0,740	0,737	0,734	0,731	0,728	0,725	0,722	0,719	0,719
+ Minoritetskrav	7,2 %	7,4 %	7,6 %	7,7 %	7,8 %	7,9 %	8,2 %	8,4 %	8,7 %	9,0 %	9,0 %
* MIN/SSK	0,016	0,016	0,016	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015
+ Finansiell gjeldskrav	2,4 %	2,5 %	2,0 %	2,1 %	2,2 %	2,2 %	2,5 %	3,4 %	3,7 %	4,0 %	4,0 %
* FG/SSK	0,239	0,242	0,245	0,248	0,251	0,254	0,257	0,260	0,263	0,265	0,265
= Sysselsatt kapitalkrav	4,1 %	4,3 %	4,3 %	4,4 %	4,5 %	4,5 %	4,8 %	5,2 %	5,5 %	5,8 %	5,8 %

Tabell 101: Sysselsatt kapitalkrav

Det andre selskapskravet er netto driftskrav. Dette er estimert gjennom å vekte egenkapital-, minoritets-, og netto finansielt gjeldskrav. Tabellen under viser resultatet. Dette kravet utvikler seg fra å være 4,5 prosent i 2017 til å være 6,2 prosent i «steady state».

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Egenkapitalkrav	4,6 %	4,8 %	5,0 %	5,1 %	5,2 %	5,3 %	5,6 %	5,8 %	6,1 %	6,4 %	6,4 %
* EK/NDE	0,840	0,813	0,813	0,813	0,813	0,813	0,813	0,813	0,813	0,813	0,813
+ Minoritetskrav	7,2 %	7,4 %	7,6 %	7,7 %	7,8 %	7,9 %	8,2 %	8,4 %	8,7 %	9,0 %	9,0 %
* MIN/NDE	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017	0,017
+ Netto finansiell gjeldskrav	3,3 %	3,3 %	2,5 %	2,6 %	2,7 %	2,8 %	3,1 %	4,4 %	4,7 %	5,0 %	5,0 %
* NFG/NDE	0,142	0,170	0,170	0,170	0,170	0,170	0,170	0,170	0,170	0,170	0,170
= Netto driftskrav	4,5 %	4,6 %	4,6 %	4,7 %	4,8 %	4,9 %	5,2 %	5,6 %	5,9 %	6,2 %	6,2 %

Tabell 102: Netto driftskrav

10.3.1 Driftsegenkapitalkrav

Før vi ser på strategisk fordel, vil vi estimere et avkastningskrav som ikke ble presentert i kapittel 7, nemlig driftsegenkapitalkravet. Dette er et innsnevret egenkapitalkrav som viser hva en egenkapitalinvestor forventer å få i avkastning fra ren driftskapital, og ikke fra finansielle eiendeler. Knivsflå (2016, F16, s. 35) presenterer denne formelen for beregning:

$$dekk = ekk * \frac{EK}{EK - FE} - fek * \frac{FE}{(EK - FE)}$$

, hvor dekk = driftsegenkapitalkrav

Dette kravet er nødvendig for å verdsette egenkapitalen med FKED-modellen i kapittel 11. Driftsegenkapitalkravene er vist i tabellen nedenfor.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Egenkapitalkrav	4,6 %	4,8 %	5,0 %	5,1 %	5,2 %	5,3 %	5,6 %	5,8 %	6,1 %	6,4 %	6,4 %
* (EK/(EK - FE))	1,105	1,124	1,131	1,138	1,146	1,153	1,160	1,168	1,175	1,183	1,190
- Finansiell eiendelskrav	0,7 %	0,8 %	1,0 %	1,1 %	1,2 %	1,4 %	1,7 %	2,0 %	2,3 %	2,7 %	2,7 %
* (FE/(EK - FE))	0,105	0,124	0,131	0,138	0,146	0,153	0,160	0,168	0,175	0,183	0,190
= Driftsegenkapitalkrav	5,0 %	5,3 %	5,5 %	5,6 %	5,7 %	5,9 %	6,2 %	6,4 %	6,7 %	7,0 %	7,1 %

Tabell 103: Driftsegenkapitalkrav

10.4 Oppsummering

Vi avslutter med å presentere en tabell som oppsummerer alle framtidskravene som vi har estimert i dette kapittelet:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Egenkapitalkrav (ek)	4,6 %	4,8 %	5,0 %	5,1 %	5,2 %	5,3 %	5,6 %	5,8 %	6,1 %	6,4 %	6,4 %
Minoritetskrav (mik)	7,2 %	7,4 %	7,6 %	7,7 %	7,8 %	7,9 %	8,2 %	8,4 %	8,7 %	9,0 %	9,0 %
Finansiell gjeldskrav (fg)	2,4 %	2,5 %	2,0 %	2,1 %	2,2 %	2,2 %	2,5 %	3,4 %	3,7 %	4,0 %	4,0 %
Finansiell eiendelskrav (fek)	0,7 %	0,8 %	1,0 %	1,1 %	1,2 %	1,4 %	1,7 %	2,0 %	2,3 %	2,7 %	2,7 %
Sysselsatt kapital krav (ssk)	4,1 %	4,3 %	4,3 %	4,4 %	4,5 %	4,5 %	4,8 %	5,2 %	5,5 %	5,8 %	5,8 %
Netto driftskrav (ndk)	4,5 %	4,6 %	4,6 %	4,7 %	4,8 %	4,9 %	5,2 %	5,6 %	5,9 %	6,2 %	6,2 %
Driftsegenkapitalkrav (dekk)	5,0 %	5,3 %	5,5 %	5,6 %	5,7 %	5,9 %	6,2 %	6,4 %	6,7 %	7,0 %	7,1 %
Netto finansiell gjeldskrav (nfg)	3,3 %	3,3 %	2,5 %	2,6 %	2,7 %	2,8 %	3,1 %	4,4 %	4,7 %	5,0 %	5,0 %

Tabell 104: Oppsummering av framtidskrav

10.5 Analyse av budsjett – strategisk fordel

Vi har så langt utarbeidet fremtidsregnskap og estimert fremtidskrav. Med dette kan vi gjennomføre en enkel rentabilitetsanalyse for å måle superrentabilitet, og dermed strategisk fordel. Det er sentralt at strategisk fordel i fremtidsregnskapet, både i budsjettperioden og i «steady state», kan forklares med innsikt fra strategisk regnskapsanalyse (Knivsflå, 2017, F15, s. 69).

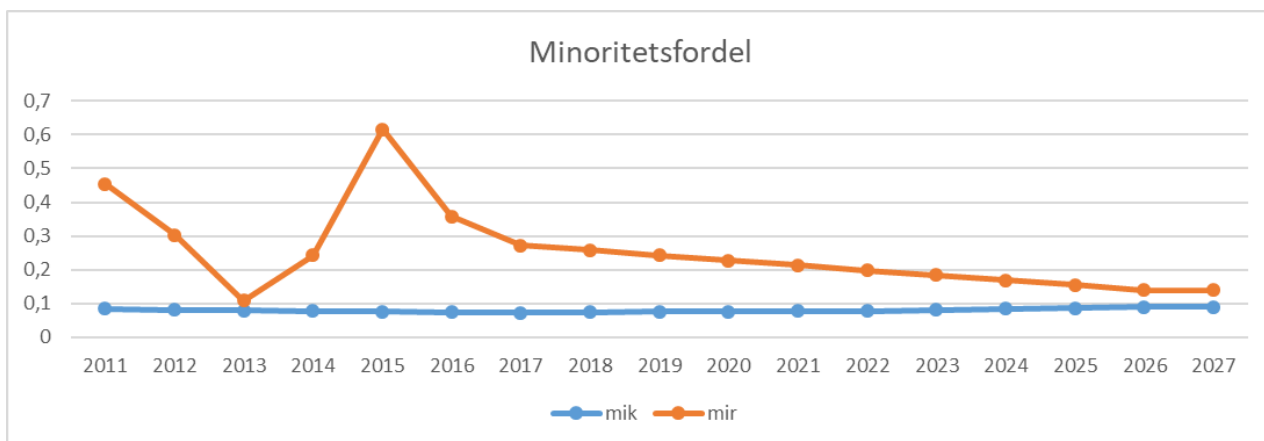
Knivsflå (2017, F18, s 71-72) viser til to hypoteser angående strategisk fordel i framtiden. Nullhypotesen er at det ikke er noen varig strategisk fordel i virksomheten; konkurransekrefter eroderer strategisk fordel slik at egenkapitalrentabilitet blir lik egenkapitalkravet. Alternativhypotesen er at virksomheten har en varig strategisk fordel, altså en varig superrentabilitet; en slik strategisk fordel må begrunnes i den strategiske regnskapsanalysen.

Denne analysen av strategisk fordel bygger på rentabilitetsanalysen i kapittel 8.

Dekomponeringen vil imidlertid være begrenset på grunn av at fremtidsregnskapet er mindre detaljert enn finansregnskapet. I tillegg er rentabilitet beregnet med inngående kapital.

For det første eksisterer det ingen finansieringsfordel fra netto finansiell gjeld, da netto finansiell gjeldsrente er definert likt netto finansielt gjeldskrav i budsjetteringen. Dette er omtalt i kapittel 9.

På en annen side, har Schibsted en finansieringsulempe fra minoriteten; minoriteten tar en større del av «kaka» enn det avkastningskravet sier, på bekostning av majoriteten. Med andre ord, minoriteten har en strategisk fordel. Minoritetens strategiske fordel er illustrert i grafen nedenfor. Fordelen reverserer fra 20 prosent i 2016 til 5 prosent i «steady state», ettersom minoriteten har hatt en sterk signifikant strategisk fordel i analyseperioden og det er usannsynlig at den vil forsvinne fullstendig. En forklaring på en varig strategisk fordel til minoriteten er at de sitter på spesielle rettigheter, for eksempel tilgang til utenlandske markeder, som majoriteten er villig til å «betale» for gjennom lavere superrentabilitet.



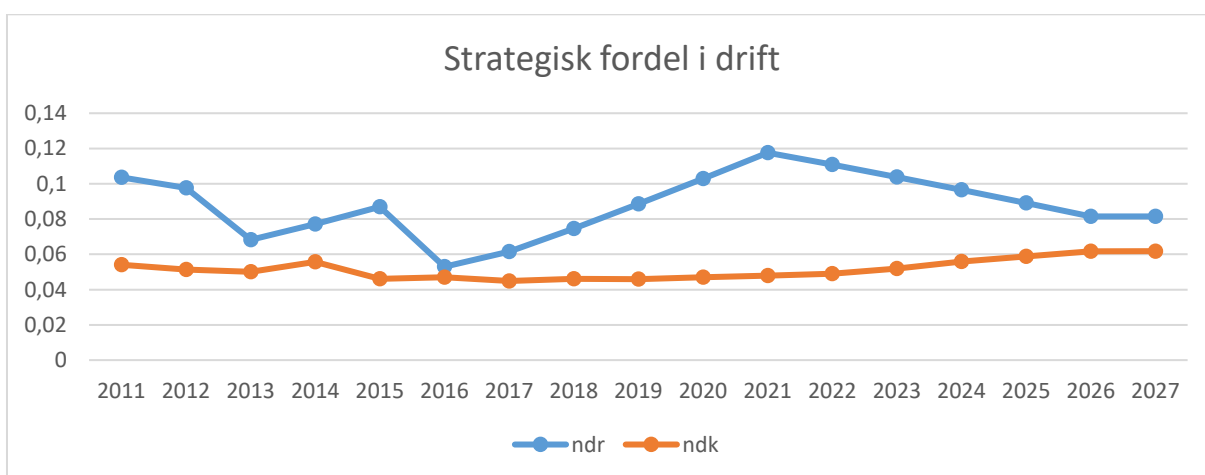
Figur 44 Minoritetsfordel

I tabellen nedenfor er finansieringsulempen til majoriteten presentert. Selv om minoriteten har en uvanlig høy strategisk fordel («uvektet» FFMIN), representerer den en liten finansieringsulempe (FFMIN) for majoriteten som utvikler seg fra 0,4 prosent i 2017 til 0,1 prosent i «steady state».

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Minoritetskrav	7,2 %	7,4 %	7,6 %	7,7 %	7,8 %	7,9 %	8,2 %	8,4 %	8,7 %	9,0 %	9,0 %
- Minoritetsrentabilitet	27,2 %	25,8 %	24,3 %	22,8 %	21,3 %	19,9 %	18,4 %	16,9 %	15,4 %	14,0 %	14,0 %
= "Uvektet" FFMIN	-20,0 %	-18,3 %	-16,7 %	-15,1 %	-13,6 %	-12,0 %	-10,2 %	-8,5 %	-6,8 %	-5,0 %	-5,0 %
* (MIN/EK)	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021
= FFIN	-0,4 %	-0,4 %	-0,4 %	-0,3 %	-0,3 %	-0,3 %	-0,2 %	-0,2 %	-0,1 %	-0,1 %	-0,1 %

Tabell 105: Finansieringsfordel minoritet

Framskrivning av strategisk fordel i drift (*ndr* – *ndk*) er illustrert i grafen nedenfor. Framtidig strategisk fordel i drift utvikler seg fra 1,7 prosent i 2017 til en foreløpig strategisk fordel på 7 prosent i 2021 før den reverserer til en varig strategisk fordel på 2 prosent i «steady state».



Figur 45: Strategisk fordel i drift

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Netto driftsrentabilitet	6,1 %	7,5 %	8,8 %	10,3 %	11,8 %	11,1 %	10,4 %	9,7 %	8,9 %	8,1 %	8,1 %
- Netto driftskrav	4,5 %	4,6 %	4,6 %	4,7 %	4,8 %	4,9 %	5,2 %	5,6 %	5,9 %	6,2 %	6,2 %
= Strategisk fordel i drift	1,7 %	2,8 %	4,3 %	5,6 %	7,0 %	6,2 %	5,2 %	4,1 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
+ Gearingfordel	0,3 %	0,7 %	1,0 %	1,3 %	1,6 %	1,4 %	1,2 %	0,9 %	0,7 %	0,5 %	0,5 %
= Driftsfordel	2,0 %	3,5 %	5,2 %	6,9 %	8,6 %	7,6 %	6,4 %	5,0 %	3,7 %	2,4 %	2,4 %

Tabell 106: Dekomponering av driftsfordel

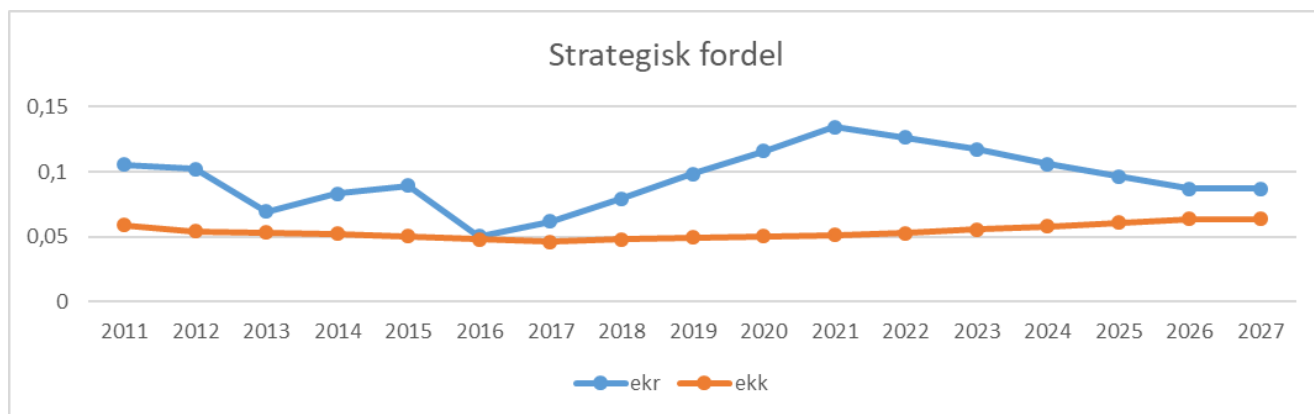
Begrunnelsen for denne utviklingen er hovedsakelig at Schibsteds unike og lønnsomme posisjoner innen online rubrikk vil fortsette å vokse godt på mellomlang sikt, og særlig at deres utenlandske posisjoner, som det er satset stort på, vil starte å generere profitt. Dette vil generere god superrentabilitet når Schibsted på kort og mellomlang sikt utnytter de gode trafikkposisjonene som de har opparbeidet seg i flere land og starter å høste inn fordelene.

På lang sikt vil superrentabiliteten til online rubrikk begynne å reversere på grunn av internasjonal konkurranse. Stort vekstpotensial og høye marginer vil gjøre det attraktivt for de store, globale internettselskapene å gå inn i markedet. En konkret trussel er Facebook som har en mye større global sosial plattform som kan brukes til å konkurrere med Schibsted i ethvert marked de operer i. De har allerede vist stor interesse for online rubrikk.

Likevel har Schibsted en varig strategisk fordel i drift. Dette skyldes at deres tilstedeværelse og satsing i internasjonale markeder, samt deres unike erfaring som operatør av online rubrikkplattformer, og deres sterke merkenavn som FINN og VG, er nok til å motvirke fullstendig reversering. Dette styrkes også av at bransjen vil utvikle seg i en positiv retning og endelig takle tilpasningen til internett ved å optimalisere sine forretningsmodeller på lang sikt.

Som tabellen over viser, bidrar gearing med å skalere den «rene» driftsfordelen opp, skjønt ikke betydelig. Gearingfordelen er på det meste 1,6 prosent i 2021 og i «steady state» er den på 0,5 prosent. Totalt sett går driftsfordelen fra å være 2 prosent i 2017 til å være 8,6 prosent i 2021 for så å bli 2,4 prosent i «steady state».

Til slutt gjenstår strategisk fordel til majoriteten, altså strategisk eierfordel. Den er illustrert i grafen nedenfor.



Figur 46: Strategisk fordel

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Strategisk fordel i drift	1,7 %	2,8 %	4,3 %	5,6 %	7,0 %	6,2 %	5,2 %	4,1 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
+ Gearingfordel	0,3 %	0,7 %	1,0 %	1,3 %	1,6 %	1,4 %	1,2 %	0,9 %	0,7 %	0,5 %	0,5 %
= Driftsfordel	2,0 %	3,5 %	5,2 %	6,9 %	8,6 %	7,6 %	6,4 %	5,0 %	3,7 %	2,4 %	2,4 %
+ Finansieringsfordel minoritet	-0,4 %	-0,4 %	-0,4 %	-0,3 %	-0,3 %	-0,3 %	-0,2 %	-0,2 %	-0,1 %	-0,1 %	-0,1 %
+ Finansieringsfordel NFG	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
= Strategisk fordel	1,6 %	3,1 %	4,9 %	6,6 %	8,3 %	7,4 %	6,2 %	4,8 %	3,6 %	2,3 %	2,3 %

Tabell 107: Dekomponering av strategisk fordel

Strategisk fordel er 1,6 prosent i 2017, for så å bli 8,3 prosent i 2021 og er til slutt 2,3 prosent i «steady state». Framtidig strategisk fordel er i hovedsak skapt av drift og følger den samme utviklingen som i drift som er beskrevet i detalj ovenfor. Strategisk fordel er skalert litt opp ved hjelp av gjeldsfinansiering, mens minoriteten bidrar med å redusere den. Det eksisterer ingen finansieringsfordel eller -ulempe fra netto finansiell gjeld. Med andre ord, vi har forkastet nullhypotesen om fullstendig reversering av strategisk fordel for drift og minoritet, men beholdt den for netto finansiell gjeld.

Kapittel 11 Fundamental verdsettelse

I kapittel 3 ble det presentert tre tilnærminger for verdsettelse – verdsettelse gjennom diskontert kontantstrøm, komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. Vi vil i dette kapitlet bygge videre på dette for å finne verdien på egenkapitalen til Schibsted per 31.12.16. Dette vil gjøres gjennom to sentrale metoder innen fundamental verdsettelse – egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Videre vil vi, på basis av vårt estimat, kommentere pris/bok og pris/fortjeneste forholdet før vi analyserer usikkerheten i verdiestimatet.

11.1 Oversikt over metoder og modeller

Vi valgte i kapittel 3 å benytte oss av fundamental verdsettelse som hovedteknikk for verdsettelsen, hvor fokuset vil være på verdsettelse gjennom diskontert kontantstrøm. Utgangspunktet for denne tilnærmingen, er som tidligere nevnt, nåverdiregelen hvor verdien til enhver eiendel er nåverdien av forventet kontantstrøm diskontert med et gitt avkastningskrav. Denne verdsettelsesteknikken kan ytterligere splittes i to hoved metoder – egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden.

11.1.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden verdsetter egenkapitalen direkte ved å diskontere kontantstrøm til egenkapital med egenkapitalkravet (Koller et al., 2010, s.127). Dette illustreres gjennom følgende formel:

$$VEK = \sum_{t=1}^T \frac{\text{Kontantstrøm til egenkapital}_t}{(1+r)^t}$$

, hvor r = avkastningskrav, t = år

Verdien til egenkapitalen etter egenkapitalmetoden, vil altså være lik nåverdien til forventet fremtidig kontantstrøm til egenkapital. I kapittel 9 satt vi konstant vekst for Schibsted lik $T+1$. Dette medfører at vi benytter oss av «Gordon Growth Model», som brukes for å verdsette selskaper i konstant vekst (Damodaran, 2012, s.324). Kaldestad & Møller (2011, s.30) presenterer formelen slik:

$$\text{Verdi} = \frac{\text{Kontantstrøm}}{(\text{Avkastningskrav} - \text{vekstfaktor})}$$

Dette gir følgende uttrykk, når en tar forutsetning om konstant vekst fra T+1 til uendelig:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{\text{Kontantstrøm til egenkapital}_t}{(1 + \text{ekk}_1) * \dots * (1 + \text{ekk}_t)} + \frac{\text{Kontantstrøm til egenkapital}_{T+1}}{(1 + \text{ekk}_1) * \dots * (1 + \text{ekk}_T) * (\text{ekk} - \text{ekv})}$$

Med dette utgangspunktet, kan en videre presentere konkrete modeller for direkte verdsettelse av egenkapitalen i et selskap – utbyttmodell, fri kontantstrøm modell, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. I tillegg vil det bli presentert en modell som kalles *fri kontantstrøm til egenkapital fra drift*, som er et alternativ til fri kontantstrømmodellen.

11.1.1.1 Utbytte- og fri kontantstrømmodellen

Den eneste kontantstrømmen en i hovedsak mottar når man kjøper aksjer i et børsnotert selskap er utbytte (Damodaran, 2012, s.323). På basis av dette kan utbyttmodellen bli nyttet til å verdsette egenkapital i et selskap, hvor verdien på egenkapitalen er lik nåverdien av framtidig utbytte diskontert med egenkapitalkravet. Dette kan uttrykkes på følgende måte:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{NBU_t}{(1 + \text{ekk}_1) * \dots * (1 + \text{ekk}_t)} + \frac{NBU_{T+1}}{(1 + \text{ekk}_1) * \dots * (1 + \text{ekk}_T) * (\text{ekk} - \text{ekv})}$$

, hvor NBU = netto betalt utbytte, t = år, ekk = egenkapitalkravet, ekv = veksten til egenkapital

Det må imidlertid understrekes at netto betalt utbytte, slik vi har definert det tidligere i oppgaven, tilsvarer fri kontantstrøm til egenkapital. Som en direkte følge av dette vil fri kontantstrømmodellen og utbyttmodellen være nøyaktig den samme, og vi vil derfor ikke benytte oss av utbyttmodellen i denne oppgaven. Damodaran (2012, s. 372) sier riktignok at det finnes flere tilfeller hvor NBU-modellen og FKE-modellen gir forskjellig verdiestimat, men slik vi har definert de to postene i oppgaven, vil estimatet bli det samme.

Fri kontantstrømmodellen kan uttrykkes på følgende måte:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + \text{ekk}_1) * \dots * (1 + \text{ekk}_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + \text{ekk}_1) * \dots * (1 + \text{ekk}_T) * (\text{ekk} - \text{ekv})}$$

, hvor FKE = fri kontantstrøm til egenkapital

I det videre vil det være denne formelen som danner utgangspunktet for vår verdsettelse av Schibsted når vi presenterer estimatet etter den nevnte modellen.

11.1.1.2 Superprofittmodellen

Den neste modellen innenfor egenkapitalmetoden er superprofittmodellen. I en slik modell vil verdien av egenkapitalen være lik den investerte, balanseførte egenkapitalen pluss nåverdien av den superprofitten som denne kapitalen genererer (Kaldestad & Møller, 2011, s. 42) Videre følger det av Damodaran (2012, s.597) at superprofitt til egenkapital er lik:

$$SPE = (ekr - ekk) * EK_{t-1}$$

, hvor ekr = egenkapitalrentabilitet, ekk = egenkapitalkravet, EK = inngående egenkapital.

Dette kan videre kobles til strategisk eierfordel i kapittel 8, hvor vi definerte strategisk eierfordel som superrentabilitet utover kravet gitt ved $ekr - ekk$. Denne fordelten er målt i prosent i kapittel 8, men i kroner vil dette tilsvare superprofitt til egenkapital. Dermed blir verdien av egenkapitalen lik balanseført egenkapital pluss nåverdien av strategisk eierfordel. Den fullstendige formelen vil, under forutsetning av konstant vekst i budsjettperioden T+1 til uendelig, se slik ut:

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

, hvor EK_0 = egenkapital i 2016, SPE = Superprofitt til egenkapital,

11.1.2.3 Superprofittvekstmodellen

Den tredje modellen innenfor egenkapitalmetoden er superprofittvekstmodellen. Av denne modellen følger det at verdien av egenkapitalen til et selskap vil være lik den kapitaliserte verdien av fremtidig inntjening pluss verdien av fremtidig vekst i superprofitt (Penman, 2013, s.185-186). Videre vil uttrykket, under forutsetning av konstant vekst i budsjettperioden T+1 til uendelig, bli følgende:

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

, hvor NRE_1 = Netto resultat til egenkapital i 2017, ΔSPE = Superprofittvekst til egenkapital

Det må videre presiseres at ΔSPE tar hensyn til at avkastningskravet i år t avviker fra avkastningskravet som nettoresultatet til egenkapitalen er kapitalisert med (Knivsfå, F16, s.54). Vi får dermed følgende uttrykk for ΔSPE :

$$\Delta SPE = \frac{(1 + ekk_1) * SPE_t - (1 + ekk_t) * SPE_{t-1}}{(1 + ekk_t)}$$

I utgangspunktet vil dette være den siste modellen innenfor egenkapitalmetoden, men som nevnt innledningsvis vil vi presentere en alternativ modell som kalles *fri kontantstrøm fra drift til egenkapital-modellen*.

11.1.1.4 Fri kontantstrøm fra drift til egenkapital-modellen

Denne modellen er litt annerledes enn de som ble presentert ovenfor, ved at vi beregner nåverdi av fri kontantstrøm fra drift til egenkapital. Modellen er presentert av Knivsfå (2017, F.16, s. 33) som et alternativ til fri kontantstrøm til egenkapital-modellen. Utgangspunktet for modellen er et argument for at finansielle eiendeler egentlig er fri og dermed kan deles ut umiddelbart uten å skade den framtidige driften. Dermed blir verdien av egenkapitalen lik balanseverdi av finansielle eiendeler pluss nåverdien av fri kontantstrøm fra drift til egenkapital. Dette kan uttrykkes slik:

$$VEK_0 = VFE_0 + \sum_{t=1}^T \frac{FKED_t}{(1 + dekk_1) * \dots * (1 + dekk_t)} + \frac{FKED_{T+1}}{(1 + dekk_1) * \dots * (1 + dekk_T) * (dekk - ekv)}$$

, hvor VFE = Finansielle eiendeler til virkelig verdi, $FKED$ = Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift. $dekk$ = driftsegenkapitalkravet

I kapittel 9 har vi valgt å sette *fer* lik *fek*, noe som gjør at bokført verdi av finansielle eiendeler vil tilsvare virkelig verdi. Dermed vil bokført verdi på finansielle eiendeler per 31.12.2016 bli brukt når vi anvender denne modellen senere. I tillegg benyttes det såkalte *driftsegenkapitalkravet* som ble estimert i kapittel 10. I tillegg kommer fri kontantstrøm til egenkapital fra drift som er funnet på følgende måte:

$$FKED_t = FKE_t - (NFI_t - \Delta FE_t)$$

, hvor FKE = fri kontantstrøm til egenkapital, NFI = netto finans inntekt, ΔFE = endring i finansielle eiendeler

Med utgangspunkt i nevnte formler, vil vi under kapittel 11.2 benytte oss av samtlige av disse for å finne første estimat på egenkapitalverdien til Schibsted. Til tross for relativt ulike modeller, vil alle modellene, bortsett fra $FKED$ -modellen, gi samme verdiestimat ved

konsekvent bruk. FKED-modellen gir et annet estimat på grunn av budsjetterte vekter, men dette behandles senere i kapittelet.

11.1.2 Selskapskapitalmetoden

Den andre metoden for fundamental verdsettelse som ble presentert i kapittel 3, var selskapskapitalmetoden. Denne metoden skiller seg fra egenkapitalmetoden, da denne metoden innebærer en indirekte verdsettelse av egenkapitalen. Det vil si at første steget er å verdsette hele selskapet og deretter trekke fra verdien av gjeld (Koller et al., 2010, s. 105):

$$VEK = \text{Verdi av selskapet} - \text{verdi av gjeld}$$

Vi vil også trekke ut verdien til minoritetsinteressen, fordi vårt mål er å verdsette egenkapitalen til majoriteten.

Tidligere har vi valgt å fokusere på netto driftskapital og sysselsatt kapital, fremfor totalkapitalen i selskapet. Dette medfører at en innenfor selskapskapitalmetoden, får ytterligere to metoder – sysselsatt kapitalmetoden (SSK-metode) og netto driftskapitalmetode (NDK-metode). Vi vil benytte oss av begge, for å gi et så grundig bilde av Schibsteds verdi som mulig.

Felles for metodene er at de samme modellene er brukt som ved egenkapitalmetoden: fri kontantstrømmodell, superprofittmodell og superprofittvekstmodell. Modellene innenfor metodene er ekvivalente, men det er verdt å understreke at innenfor netto driftskapitalmetoden vil netto driftskapitalen verdsettes, før en trekker ut *netto* finansiell gjeld. Innenfor sysselsatt kapitalmetoden, vil en derimot verdsette den sysselsatte kapitalen, men trekke ut finansiell gjeld.

Vi kommer ikke til å verdsette gjelden i Schibsted, verken finansiell eller netto finansiell gjeld, ettersom vi har satt gjeldskravene lik gjeldsrenten. Bokført verdi blir dermed lik virkelig verdi.

11.2 Første estimat

Vi vil nå presentere første estimat på egenkapitalverdien til Schibsted per. 31.12.2016 med utgangspunkt i presentasjonen i forrige delkapittel. Det er viktig å presisere at dette kun er *første* estimat, ettersom egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden gir ulike anslag når man nytter budsjetterte vekter fremfor verdivekter, og det samme ville gjelde mellom netto

driftskapital- og sysselsatt kapitalmetoden. Metodene vil imidlertid gi samme estimat ved konvergering og konsistent bruk, noe vi vil ta for oss i kapittel 11.4 når vi skal finne et endelig estimat.

11.2.1 Egenkapitalmetoden

Nå vil første estimat etter egenkapitalmetoden presenteres, samt første estimat etter FKED-modellen. Som diskonteringsfaktor er egenkapitalkravet benyttet, slik det er presentert i kapittel 10. For FKED-modellen anvendes driftsegenkapitalkravet.

Fri kontantstrøm til egenkapital-modellen												
Tall i MNOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Fri kontantstrøm til egenkapital		1050	689	848	1003	1375	1368	1339	1255	1193	759	795
/ Diskonteringsrente		1,046	1,097	1,151	1,209	1,272	1,339	1,413	1,495	1,586	1,687	0,023
= Nåverdi til T	8290	1004	629	736	830	1081	1021	948	839	752	450	34404
+ Nåverdi til horisontverdien	34404											
= Verdi av egenkapital	42694											

Tabell 108: Fri kontantstrøm til egenkapital-modellen

Superprofitt til egenkapital-modellen												
Tall i MNOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Balansført egenkapital	14765											
Superprofitt til egenkapital		231	456	738	1032	1372	1282	1129	919	711	477	499
/ Diskonteringsrente		1,046	1,097	1,151	1,209	1,272	1,339	1,413	1,495	1,586	1,687	0,023
= Nåverdi til T	6312	221	416	641	854	1079	958	799	614	448	283	21618
+ Nåverdi til horisontverdien	21618											
= Verdi av egenkapital	42694											

Tabell 109: Superprofitt til egenkapital-modellen

Superprofittvekst til egenkapital-modellen													
Tall i MNOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Nettoresultat i år 1		914											
→ Kapitalisert nettoresultat	19752												
Superprofittvekst til egenkapital			225	279	290	333	-98	-163	-220	-218	-241	14	16
/ Diskonteringsrente			1,046	1,097	1,151	1,209	1,272	1,339	1,413	1,495	1,586	1,687	0,023
= Nåverdi fra år 2 til T+1	352		215	254	252	275	-77	-122	-156	-146	-152	8	709
→ Kapitalisert verdi fra år 2 til T+1	7614												
Horisontverdi	709												
→ Kapitalisert horisontverdi	15328												
= Verdien av egenkapitalen	42694												

Tabell 110: Superprofittvekst til egenkapital-modellen

Som en ser er første estimat på egenkapitalen etter egenkapitalmetoden lik MNOK 42 694, og grunnet ekvivalente modeller, er estimatet likt i alle tre modeller. Dette svarer til en verdi per aksje på omtrent NOK 188,87. Vi vil nå presentere modellen *fri kontantstrøm til egenkapital fra drift (FKED)*, hvor diskonteringsrenten er *driftsegenkapitalkravet* og ikke egenkapitalkravet.

Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift-modellen												
Tall i MNOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift		1256	811	991	1174	1553	1546	1512	1419	1344	952	876
/ Diskonteringsrente		1,050	1,106	1,167	1,232	1,303	1,380	1,465	1,559	1,664	1,781	0,037
= Nåverdi fra 1 til T	9326	1196	733	849	952	1191	1121	1032	910	808	534	23675
+ Nåverdi til horisontverdien	23675											
= Verdi av driftsegenkapitalen	33001											
+ Bokførte finansielle eiendeler	1404											
= Verdien av egenkapital	34405											

Tabell 111: Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift-modellen

Etter denne modellen blir første estimat *lavere* enn modellene i egenkapitalmetoden, da estimatet er MNOK 34 405. Dette skyldes at i beregningen av driftsegenkapitalkravet er det benyttet budsjetterte vekter, og ikke verdivekter. Dette er noe vi vil komme tilbake til i kapittel 11.3

11.2.2. Selskapsmetoden

Her vil resultatene fra selskapsmetoden presenteres og kommenteres. Som presisert tidligere, vil finansiell, samt netto finansiell, gjeld ikke bli verdsatt. Første estimat på verdien av minoritetsinteressene vil bli presentert helt avslutningsvis i kapitlet.

11.2.2.1 Sysselsatt kapitalmetode

Vi vil nå presentere første estimat etter sysselsatt kapitalmetoden, hvor fokuset vil være på sysselsatt kapital med tilhørende kontantstrøm, superprofitt og superprofittvekst.

Diskonteringsfaktoren under denne modellen er sysselsatt kapitalkrav.

Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital-modellen												
Tall i MNOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital		455	639	712	804	1168	1171	1169	1156	1132	603	754
/ Diskonteringsrente		1,041	1,086	1,132	1,182	1,234	1,290	1,353	1,423	1,501	1,588	0,012
= Nåverdi fra 1 til T	6999	437	589	629	680	946	908	865	813	754	380	61405
+ Horisontverdi	61405											
= Verdi av sysselsatt kapital	68404											
- Bokført finansiell gjeld	3907											
- Verdi på minoritetsinteresser	887											
= Verdien av egenkapital	63609											

Tabell 112: Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital-modellen

Superprofitt til sysselsatt kapital-modellen												
Tall i MNOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Balanseført sysselsatt kapital	18977											
Superprofitt til sysselsatt kapital		306	514	792	1084	1422	1328	1170	955	741	501	522
/ Diskonteringsrente		1,041	1,086	1,132	1,182	1,234	1,290	1,353	1,423	1,501	1,588	0,012
= Nåverdi fra 1 til T	6911	294	473	700	918	1152	1029	865	671	494	315	42516
+ Horisontverdien	42516											
= Verdien av sysselsatt kapital	68404											
- Bokført finansiell gjeld	3907											
- Verdi på minoritetsinteresser	887											
= Verdien av egenkapital	63609											

Tabell 113: Superprofitt til sysselsatt kapital-modellen

Superprofittvekst til sysselsatt kapital-modellen													
Tall i MNOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Nettoreultat til sysselsatt kapital		1090											
→ Kapitalisert nettoreultat	26382												
Superprofittvekst til sysselsatt kapital / Diskonteringsrente			207	277	290	333	-99	-166	-225	-223	-248	13	18
= Nåverdi fra år 2 til T+1	303		1,041	1,086	1,132	1,182	1,234	1,290	1,353	1,423	1,501	1,588	0,012
→ Kapitalisert verdi fra år 2 til T+1	7341												
Horisontverdien	1433												
→ Kapitalisert horisontverdi	34681												
= Verdien av sysselsatt kapital	68404												
- Bokført finansiell gjeld	3907												
- Verdi på minoritetsinteresser	887												
= Verdien av egenkapital	63609												

Tabell 114: Superprofittvekst til sysselsatt kapital-modellen

Også her vil modellene gi identiske estimat på MNOK 63 609, til tross for ulike formler og utgangspunkter. Likevel blir estimatet ulikt fra både egenkapitalmetoden og FKED-modellen, noe vi vil ta for oss i kapittel 11.3

11.2.2.2 Netto driftskapitalmetode

Den andre, og siste, metoden innenfor selskapsmetoden er netto driftskapitalmetoden. Her vil utgangspunktet for kontantstrømmene være netto driftskapital, og ikke sysselsatt kapital.

Følgelig vil diskonteringsfaktoren her være netto driftskravet.

Fri kontantstrøm til netto driftskapital-modellen												
Tall i MNOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Fri kontantstrøm til netto driftskapital		660	761	856	974	1345	1350	1342	1320	1283	795	835
/ Diskonteringsrente		1,045	1,093	1,143	1,197	1,254	1,316	1,384	1,461	1,547	1,643	0,019
= Nåverdi fra 1 til T	8176	632	696	749	814	1073	1026	970	903	829	484	43127
+ Horisontverdi	43127											
= Verdi av netto driftskapital	51302											
- Bokført finansiell gjeld	2503											
- Verdi på minoritetsinteresser	887											
= Verdien av egenkapital	47912											

Tabell 115: Fri kontantstrøm til netto driftskapital-modellen

Superprofitt til netto driftskapital-modellen												
Tall i MNOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Balanseført netto driftskapital	17573											
Superprofitt til netto driftskapital / Diskonteringsrente		292	513	791	1082	1420	1326	1168	953	739	499	522
= Nåverdi fra 1 til T	6762	279	469	691	904	1132	1008	844	652	478	304	26968
+ Horisontverdien	26968											
= Verdien av netto driftskapital	51302											
- Bokført finansiell gjeld	2503											
- Verdi på minoritetsinteresser	887											
= Verdien av egenkapital	47912											

Tabell 116: Superprofitt til netto driftskapital-modellen

Superprofittvekst til netto driftskapital-modellen													
Tall i MNOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Netto driftsresultat		1080											
→ Kapitalisert netto driftsresultat	24077												
Superprofittvekst til netto driftskapital / Diskonteringsrente			220	277	290	333	-99	-166	-225	-224	-248	15	17
= Nåverdi fra år 2 til T+1	324		1,045	1,093	1,143	1,197	1,254	1,316	1,384	1,461	1,547	1,643	0,019
→ Kapitalisert verdi fra år 2 til T+1	7230												
Horisontverdien	897												
→ Kapitalisert horisontverdi	19996												
Verdien av netto driftskapital	51302												
- Bokført finansiell gjeld	2503												
- Verdi på minoritetsinteresser	887												
= Verdien av egenkapital	47912												

Tabell 117: Superprofittvekst til netto driftskapital-modellen

Første estimat etter netto driftskapitalmetoden er lik MNOK 47 912, og tilsvarer en verdi per aksje på omtrent NOK 211,95. Estimaten er ulikt de andre metodene, men gjennom en konvergeringsprosess, vil de konvergere mot et felles estimat. Før vi tar for oss dette, skal vi verdsette minoritetsinteressen i Schibsted.

11.2.2.3 Minoritetsinteresser

Her vil første estimat av minoriteten presenteres. I denne verdsettelsen vil det benyttes fri kontantstrøm, superprofitt og superprofittvekst til minoritet. I tillegg vil diskonteringsfaktoren være minoritetskravet fra kapittel 10.

Fri kontantstrøm til minoritet-modellen												
Tall i MNOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Fri kontantstrøm til minoritet		82	68	63	57	56	55	53	51	49	38	41
/ Diskonteringsrente		1,072	1,152	1,239	1,334	1,437	1,551	1,677	1,818	1,976	2,153	0,085
= Nåverdi fra år 1 til T	406	77	59	51	43	39	35	32	28	25	18	482
+ Horisontverdi	482											
= Verdien av minoritetsinteresser	887											

Tabell 118: Fri kontantstrøm til minoritet-modellen

Superprofitt til minoritet-modellen												
Tall i MNOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Balanseført minoritetsinteresse	305											
Superprofitt til minoritet		61	56	53	50	47	44	39	34	28	22	23
/ Diskonteringsrente		1,072	1,152	1,239	1,334	1,437	1,551	1,677	1,818	1,976	2,153	0,085
= Nåverdi fra år 1 til T	314	57	49	43	38	33	28	24	19	14	10	268
+ Horisontverdien	268											
= Verdien av minoritetsinteresser	887											

Tabell 119: Superprofitt til minoritet-modellen

Superprofittvekst til minoritet-modellen													
Tall i MNOK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Netto minoritetsresultat		83											
→ Kapitalisert nettoresultat	1149												
Superprofittvekst til minoritet / Diskonteringsrente			-5	-3	-3	-3	-4	-5	-5	-6	-7	1	1
= Nåverdi fra år 2 til T+1	-28		1,072	1,152	1,239	1,334	1,437	1,551	1,677	1,818	1,976	2,153	0,085
→ Kapitalisert verdi fra år 2 til T+1	-385		-5	-3	-2	-2	-2	-3	-3	-3	-4	0	9
Horisontverdien	9												
→ Kapitalisert horisontverdi	123												
= Verdien av netto driftskapital	887												

Tabell 120: Superprofittvekst til minoritet-modellen

Som det kommer frem av tabellene vil første estimat av minoritetsinteressene, uavhengig av modell, være tilnærmet lik MNOK 887.

11.2.3 Oppsummering av første estimat

Estimatet kan oppsummeres i følgende tabell, hvor også første estimat per aksje kommer klart fram. Denne er estimert på basis av et gjennomsnitt av alle modellene som er presentert over.

	FK-modell = NBU modell	Superprofitt-modell	Δ Superprofitt-modell
EK-metode	42694	42694	42694
NDK-metode	47912	47912	47912
SSK-metode	63609	63609	63609
FKED-modell	34405	34405	34405
Gjennomsnitt	47155	47155	47155
Per aksje	209	209	209

Tabell 121: Oppsummering av metoder og modeller i første estimat

Gjennomsnittlig verdi av egenkapitalen, når en ser alle metoder og modeller under ett, utgjør MNOK 47 155 i 2016. Dette tilsvarer en aksjekurs på NOK 209 per aksje. I det følgende vil vi nå illustrere fremgangsmåten for å finne et *endelig* fundamentalt estimat, hvor estimatene blir identisk uavhengig av metode og modell.

11.3 Konvergens mot endelig estimat

Slik det er presentert over, så gir egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden ulike estimater. Innenfor selskapsmetoden avviker NDK- og SSK-metoden. I tillegg følger FKED modellen, som også avviker fra de nevnte metoder. Grunnen til dette er at verdiestimatene er beregnet med avkastningskravene til budsjetterte vekter og ikke virkelig verdi. For å komme frem til et endelig verdiestimat, er vi derfor nødt å oppdatere vektene sekvensielt mot virkelig verdi, basert på verdiestimatet vi fant over. Denne prosessen vil gjøre at estimatet konvergerer mot et felles verdiestimat for både egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden, da disse to metodene er ekvivalente så fremt kravene er verdivektet. Knivsflå (2017, F17, s.55) presenterer følgende steg i en slik konvergeringsprosess:

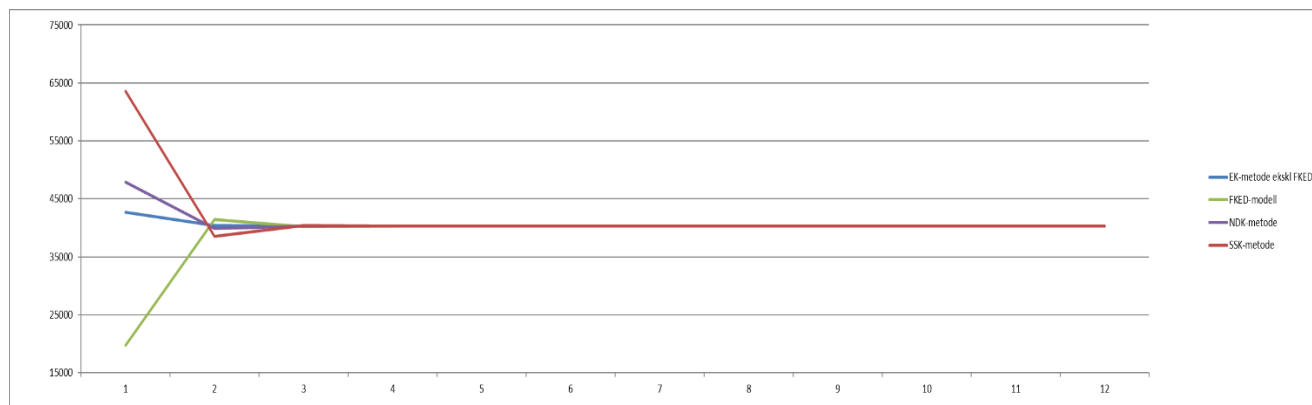
1. Start med budsjetterte balanseverdier i vektingen til avkastningskrav.
2. Finn estimat på verdiene i balansen.
3. Gjennomfør vekting på basis av oppdatert verdiestimat.
4. Gjennomfør steg 2 og 3 på nytt fram til verdiene etter egenkapital- og selskapskapitalmetoden, samt FKED-modellen, gir et felles verdiestimat.

Ettersom vi allerede har funnet avkastningskravet med budsjetterte vekter, og funnet et estimat på grunnlag av disse, vil steg 3 være vårt startpunkt i prosessen. Vi starter med å oppdatere budsjettet fra kapittel 9 med verdiene funnet i de foregående delkapitlene, før vi oppdaterer vektene med disse verdiene. Vi går så tilbake til steg 2 for å finne nye estimater på verdiene, som igjen brukes til å oppdatere vektene. Dette vil gjentas i x-antall steg, helt til vi finner et felles verdiesestimater. Dette illustreres i tabellen, hvor en klart ser utviklingen i estimatet og hvordan avviket blir mindre etter hvert som vi oppdaterer med verdivekter:

Steg	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
EK-metode ekskl FKED	42694	40398	40267	40274	40274	40274	40274	40274	40274	40274	40274	40274
FKED-modellen	19752	41490	40201	40277	40274	40274	40274	40274	40274	40274	40274	40274
EK-metode inkl FKED	36959	40671	40251	40275	40274	40274	40274	40274	40274	40274	40274	40274
NDK-metode	47912	39847	40288	40273	40274	40274	40274	40274	40274	40274	40274	40274
SSK-metode	63609	38550	40367	40270	40274	40274	40274	40274	40274	40274	40274	40274
SK-metode	55760	39198	40327	40272	40274	40274	40274	40274	40274	40274	40274	40274
GJENNOMSNITT (VEKTET)	48240	39787	40297	40273	40274	40274	40274	40274	40274	40274	40274	40274
Avvik i %	38,9759598367 %	-3,6999220091 %	0,1898320976 %	-0,0088217407 %	0,0003931912 %	-0,0000175556 %	0,0000007834 %	-0,0000000350 %	0,0000000016 %	-0,0000000001 %	0,0000000000 %	0,0000000000 %

Tabell 122: Konvergeringsprosessen

Utviklingen kan også presenteres grafisk, for en tydeligere fremstilling av konvergensprosessen fordelt på metoder:



Figur 47: Konvergeringsprosessen

Som en ser, er avviket mellom metodene størst helt i starten, når den er på ca. 39 prosent. Deretter faller avviket til -3,7 prosent, før det konvergerer mot et sammenfallende estimat med et avvik tilnærmet lik 0 prosent etter 12 steg. Vi kunne riktignok stoppet konvergeringsprosessen tidligere, men for å være helt sikker på at estimatet er felles på tvers av metodene valgte vi å utføre noen ekstra runder.

Basert på dette, vil endelig, fundamentalt verdiesestimater på egenkapitalen være lik MNOK 40 274 per 31.12.16. Dette gir en verdi per aksje på NOK 178,15.

11.3.1 P/B og P/E

Basert på verdierestimatet over kan vi finne pris/bok (P/B)- og pris/fortjeneste (P/E)-forholdet til Schibsted, som videre kan kobles til strategi og strategisk fordel. Kaldestad & Møller (2011, s.161) sier at P/B-forholdet gir en indikasjon på selskapets evne til verdiskaping, der en P/B-ratio som overstiger 1 indikerer at selskapet har en strategisk fordel i framtiden gjennom at de skaper merverdier på selskapets eiendeler. Dersom den er lavere enn 1, er det forventet at selskapet ødelegger verdier for aksjonærene og har dermed en strategisk ulempe (Kaldestad & Møller, 2011, s.161).

For P/E-forholdet er det forventet at selskapet har en voksende strategisk fordel dersom P/E er høyere enn *1/ekk*. Hvis P/E er lavere enn *1/ekk* er det forventet at de har en fallende strategisk fordel. (Knivsflå, 2017, F16, s.59).

Under følger en sammenligning mellom vårt estimat og konsensus, hvor børsverdi og kursmål er hentet fra Dagens Næringsliv (2017), og delt på nettoresultat til egenkapital (*NRE*).

	P/B	P/E
Børsverdi	2,92	58,10
Kursmål	4,13	82,32
Vårt estimat	2,73	54,27

Tabell 123: Sammenligning av P/B og P/E

Schibsted har et P/B-forhold lik 2,73, som er betydelig over 1. Dette viser at Schibsted er forventet å ha sterke merverdier på de balanseførte eiendelene. Dette er konsistent med analyse av strategisk fordel i kapittel 10. Vårt P/B forhold er likevel lavt relativt til finansanalytikerne som har en P/B på over 4. Dette viser at de forventer at Schibsted skaper enda større merverdier på sine eiendeler enn det vi har budsjettert.

P/E-forholdet er 54,27. Dette tallet er høyt, særlig i forhold til *1/ekk*-forholdet i 2017 på 21,791. Vi forventer dermed at Schibsteds strategiske fordel vil øke betydelig framover. I forhold til kursmålets P/B-forhold er dette likevel relativt lav, da denne er på 82,32.

Finansanalytikere forventer en betydelig større vekst enn oss.

Implisitt i kursmålet ligger en enda høyere forventning om at Schibsted vil etablere seg som en global «vinner» innen rubrikk, uten at en tar tilstrekkelig hensyn til internasjonal konkurranse. Det som likevel er felles er at Schibsted forventes å ha en økende strategisk fordel i perioden fremover. Dette viser seg klart i vårt verdierestimat og i børsverdien, men viser

seg enda sterkere i analytikerne sine antakelser. Dette er drøftet i mer detaljert i kapittel 13.

11.4 Analyse av usikkerhet

Verdiestimatet er et punkttestimat, eller med andre ord, en forventningsverdi som er bygget på den forventede utviklingen til budsjett- og verdidriverne (Knivsflå, 2017, F18, s. 20).

Forventningen er basert på den strategiske regnskapsanalysen. Det er imidlertid usikkerhet knyttet til utviklingen av budsjett- og verdidrivere, noe som er målt med variansen til verdiestimatet. I dette kapitlet skal vi kartlegge og klargjøre usikkerheten i verdiestimatet: Først skal vi ta hensyn til konkursrisiko, og deretter analyserer vi usikkerheten i kritiske budsjett- og verdidrivere.

11.4.1 Konkursrisiko

Fremtidsregnskapet er utarbeidet under forventning om fortsatt drift. Konkursrisiko er tatt hensyn til på en implisitt måte gjennom fastsettelsen av kredittrisikopremie (*krp*) i framtidig finansielt gjeldskrav (*fgk*). Det eksisterer likevel en fare for at konkursrisikoen er litt undervurdert i verdiestimatet, og følgelig skal vi justere fundamentalverdien for konkursrisiko. Knivsflå (2017, F18, s. 32) viser til en formel for å fange opp konkursrisikoen:

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

der, *FVEK* = Fundamentalverdi av EK gitt fortsatt drift, *LVEK* = Likvidasjonsverdi av EK, *p* = sannsynlighet for framtidig konkurs

Likvidasjonsverdien representerer den substansverdi som står igjen til eierne når realiseringen av verdien i virksomheten skjer raskt. Ved konkurs selges eiendeler normalt til en lavere pris enn i andre omstendigheter, for at salget skal kunne skje raskt. Konsekvensen er at likvidasjonsverdien ofte er tilnærmet lik null for eierne (Knivsflå, 2017, F18, s. 33). At Schibsteds eiendeler er immaterielle eiendeler med usikker realisasjonsverdi, f.eks. investeringer i markedsføring, støtter denne konklusjonen, og derfor velger vi å sette likvidasjonsverdien lik null.

Siden vi allerede har tatt hensyn til konkursrisiko i kredittrisikopremien til finansielt gjeldskrav, velger vi å justere det fundamentale verdiestimatet kun for kortsiktig konkursrisiko, og ikke langsiktig konkursrisiko. Da syntetisk rating framover i tid hovedsakelig er BBB-, velger vi en kortsiktig sannsynlighet på konkurs som ligger litt under en ren BBB, på 0,6 prosent (Knivsflå, 2017, F18, s. 34).

Ved å justere for konkurserisiko, blir det justerte verdiestimatet lik 177,08. Forskjellen er imidlertid så liten at vi ikke velger å bruke det justerte verdiestimatet videre.

11.4.2 Simuleringsanalyse

Videre skal vi utføre en simulering for å klargjøre usikkerheten i verdiestimatet. Dette gjøres ved å sette kritiske budsjett- og verdidrivere til stokastiske variabler (Knivsflå, 2017, F18, s. 37). Resultatet blir at vi får en fordeling over verdiestimatet som lettere synliggjør usikkerheten.

Crystall Ball, et tilleggsverktøy til Excel som er utviklet av Oracle, brukes til å utføre simuleringen, og det er budsjettpunktene som settes lik stokastiske variabler. For å utføre simuleringen, må vi definere fordelingen til de ulike kritiske driverne. Siden vi ikke vet de faktiske fordelingene, må vi estimere dem, og det eksisterer følgelig usikkerhet i den resulterende fordelingen til verdiestimatet også.

Det brukes to ulike fordelinger: Normalfordeling og uniform fordeling. Normalfordelingen er formulert som $N(\text{forventet verdi; standardavvik})$, og kurven er formet som en bjelle, mens uniform fordeling er skrevet som $U(\text{Nedre grense; øvre grense})$ der hver observasjon har like stor sannsynlighet for å bli trukket ut. De kritiske driverne og de respektive fordelingene er presentert i tabellen nedenfor:

Kritisk budsjett- og verdidriver	Fordeling
div i punkt 2	N(4%, 2%)
div i punkt M	N(7%, 3%)
div i punkt T	U(4%, 6%)
ndm i punkt 1	N(6,7%, 1%)
ndm i punkt 2	N(8%, 1%)
ndm i punkt M	N(12%, 2 %)
ndm i punkt T	U(5%, 11%)
onde i punkt 1	N(0,918, 0,110)
onde i punkt 2	N(0,932, 0,110)
onde i punkt M	N(0,980, 0,165)
onde i punkt T	N(1,047 , 0,080)
Niborrente i punkt T	U(2,6%, 3,6%)
mrp	U(4,4%, 5,4%)
Egenkapitalbeta utgang	N(0,788, 0,100)
Finansiell gjeldsdel	U(0,20, 0,40)

Tabell 124: Kritiske budsjett- og verdidrivere

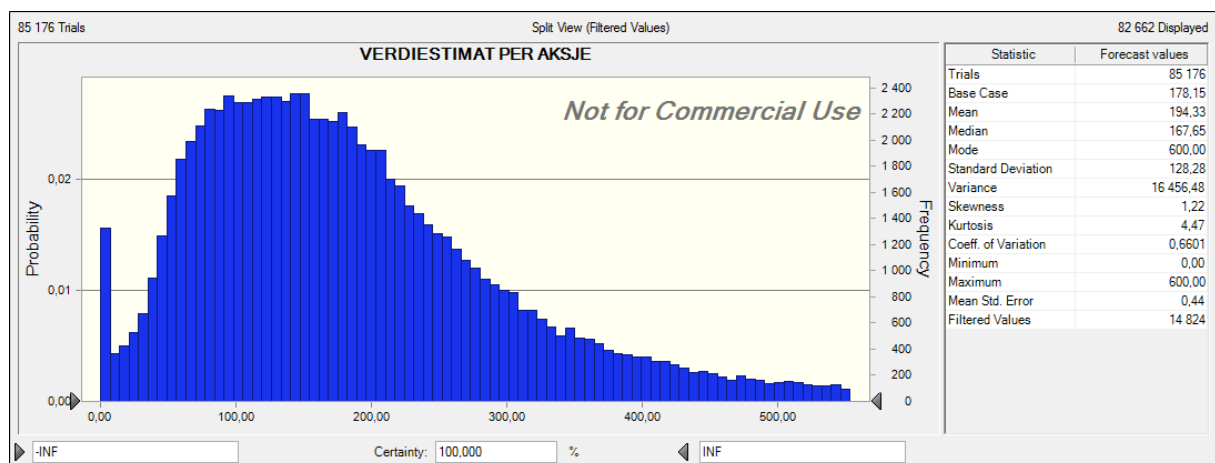
Forventet verdi er tallene som ble fremskrevet i kapittel 9 og 10. Standardavvikene for budsjettdriverne i punkt 1 og 2 er satt lik standardavviket i analyseperioden; det samme gjelder egenkapitalbetaen. Standardavviket i senere år er justert opp skjønnsmessig med en

oppjusteringsfaktor, for å ta hensyn til den økte usikkerheten i framtiden. Nedre og øvre grense på uniform fordelinger er også fastsatt på en skjønsmessig basis.

Vi har også tatt hensyn til potensielle korrelasjoner i simuleringen. Virksomheter som har høy driftsmargin, har typisk et lavt omløp til netto driftsmargin (Knivsflå, 2017, F18, s. 55). Vi har derfor satt korrelasjonskoeffisienten mellom *ndm* og *onde* til -0,2. I analyseperioden har Schibsted hatt en positiv korrelasjonskoeffisient mellom *ndm* og *fgd*; noe som tyder på at Schibsted øker finansiell gearing når driftsmarginen er høy. Den framtidige korrelasjonskoeffisienten er dermed satt til 0,1.

Høy økonomisk vekst tenderer å korrelere med høye krav, da alternativkostnad for kapitalbruk blir høy (Knivsflå, 2017, F18, s. 57). Korrelasjonskoeffisienten mellom *div i punkt T* og *mrp* er derfor satt til 0,2.

I simuleringen har vi satt en nedre grense på 0, ettersom trekninger under 0 ikke gir mening for en selskapsform med begrenset ansvar; en eier kan ikke tape mer enn det som han har innskutt i kapital. Vi har også satt en øvre grense på 600, for å unngå trekninger som er for ekstreme. I tillegg filtrerer vi vekk alle trekninger hvor egenkapitalkravet overstiger egenkapitalvekst ($ekk > ekv$) i «steady state»; dette inkluderer også de tilfeller hvor netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav overstiger konstant vekst. Men vi har *ikke* en restriksjon som gjør at egenkapitalrentabilitet ikke er mindre enn egenkapitalkravet i «steady state» ($ekr_T - ekk_T \geq 0$). Noen av uttrekningene kan altså gi et resultat med permanent strategisk ulempe, og da vil man trolig legge ned virksomheten.

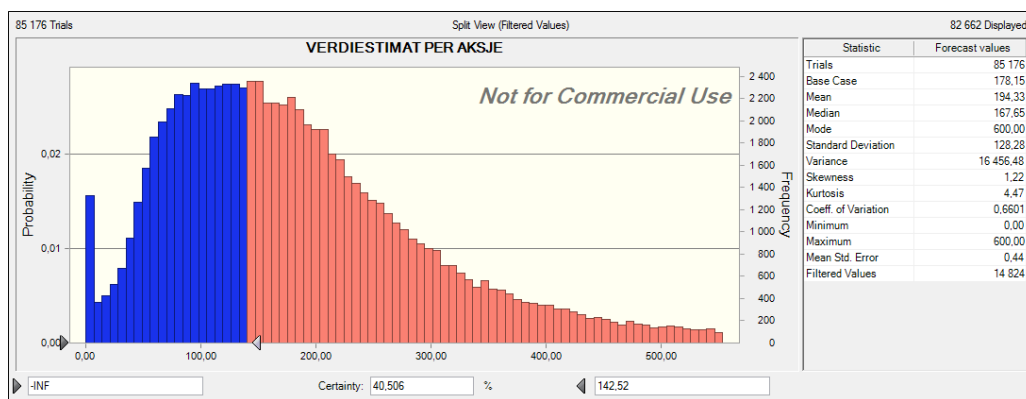


Figur 48: Fordeling til verdiestimat per aksjer

Ovenfor er fordelingen til verdiestimatet per aksje, som vi fikk ved å kjøre en simulering med 100 000 trekninger, hvor 14 824 trekninger ble filtrert bort fordi kravene var mindre enn

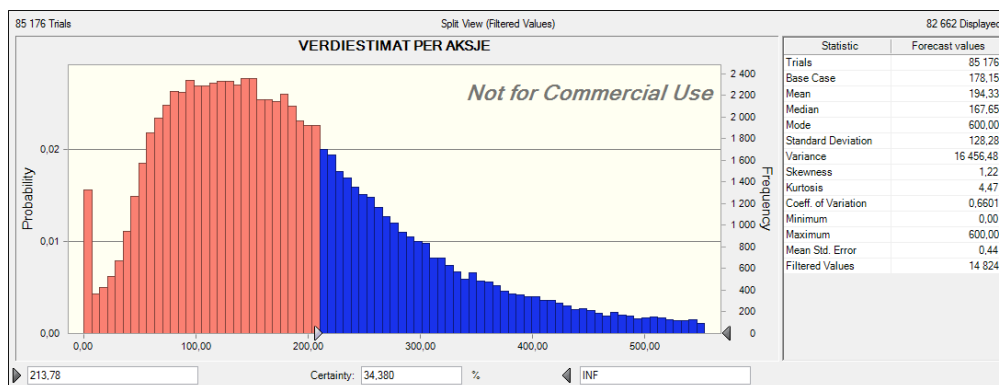
veksten i «steady state». Gjennomsnittet ligger på 194,33, altså ca. 9 prosent høyere enn den estimerte fundamentalverdien på 178,15. Det høye gjennomsnittet følger av forskyvning av fordelingen mot høyre, som lett kan observeres på kurven over. En skjevhet («skewness») på 1,22 underbygger dette; en symmetrisk fordeling vil til sammenligning ha en skjevhet på 0.

Kurven viser at det eksisterer stor usikkerhet i verdiestimatet. Standardavviket på 66 prosent gir et mål på denne variasjonen. Dette er et prosentvis, årlig standardavvik («coefficient of variation»). Med et såpass stort standardavvik vil majoriteten av trekningene (68 prosent) ligge innenfor intervallet på ca. 66 prosent over og under gjennomsnittet på 194,33; med andre ord eksisterer det betydelig usikkerhet i punkttestimatet.



Figur 49: "Downside risk"

«Downside risk» er sannsynlighet for at verdien er under 80 prosent av forventet verdiestimat, eller i vårt tilfelle: 142,52 ($178,15 * 0,80$). «Downside risk» er 40,5 prosent, og dette er illustrert i kurven over.



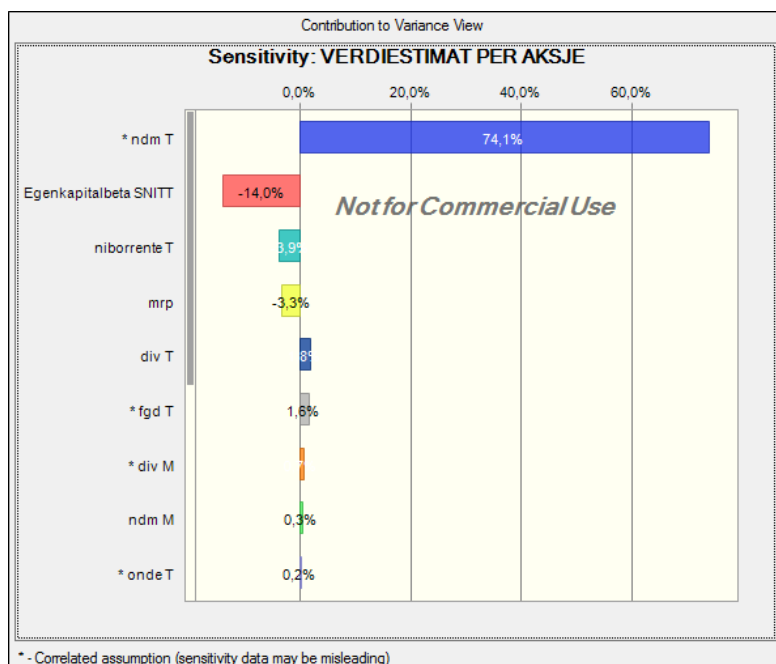
Figur 50: "Upside risk"

«Upside potential» er i motsetning sannsynligheten for at verdien er over 120 prosent av forventet verdiestimat, eller i vårt tilfelle: 213,78 ($178,15 * 1,20$). Som illustrert ovenfor, er «upside potential» lik 34,4 prosent, altså lavere enn «downside risk».

Hvis vi definerer konkurssannsynlighet som sannsynlighet for at verdien er mellom 0 og 0,1, så er den i Schibsteds tilfelle lik 1,2 prosent. Dette tilsvarer en rating på ca. «BB», altså verre enn ratingen vi kom frem til på «BBB-» i risikoanalysen.

11.4.2.1 Sensitivitetsanalyse

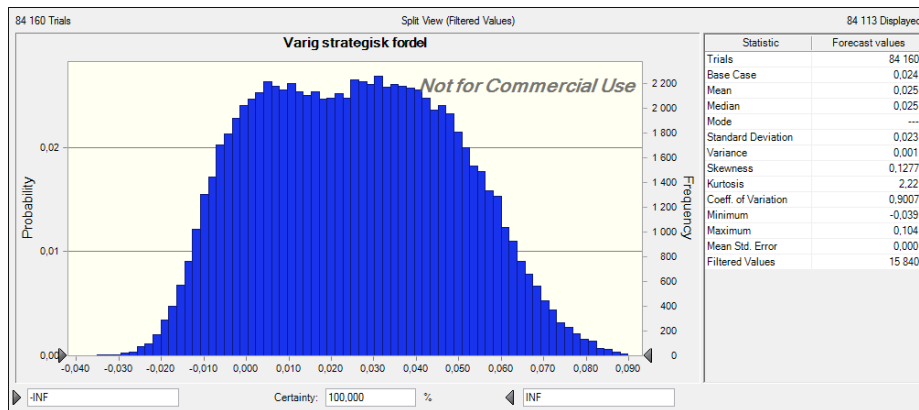
Sensitivitetsanalyse er en analyse av usikkerhet i verdiestimatet ved å justere enkelte verdi- og budsjett drivere og undersøke hvordan dette påvirker verdiestimatet (Knivsflå, 2017, F18, s. 72). Vi skal bruke en metode kalt variasjonsanalyse i Crystal Ball; det er en analyse som ser hvor mye av variasjonen til verdiestimatet som følger av variasjon i den enkelte budsjett- eller verdidriveren (Knivsflå, 2017, F18, s. 74). Resultatet er illustrert nedenfor.



Figur 51: Sensitivitetsanalyse av verdiestimat per aksjer

Den mest kritiske driveren er uten tvil *ndm* i punkt T, altså netto driftsmargin i «steady state». Denne driveren står for 74,1 prosent av variasjonen i verdiestimatet. Årsaken er at det er denne driveren som bestemmer hvor stor netto driftsresultat, og superprofitt, er i «steady state», og det er denne komponenten som klart har mest tyngde i verdsettelsen. Videre følger estimert gjennomsnittlig egenkapitalbeta som mest kritisk og utgjør -14 prosent av variasjonen. Estimert egenkapitalbeta bestemmer størrelsen på avkastningskravene i alle komponentene i verdsettelsen. Niborrente i punkt T og markedsrisikopremie, to andre sentrale drivere i avkastningskravet, er de nest kritiske og utgjør henholdsvis -3,9 prosent og -3,3 prosent av variasjonen.

Usikkerheten i varig strategiske fordel er vist nedenfor. Som en kan se eksisterer det også stor usikkerhet i varig strategisk fordel som er avgjørende for verdsettelsen.



Figur 52: Fordeling til varig strategisk fordel

11.5 Oppsummering – verdiestimat og usikkerhet

Basert på våre estimeringer, ender det fundamentale verdiestimatet per aksje på NOK 178,15. Det kommer imidlertid fram av simuleringen at det eksisterer betydelig usikkerhet i vårt verdiestimat. Det kan dermed virke uklokt å bruke et punkttestimat uten å ta hensyn til variasjonen i fordelingen. Sensitivitetsanalysen fortalte oss at netto driftsmargin i «steady state» står for den klart største delen av variasjonen. Små variasjoner i marginen, f.eks. på grunn av ny tilgjengelig informasjon, kan dermed gi store endringer i verdiestimatet. Likevel bygger verdiestimatet på våre forventninger fra den strategiske regnskapsanalysen, og formålet med oppgaven er ikke å finne en et feilfritt verdiestimat, men å vurdere om børskursen, og dens implisitte forventninger, er rimelig og utarbeide en investeringsstrategi; dette er omhandlet i kapittel 13.

Kapittel 12 Supplerende verdsettelse

Som presentert i kapittel 3, finnes det tre verdsettelsesteknikker en kan benytte seg av. Vi har allerede anvendt den fundamentale verdsettelsesteknikken og funnet et estimat på NOK 178,15 per aksje. Vi vil nå supplere dette ved å verdsette egenkapitalen ved bruk av komparativ verdsettelse. Som tidligere presisert er ikke teknikkene alternative, men mer et supplement for å finne et samlet estimat. På bakgrunn av dette vil vi derfor, i slutten av dette kapitlet, oppsummere den fundamentale og komparative verdsettelsen. Gjennom vekting av disse vil vi deretter finne et *samlet* verdiesestimert på egenkapitalen i Schibsted per 31.12.16, samt verdi per aksje. Kapitlet starter med en presentasjon av komparativ verdsettelse. Deretter vil vi resonnerer rundt vårt valg av multiplikator, før vi benytter denne multiplikatoren for å finne et komparativt verdiesestimert på Schibsted per 31.12.16.

12.1 Komparativ verdsettelse – oversikt

Komparativ verdsettelse handler om å verdsette eiendeler basert på hvordan lignende eiendeler blir priset i markedet, og er svært populær i praksis (Damodaran, 2012, s.453).

Teknikken består av to hovedkomponenter, hvor den første består av å konvertere priser til multiplikatorer basert på inntjening, bokførte verdier, salg ol. Det andre steget går på å finne komparative selskap som kan brukes i verdsettelsen.

I praksis finnes det utallige multiplikatorer en kan velge mellom, men strengt tatt kan de deles inn i to grupper. En gruppe estimerer selskapsverdien og inkluderer kjente multiplikatorer som EV/EBITDA og EV/EBIT, mens andre multiplikatorer estimerer verdien av egenkapitalen og inkluderer multiplikatorer som P/E og M/B (Petersen et al, 2017, s. 318). Disse to grupperingene representerer henholdsvis selskapskapitalmetoden og egenkapitalmetoden innen komparativ verdsettelse.

Koller et al. (2010, s. 314-315) sier at for å gjennomføre en brukbar analyse av komparative multiplikatorer, bør en merke seg særlig tre kriterier:

1. Første kriteriet er å bruke korrekt multiplikator. Koller et al. (2010, s.314) oppfordrer til å benytte EV/EBITA, da dette er den beste multiplikatoren for de fleste analyser. Dette forklares med at den ikke forstyrres av forskjeller i kapitalstruktur og unormale gevinster og tap – slik tilfellet er for pris/bok-multiplikatoren.

2. Kalkuler multiplikatoren på en konsekvent måte. I dette ligger det at alle multiplikatorene en bruker skal beregnes på samme grunnlag. Hvis en beregningene for en multiplikator er etter skatt, må dette følges til enhver tid, slik at alle størrelser blir etter skatt.
3. Bruk riktig referansegruppe. I hovedsak vil gode komparative selskap være selskaper med samme utsikter for fremtidig vekst og avkastning på investert kapital.

12.2 Valg av multiplikator og komparative selskap.

Damodaran (2012, s.454) presenterer flere ulike typer multiplikatorer, som hver avhenger av sine poster i regnskapet. Blant de som blir omtalt er multiplikatorer som baserer seg på fortjeneste, bokført verdi og omsetning.

Når det kommer til vårt valg av multiplikator, vil vi se bort fra multiplikatorer innenfor egenkapitalmetoden. Dette skyldes at multiplikatorer innen selskapsmetoden er bedre for de fleste analyser, da disse er uavhengig av kapitalstruktur. Koller et al (2010, s. 317-321) presiserer at EV/EBITA multiplikatoren er bedre enn samtlige andre multiplikatorer på både selskaps- og egenkapitalnivå. Derfor velger vi å benytte oss av denne, med det unntak av at vi velger å bruke netto driftsresultat (NDR) fremfor EBITA («earnings before interest, tax, and amortization»), da vårt omgrupperte og justerte resultatregnskap opererer med netto størrelser. Vi bruker også VNDK som et mål på «enterprise value». Dette er også presentert av Knivsflå (2017, F21, s.44), og kan uttrykkes slik:

$$m_k = \frac{EV}{NDR} = \frac{VNDK}{NDR}$$

Vi vil også bruke «verdi-til-bok» tilnærmingen som er presentert i Damodaran (2012, s.532-533). Denne multiplikatoren baserer seg på bokførte verdier, og ser på forholdet mellom markedsverdien til selskapet – «enterprise value» - og bokført verdi av netto driftskapital. Multiplikatoren uttrykkes slik:

$$m_k = \frac{EV}{NDK} = \frac{VNDK}{NDK}$$

Som komparative selskap vil vi benytte oss av de samme selskapene som vi har brukt i bransjeutvalget vårt: Polaris Media, Axel Springer, Sanoma, North-Media og Trinity Mirror. Videre vil «enterprise value» (VNDK) bli hentet fra Yahoo Finance, og vi vil forutsette at disse er korrekte. Vi vil ikke bruke estimat fra kapittel 11, men multiplikatorer utelukkende

basert på offentliggjorte verdier per 15.05.17. På denne måten vil verdiestimatet bli fullt ut komparativt.

12.3 Komparativt estimat

12.3.1 Verdiestimat gjennom VNDK/NDR

Som presentert ovenfor, benytter vi oss av VNDK/NDR-multiplikator, som et alternativ til den mer kjente EV/EBITA. Forskjellen mellom de to er at vårt *netto driftsresultat* er etter skatt og avskrivning, i motsetning til EBITA som er brutto og før avskrivninger. Multiplikatoren er veldig lik P/E - «ratioen», men fokuserer som nevnt på selskapsverdien fremfor verdi per aksje.

Modellen vi vil bruke når vi anvender denne multiplikatoren blir følgende, slik den er presentert av Knivsflå (2017, F.21, s. 44):

$$VEK = m_k * NDR - NFG$$

Resultatet fra denne modellen blir:

Tall i MNOK	EV (VNDK)	NDR
Schibsted	51302	1158
Polaris Media	937	-38
Axel Springer	62133	1456
Sanoma	19949	1446
North-Media	291	-29
Trinity Mirror	33781	1189
Multiplikator	VNDK/NDR	
Schibsted	44,31	
Polaris Media		
Axel Springer	42,67	
Sanoma	13,79	
North-Media		
Trinity Mirror	28,41	
Gjennomsnitt	32,30	
* Netto driftsresultat	1158	
= VNDK	37394	
- Netto finansiell gjeld	2494	
= Verdi på egenkapital	34901	
/ Antall aksjer	226,06	
= Verdi per aksje	165,42	

Tabell 125: Komparativ verdsettelse med VNDK/NDR-multiplikator

For NDR brukes tall fra vårt omgrupperte og justerte regnskap per 2016 for både Schibsted og de komparative selskapene. For de komparative er tall omregnet til norsk valuta per 31.12.16. Multiplikatoren som benyttes vil være gjennomsnittet av samtlige.

Resultatet blir et verdiestimat per aksje på 165,42 kroner. Som en ser er både Polaris og North Media ekskludert fra sammenligningsgrunnlaget, noe som skyldes deres negative netto driftsresultat i 2016. Som en følge av dette, vil sammenligningsgrunnlaget være dårligere enn hvis alle var med, og vi vil derfor legge mer vekt på verdiestimatet gjennom VNDK/NDK-multiplikatoren.

12.3.2 Verdiestimat gjennom VNDK/NDK

VNDK/NDK er den andre multiplikatoren vi vil anvende. I motsetning til den forrige multiplikatoren, vil denne inkludere både Polaris og North-Media, og således ha et bedre sammenligningsgrunnlag.

Modellen for verdsettelsen er:

$$VEK = m_k * NDK - NFG$$

Med dette utgangspunktet, kan resultatet presenteres slik:

Tall i MNOK	EV (VNDK)	NDK
Schibsted	51302	17612
Polaris Media	937	869
Axel Springer	62133	34956
Sanoma	19949	21050
North-Media	291	577
Trinity Mirror	33781	7663
Multiplikator	VNDK/NDK	
Schibsted	2,91	
Polaris Media	1,08	
Axel Springer	1,78	
Sanoma	0,95	
North-Media	0,50	
Trinity Mirror	4,41	
Gjennomsnitt	1,94	
* Netto driftskapital	17612	
= VNDK	34137	
- Netto finansiell gjeld	2494	
= Verdi på egenkapital	31644	
/ Antall aksjer	226,05	
= Verdi per aksje	139,99	

Tabell 126: Komparativ verdsettelse med VNDK/NDK-multiplikator

Fremgangsmåten etter denne modellen vil være identisk med den forrige, men det unntak at det benyttes bokførte verdier for NDK i 2016, både for Schibsted og de komparative selskap. Ved å multiplisere gjennomsnittlig multiplikator med Schibsteds bokførte verdi av NDK i 2016, får vi en verdi på egenkapitalen lik 31 644 MNOK når en trekker ut NFG. Dette tilsvarer en verdi per aksje på 139,99 kroner.

12.4 Oppsummering av komparativ verdivurdering

Gjennom den komparative verdsettelsen, har vi fått to nye verdiestimat på henholdsvis 165,42 gjennom VNDK/NDR-modellen og 139,99 gjennom VNDK/NDK-modellen. Vi uttrykte i kapittel 12.3.1 at grunnet Polaris' og North Medias negative resultat, så vil vi legge mer vekt på VNDK/NDK enn VNDK/NDR. Dette danner utgangspunktet for vårt komparative verdiestimat, som vil være et resultat av vekting av disse to. Dermed vil vi nå, gjennom vekting, komme fram til et samlet verdiestimat for den komparative verdsettelsen

Endelig komparativt verdiestimat	Verdi per aksje	Vekt	Gjennomsnitt
VNDK/NDR	165,42	0,33	55,14
VNDK/NDK	139,99	0,67	93,32
= Verdi per aksje			148,46

Tabell 127: Endelig komparativt verdiestimat

Endelig komparativt verdiestimat fra vår komparative verdsettelse ender på 148,46 kroner per aksje, og avviker fra vårt fundamentale estimat med 16,7 prosent. Dette er på ingen måte avgjørende ettersom, slik vi tidligere har presisert, er de to teknikkene supplerende for å komme fram til et *samlet* verdiestimat.

Kapittel 13 Oppsummering og konklusjon

13.1 Oppsummering

I oppgaven har vi utført en fundamental verdivurdering. Den startet med en strategisk analyse for å identifisere strategisk fordel og risiko til Schibsted og bransjen. Videre gjennomførte vi en regnskapsanalyse for å kvantifisere strategisk fordel gjennom superrentabilitet, og strategisk risiko gjennom syntetisk rating. Med denne innsikten kunne vi utarbeide et fremtidsregnskap med fokus på strategisk fordel. Ved å diskontere fremtidsregnskapet med et fastsatt framtidskrav, kom vi i fram til et fundamentalt verdiesestimater. Verdssettelsen er fullt ut basert på offentlig informasjon.

I den strategiske analysen fant vi ut at bransjen har vært i et skifte hvor de før hadde en stor bransjefordel gjennom geografiske monopoler, men at denne fordelene har blitt betydelig svekket som en konsekvens av internett og nye medievaner. Likevel mener vi at bransjen vil håndtere overgangen til internett på lang sikt ved å optimalisere forretningsmodellene på sine sterke merkevarer, noe som vil resultere i en liten langsiktig bransjefordel.

Schibsted skiller seg fra bransjen ved å ha vært tidlig ute med å satse på online rubrikk og har opparbeidet seg unik erfaring og kompetanse gjennom dette. I dag har Schibsted mange sterke markedsposisjoner i forskjellige land i online rubrikk med høye marginer, noe som har generert hoveddelen av overskuddet til Schibsted i de siste årene. Schibsted har også mange posisjoner, spesielt i fremvoksende markeder, som viser lovende vekstpotensial og trolig vil bidra til en ressursfordel i framtiden når Schibsted høster inn fordelene.

I risikoanalysen kom vi fram til at Schibsted har en gjennomsnittlig rating på BBB-, som må karakteriseres som relativt godt, mens bransjen har en gjennomsnittlig rating på BB+. I superrentabilitetsanalysen ble det funnet at Schibsted hadde en gjennomsnittlig superrentabilitet, eller strategisk fordel til majoriteten, på 2,6 prosent over analyseperioden. Her utgjorde driftsfordelen 3,3 prosent, med ressursfordelen som den største bidragsyteren med 2,3 prosent. En finansieringsulempe fra både netto finansiell gjeld og minoritet bidro med å redusere strategisk fordel.

Fremtidsregnskapet bygget som sagt på innsikt fra strategisk analyse og regnskapsanalyse. Vi budsjetterte med en høy driftsinntektsvekst på mellomlang sikt som følge av at vi mener at online rubrikksegmentet vil se høy vekst i internasjonale posisjoner. Vi har likeså budsjettert en moderat strategisk fordel i drift fordi vi mener at posisjonene i online rubrikk vil fortsette å vokse og være lønnsomme. Strategisk fordel i drift er satt høyest på mellomlang sikt, og vi

forutsetter at den vil synke på lang sikt på grunn av internasjonal konkurranse fra de globale internettsselskapene. Likevel mener vi at Schibsted vil ha en liten varig strategisk fordel fordi Schibsteds unike erfaring i online rubrikk og sterke internasjonale posisjoner vil hindre fullstendig en reversering. I tillegg vil bransjen stabilisere seg og optimalisere sine forretningsmodeller på internett.

I selve verdivurderingen har vi benyttet en rekke ulike verdsettelsesmetoder og -modeller. For å få konsistente verdiestimatet fra de ulike metodene og modellene, har vi brukt en konvergeringsprosess på 12 steg. Verdiestimatet konvergerer mot MNOK 40 274 per 31.12.2016, som tilsvarer NOK 178,15 per aksje.

I den komparative analysen kom vi frem til et verdiestimat per aksje på NOK 148,46. Ved å vekte de to verdiestimatene, kan vi finne et samlet verdiestimat på Schibsteds aksje per 31.12.16. Vi har valgt å legge mer vekt på funnet fra den fundamentale verdsettelsen, da denne bygger på en del mer informasjon sammenlignet med den komparative metoden. Dette gir et samlet verdiestimat på NOK 168,26 per aksje, og fremkommer av tabellen under:

Samlet verdiestimat for Schibsted	Verdi per aksje	Vekt	Gjennomsnitt
Fundamental verdsettelse	178,15	0,67	118,77
Komparativ verdsettelse	148,46	0,33	49,49
= Samlet verdi per aksje 31.12.2016			168,26

Tabell 128: Vektet gjennomsnitt av fundamentalt verdiestimat og komparativt verdiestimat

Selv om verdiestimatet er et punkttestimat, eksisterer det betydelig usikkerhet. Dette ble avdekket i analysen av usikkerhet hvor vi utførte simulering og sensitivitetsanalysen. Det kan stilles spørsmål om verdiestimatet egentlig bør behandles som et punkttestimat, gitt den store usikkerheten. Den klart mest usikre faktoren i verdivurderingen ble funnet til å være budsjettdriveren *netto driftsmargin* som er avgjørende for fastsettelse av superprofitt i «steady state».

Likevel mener vi at verdiestimatet vårt er fornuftig, ettersom den er bygget på innsikt hentet fra strategisk analyse og regnskapsanalyse. Det er overkommelig at det eksisterer stor usikkerhet i verdiestimatet, fordi formålet med verdsettelsen er ikke å finne den nøyaktige virkelige verdien, men å forstå forventningene som ligger implisitt i børsværdien og basere en handlingsstrategi på funnene (Penman, 2013, s. 212).

13.2 Handlingsstrategi

Det siste vi må ta stilling til er hvilken handlingsstrategi, altså investeringsstrategi, vi kan gi til en investor basert på våre funn. Vi tar da utgangspunkt i fundamentalverdien og sammenligner børsverdien med den. Hvis børsverdien ligger innenfor et intervall på 10 prosent i begge retninger av verdiestimatet, gir vi en «hold»-anbefaling. Vi anbefaler en kjøpstrategi hvis børsverdien befinner seg under dette intervallet, og hvis børsverdien ligger over intervallet, anbefaler vi å selge. Intervallet for en «hold»-anbefaling er i dette tilfellet fra 160,19 til 195,79.

Handlingsstrategi:	
Kjøp	160,34
Hold	178,15
Selg	195,97

Tabell 129: Handlingsstrategi

Gjennomsnittlig børsverdi til A- og B-aksjen til Schibsted er NOK 190,55 per 30.12.2016, den nærmeste dagen vi kommer til 31.12.2016. Børsverdien er altså litt høyere enn vårt verdiestimat, og dette betyr at vi mener at børsverdien er overvurdert. Likevel ligger børsverdien innenfor intervallet [160,34, 195,97], og vi anbefaler en «hold»-strategi. Median kursmål til A-aksjen er 270 (Dagens Næringsliv, 2017). Den gjennomsnittlige finansanalytiker ser altså ut til å mene at børsverdien er undervurdert og anbefaler en kjøpstrategi.

Ut fra våre analyser er børsverdien litt overvurdert. Det er imidlertid rimelig å anta at de implisitte strategiske fordelene som ligger i børsverdien er de samme som ligger i vårt fundamentale verdiestimat, hvor de vektlegger vekstpotensialet innen online rubrikk. Børsverdien synes likevel ikke å ta tilstrekkelig hensyn til internasjonal konkurranse, da særlig fra de store internasjonale internettsselskapene. Etter alt å dømme ser ikke børsen like alvorlig på, for eksempel Facebook, som på grunn av deres store internasjonale plattform, utgjør en stor trussel i de markeder hvor Schibsted operer, men ikke har like sterke merkenavn som i Norge og Sverige. I tillegg vil en slik konkurrerende plattform bremse vekst og bryte ned marginene innen rubrikk på lang sikt, og slå inn mer enn hva børsen tror. På basis av dette forsvarer vi vårt verdiestimat, og ser på børskursen som litt overvurdert, men ikke nok til å anbefale salg.

Videre følger kursmålet til finansanalytikerne på 270, som etter vår vurdering er klart overvurdert. Dette målet ligger også betydelig over børsverdien. Når en ser på P/B og P/E er

det utvilsomt at både vi og finansanalytikerne har tro på at Schibsted vil ha en strategisk fordel i årene fremover. Implisitt i kursmålet ligger det imidlertid en enda sterkere forventning om at Schibsted vil kunne etablere seg som en global «vinner» innen online rubrikk gjennom å etablere tilsvarende suksesshistorier som FINN og Blocket i flere land, og samtidig stå klart imot konkurranse fra store globale internettaktører.

Optimismen kan finnes igjen i konsensusestimater til driftsinntekter, som ble presentert i kapittel 9, hvor vårt avvik var 4,8 prosent fra konsensus i 2018. Tilsvarende var avviket i konsensusestimater til EPS i 2018 på 42,1 prosent. Det er altså innarbeidet en forventning i kursmålet om at stor vekst og inntjening fra internasjonal online rubrikk vil skje raskere enn hva vi forventer, og i tillegg at det vil være mer vedvarende.

Vi finner det vanskelig å støtte oss til dette, da Facebook er en klar og konkret trussel som analytikerne, i likhet med børsen, ikke synes å ta tilstrekkelig hensyn til. De forventer at Schibsteds ressurser, i form av FINN og unik erfaring, vil stå enda sterkere enn det vi mener er rimelig. Det synes ikke at kursmålet ser på risikoen for økt konkurranse i de landene hvor Schibsted enda ikke har like sterke merkevarer som i Norge.

Det er i tillegg vanskelig å forsvare en så høy inntjening og vekst med bakgrunn i de historiske regnskapstallene i de siste 6 årene. Tallene viser at Schibsted hadde moderat vekst og inntjening med en gjennomsnittlig strategisk fordel på 2,6 prosent og driftsinntektsvekst på 2,2 prosent. I 2016 hadde Schibsted en strategisk fordel på 0,2 prosent, altså tilnærmet null, med en ressursulempet på 1,1 prosent. Vi mener at de optimistiske framtidsutsiktene må begrenses når vi tar hensyn til disse faktaene. Særlig vanskelig er det å legge avgjørende vekt på FINN sitt merkenavn, når en ser på den negative ressursfordelen i 2016. Det samme gjelder for deres posisjoner i fremvoksende marked, hvor kursmålet presenterer en vekst som vil skje raskere enn det vi mener er rimelig.

På grunnlag av dette mener vi at kursmålet er betydelig overvurdert og at det kan være risikabelt for en investor å velge en kjøp-strategi med utgangspunkt i kursmålet.

13.2 Framskrivning av estimat

Når vi har funnet det fundamentale verdiestimatet vårt, er dette verdien per 31.12.16 og ikke estimat på *dagens* verdi. Vi vil derfor framskrive vårt verdiestimat til 10.06.2017 for å kunne sammenligne verdien med *dagens* børskurs.

Ved framskrivning av verdieestimatet til i dag, benytter vi følgende formel, slik Knivsflå (2017, F17, s. 84) presenterer det:

$$VEK_{0+m/12} = (1 + ekk_1)^{\frac{m}{12}} * VEK_0 - NBU_{0+m/12}$$

Vi benytter egenkapitalkravet for 2017, som ble funnet i kapittel 10, og det fundamentale verdieestimatet fra kapittel 11. Det er også bestemt på Schibsteds generalforsamling 12.05.17 at det skal betales utbytte på 1,75 kroner per aksje.

Det fremskrevne estimatet blir 179,79 kroner per aksje. Den faktiske aksjekursen per 10.06.17, når en ser på A- og B-aksjen samlet, er 184 kroner. Vårt fremskrevne estimat harmonerer altså godt med dagens børskurs.

Det skal imidlertid nevnes at Schibsteds børsverdi er på sitt laveste i de siste 6 månedene. Dette kan skyldes flere forhold. Rett i forkant av nedgangen i børsverdien, kom det ny informasjon om at Schibsted, gjennom deres samarbeid med Naspers, har fordelt virksomheter i mer enn 20 land mellom seg, og samtidig skrevet under på «non-compete»-klausuler om hvor de ikke skal konkurrere (Eckblad & Gjernes, 2017). Omfanget av disse har vært offentlig kjent tidligere. I forbindelse med dette har det kommet flere uttalelser fra eksperter om at partene kan ha drevet ulovlig markedsdeling og at det kan foreligge brudd på konkurranseregler. Denne informasjonen ser ut til å gjenspeile seg i børsverdien per 10.06.17, men som vi ikke har hatt tid å innarbeide i vårt estimat.

Vår endelige konklusjon av dette er at vår hold-anbefaling fremdeles gjelder, ettersom avviket til børskurs er enda mindre enn tidligere.

Referanseliste

Bøker

1. Barney, J.B. (2014). *Gaining and Sustaining Competitive Advantage* (4. utgave). New Jersey: Pearson
2. Berk, J & Demarzo, P. (2014) *Corporate Finance* (3. utgave). Boston: Pearson Education.
3. Boldt-Christmas, L., Roos, G., Roos, R., & von Krogh, G. (2015). *Strategi – en innføring* (6. Utgave). Bergen: Bokforlaget.
4. Damodaran, A., (2012) *Investment valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3. utgave). New Jersey: John Wiley & Sons Inc
5. Goedhart, M., Koller, T. & Wessels, D. (2010) *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (5. Utgave). New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
6. Hill, C. W.L & Jones, G. R. (2004). *Strategic Management: An integrated approach*. (6. utgave). Boston: Houghton Mifflin
7. Kaldestad, Y. & Møller, B. (2011). *Verdivurdering: teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Oslo: Revisorforeningen.
8. Kristoffersen, T. (2012) *Årsregnskapet – en grunnleggende innføring* (3. Utgave). Bergen: Bokforlaget.
9. Palepu, K. G., Healy, P. M. & Peek, E. (2013) *Business analysis and valuation: IFRS edition*. (3. Utgave). Andover: Cengage Learning.
10. Penman, S. H. (2013) *Financial statement analysis and security valuation*. (5. utgave). New York: McGraw-Hill.
11. Petersen, C., Plenborg, T. & Kinserdal, F. (2017). *Financial Statement analysis – valuation – credit analysis – performance evaluation*. Bergen: Fagbokforlaget.

Forelesninger

1. Knivsflå, K.H. (2017), BUS440 - *Regnskapsanalyse og verdivurdering*, Forelesning 1. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>
2. Knivsflå, K.H. (2017), BUS440 - *Regnskapsanalyse og verdivurdering*, Forelesning 2. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>
3. Knivsflå, K.H. (2017), BUS440 - *Regnskapsanalyse og verdivurdering*, Forelesning 3. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>

4. Knivsflå, K.H. (2017), BUS440 - *Regnskapsanalyse og verdivurdering*, Forelesning 4.
Hentet fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>
5. Knivsflå, K.H. (2017), BUS440 - *Regnskapsanalyse og verdivurdering*, Forelesning 5.
Hentet fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>
6. Knivsflå, K.H. (2017), BUS440 - *Regnskapsanalyse og verdivurdering*, Forelesning 6.
Hentet fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>
7. Knivsflå, K.H. (2017), BUS440 - *Regnskapsanalyse og verdivurdering*, Forelesning 7.
Hentet fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>
8. Knivsflå, K.H. (2017), BUS440 - *Regnskapsanalyse og verdivurdering*, Forelesning 8.
Hentet fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>
9. Knivsflå, K.H. (2017), BUS440 - *Regnskapsanalyse og verdivurdering*, Forelesning 9.
Hentet fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>
10. Knivsflå, K.H. (2017), BUS440 - *Regnskapsanalyse og verdivurdering*, Forelesning
10. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>
11. Knivsflå, K.H. (2017), BUS440 - *Regnskapsanalyse og verdivurdering*, Forelesning
11. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>
12. Knivsflå, K.H. (2017), BUS440 - *Regnskapsanalyse og verdivurdering*, Forelesning
13. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>
13. Knivsflå, K.H. (2017), BUS440 - *Regnskapsanalyse og verdivurdering*, Forelesning
14. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>
14. Knivsflå, K.H. (2017), BUS440 - *Regnskapsanalyse og verdivurdering*, Forelesning
15. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>
15. Knivsflå, K.H. (2017), BUS440 - *Regnskapsanalyse og verdivurdering*, Forelesning
16. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>
16. Knivsflå, K.H. (2017), BUS440 - *Regnskapsanalyse og verdivurdering*, Forelesning
17. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>
17. Knivsflå, K.H. (2017), BUS440 - *Regnskapsanalyse og verdivurdering*, Forelesning
18. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>
18. Knivsflå, K.H. (2017), BUS440 - *Regnskapsanalyse og verdivurdering*, Forelesning
21. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>

Selskapsrapporter

1. Axel Springer SE (2010) *Annual report*. Berlin: Axel Springer SE
2. Axel Springer SE (2011) *Annual report*. Berlin: Axel Springer SE
3. Axel Springer SE (2012) *Annual report*. Berlin: Axel Springer SE
4. Axel Springer SE (2013) *Annual report*. Berlin: Axel Springer SE
5. Axel Springer SE (2014) *Annual report*. Berlin: Axel Springer SE
6. Axel Springer SE (2015) *Annual report*. Berlin: Axel Springer SE
7. Axel Springer SE (2016) *Annual report*. Berlin: Axel Springer SE

8. North Media AS (2010) *Annual Report*. København: North Media AS
9. North Media AS (2011) *Annual Report*. København: North Media AS
10. North Media AS (2012) *Annual Report*. København: North Media AS
11. North Media AS (2013) *Annual Report*. København: North Media AS
12. North Media AS (2014) *Annual Report*. København: North Media AS
13. North Media AS (2015) *Annual Report*. København: North Media AS
14. North Media AS (2016) *Annual Report*. København: North Media AS

15. Polaris Media ASA (2010). *Årsrapport*. Trondheim: Polaris ASA
16. Polaris Media ASA (2011). *Årsrapport*. Trondheim: Polaris ASA
17. Polaris Media ASA (2012). *Årsrapport*. Trondheim: Polaris ASA
18. Polaris Media ASA (2013). *Årsrapport*. Trondheim: Polaris ASA
19. Polaris Media ASA (2014). *Årsrapport*. Trondheim: Polaris ASA
20. Polaris Media ASA (2015). *Årsrapport*. Trondheim: Polaris ASA
21. Polaris Media ASA (2016). *Årsrapport*. Trondheim: Polaris ASA

22. Sanoma (2010) *Annual report*. Helsinki: Sanoma
23. Sanoma (2011) *Annual report*. Helsinki: Sanoma
24. Sanoma (2012) *Annual report*. Helsinki: Sanoma
25. Sanoma (2013) *Annual report*. Helsinki: Sanoma
26. Sanoma (2014) *Annual report*. Helsinki: Sanoma
27. Sanoma (2015) *Annual report*. Helsinki: Sanoma
28. Sanoma (2016) *Annual report*. Helsinki: Sanoma

29. Schibsted ASA (2010). *Årsrapport*. Oslo: Schibsted ASA
30. Schibsted ASA (2011). *Årsrapport*. Oslo: Schibsted ASA
31. Schibsted ASA (2012). *Årsrapport*. Oslo: Schibsted ASA
32. Schibsted ASA (2013). *Årsrapport*. Oslo: Schibsted ASA
33. Schibsted ASA (2014). *Årsrapport*. Oslo: Schibsted ASA
34. Schibsted ASA (2015). *Årsrapport*. Oslo: Schibsted ASA
35. Schibsted ASA (2016). *Årsrapport*. Oslo: Schibsted ASA

36. Trinity Mirror plc (2010) *Annual Report*. London: Trinity Mirror plc
37. Trinity Mirror plc (2011) *Annual Report*. London: Trinity Mirror plc
38. Trinity Mirror plc (2012) *Annual Report*. London: Trinity Mirror plc
39. Trinity Mirror plc (2013) *Annual Report*. London: Trinity Mirror plc
40. Trinity Mirror plc (2014) *Annual Report*. London: Trinity Mirror plc
41. Trinity Mirror plc (2015) *Annual Report*. London: Trinity Mirror plc
42. Trinity Mirror plc (2016) *Annual Report*. London: Trinity Mirror plc

Andre rapporter

1. Alexa. (2017) *Top Sites in France*. Hentet fra <http://www.alexa.com/topsites/countries/FR>
2. comScore Inc. & TNS Gallup AS. (2017) *Topplisten*. Hentet fra http://www.tnslistene.no/?list_id=1&list_type=1&week=05&year=2017&report=day&metric=uv
3. IMF (2017). *Real GDP growth*. Hentet fra http://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/WEOWORLD
4. Leurdijk, A., Slot, M., & Nieuwenhuis O. (2012) *Statistical, Ecosystems and Competitiveness Analysis of the Media and Content Industries: The Newspaper Publishing Industry*. JRC Technical Reports, Report EUR 25277 EN. Hentet fra <http://is.jrc.ec.europa.eu/pages/>
5. Medienorge (2015). Schibsted. Hentet fra <http://medienorge.uib.no/fakta/konsern/33>
6. Medienorge (2015). Største mediekonsern etter omsetning i Norge. Hentet fra <http://medienorge.uib.no/statistikk/medium/avis,boker,film,fonogram,ikt,radio,tv,ukepresse,video/371>

7. Medienorge (2016). Netto reklameomsetning i norske medier. Hentet fra <http://www.medienorge.uib.no/statistikk/aspekt/okonomi/362>
8. Medienorge (2016). Polaris. Hentet fra <http://medienorge.uib.no/fakta/konsern/62>
9. Medienorge og Kantar TNS (2015). Lesertall for norske aviser. Hentet fra <http://www.medienorge.uib.no/statistikk/medium/Avis/253>
10. Medienorge og Kantar TNS (2016). Netto reklameomsetning i norske medier. Hentet fra <http://medienorge.uib.no/statistikk/medium/avis/366>
11. Medienorge, Landslaget for lokalaviser og Mediebedriftenes Landsforening (2015). Opplagstall norske aviser. Hentet fra <http://www.medienorge.uib.no/statistikk/medium/Avis/190>
12. Medienorge og IRM (2016). Netto reklameomsetning i norske medier. Hentet fra <http://www.medienorge.uib.no/statistikk/aspekt/okonomi/362>
13. Norges Bank (2017). Inflasjon. Hentet fra <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Inflasjon/>
14. Norges Bank (2017). Statsobligasjoner daglige noteringer. Hentet fra <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>
15. OECD (2010) *News in the Internet Age: New Trends in News Publishing*. OECD Publishing, Paris. Hentet fra <http://dx.doi.org/10.1787/9789264088702-en>
16. PwC (2016). *Internet Advertising*. Hentet fra <http://www.pwc.com/gx/en/entertainment-media/pdf/outlook-internet-advertising-2016.pdf>
17. PwC (2016). Risikopremien i det norske markedet. Hentet fra <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremie/risikopremien-2016.html>
18. Statistisk sentralbyrå (2016). Norsk mediebarometer, 2015. Hentet fra <https://www.ssb.no/kultur-og-fritid/statistikker/medie/aar/2016-04-14#content>
19. Statistisk sentralbyrå (2017). Norsk mediebarometer, 2016. Hentet fra <https://www.ssb.no/kultur-og-fritid/artikler-og-publikasjoner/stabil-andel-tv-seere-flere-leser-nettavis>

Artikler

1. Axel Springer SE (2017). All the opportunities of a start up. Hentet fra http://www.axelspringer.de/en/artikel/-All-the-opportunities-of-a-start-up_2103174.html

2. Axel Springer SE (2017). I *Wikipedia*. Hentet fra https://en.wikipedia.org/wiki/Axel_Springer_SE (Hentet 16.01.17)
3. Bradley, C., og O'Toole, C. (2016) *An incumbent's guide to digital disruption*. Hentet fra: <http://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/an-incumbents-guide-to-digital-disruption?cid=digistrat-eml-alt-mkq-mck-oth-1606>
4. Eckblad, B. & Gjernes, K. (2017, 06.juni). Svært problematisk. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <http://www.dn.no/etterBors/2017/05/27/1217/Medier/-svaert-problematisk>
5. Eckblad, B. & Gjernes, K. (2017, 26.mai). Inngikk verdensomspennende pakt med rubrikk-rival. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <http://www.dn.no/magasinet/2017/05/26/1753/Dokumentar/inngikk-verdensomspennende-pakt-med-rubrikk-rival>
6. Eckblad, B. (2016, 26.april). Her er knappen som truer Finn.no. *Dagens Næringsliv*, 26.04.2016. Hentet fra: <https://www.dn.no/etterBors/2016/04/13/1056/Facebook/her-er-knappen-som-truer-finnno>
7. eMarketer (2016, 24. oktober). *Mobile Moves to Majority Share of Google's Worldwide Ad Revenues*. Hentet fra <https://www.emarketer.com/Article/Mobile-Moves-Majority-Share-of-Google's-Worldwide-Ad-Revenues/1014633>
8. Framstad, A. P. (2016, 04.oktober). Slik kan Facebook utfordre Schibsted. *E24*. Hentet fra <http://e24.no/boers-og-finans/schibsted/slik-kan-facebooks-nye-markedsplass-utfordre-schibsted/23811248>
9. Jerijervi, D.R. (2016, 14.november) Schibsted utfordrer skal vinne over Finn på kort tid. *Fagpressenytt*. Hentet fra <http://www.fagpressenytt.no/artikkel/schibsted-utfordrer-skal-vinne-over-finn-p%C3%A5-kort-tid>
10. Mance, H. (2016, 12. januar) Schibsted digital drive rewrites script for squeezed press groups. *Financial Times*. Hentet fra <https://www.ft.com/content/52c58f0e-aa31-11e5-9700-2b669a5aeb83>
11. Massemedier (2016). I *Wikipedia*. Hentet fra <https://no.wikipedia.org/wiki/Massemedier> (Hentet 14.01.17)
12. Network effect (2017). I *Wikipedia*. Hentet fra: https://en.wikipedia.org/wiki/Network_effect (Hentet 20.01.17)
13. NTB (2016, 18.oktober) *Kraftig fall i annonseinntektene for avis*. Hentet fra <http://www.hegnar.no/Nyheter/Naeringsliv/2016/10/Kraftig-fall-i-annonseinntekter-for-avisene> 14.01.17.

14. Oculos (2016, 23.august) *Barn og ungdom styrer utviklingen i mediebransjen*. Hentet fra <https://www.ntbinfo.no/pressemelding/barn-og-ungdom-styrer-utviklingen-i-mediebransjen?publisherId=12317057&releaseId=12319713>
15. Sanoma (2016). I *Wikipedia*. Hentet fra <https://en.wikipedia.org/wiki/Sanoma> (Hentet 06.02.17).
16. Skramstad, T. (2015) *Finn.no*. I *store norske leksikon*. Hentet fra <https://snl.no/Finn.no> (Hentet 09.02.2017)
17. Sosiale medier (2017). I *Wikipedia*. Hentet fra https://no.wikipedia.org/wiki/Sosiale_medier (Hentet 31.01.17)
18. Vikøren, Birger M. & Pihl, Roger. (2016, 1. februar). E Handel. I *Store norske leksikon*. Hentet fra <https://snl.no/e-handel>. (Hentet 15.01.17)
19. Weverbergh, R. (u.å.). 8 lessons in how to disrupt yourself from Schibsted. Hentet fra: <http://www.whiteboardmag.com/8-lessons-in-how-to-disrupt-yourself-from-schibsted/>

Øvrige nettsider

1. Dagens Næringsliv (2017). Børs og marked: Schibsted ser. A. Hentet fra <http://www.dn.no/finans/#/detaljer/SCHA.OSE>
2. Internet Advertising Bureau UK. *Ad Ops – Guide*. Hentet fra <https://iabuk.net/disciplines/display-advertising/guide>
3. North Media A/S (2017). Hjemmeside. Hentet fra <http://www.northmedia.dk/>
4. Oslo Børs (2017). Nibor 3 month. Hentet fra <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/NIBOR3M.NIBOR/overview>
5. Oslo Børs (2017). Schibsted ser. A. Hentet fra <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/SCHA.OSE/overview>
6. Sanoma (2017). Hentet fra <https://www.sanoma.com/en/who-we-are/our-history>.
7. Sanoma (u.å.). Hentet fra <https://www.sanoma.com/en/who-we-are/areas-expertise>
8. Sanoma (u.å.). Sanoma Media BeNe. Hentet fra <https://www.sanoma.com/en/media/sanoma-media-netherlands>
9. Schibsted (2016). Schibsted Media Group Investor Day. Hentet fra <http://hugin.info/131/R/2044753/763627.pdf>
10. Schibsted (2017). Shareholders. Hentet fra <http://www.schibsted.com/no/ir/Share/Shareholder-New/>

11. Schibsted ASA (2015) Listing of B-shares of Schibsted ASA on Oslo Børs. Hentet fra <http://www.schibsted.com/en/ir/Reports-and-presentations/Prospects/>
12. Schibsted ASA (2016). Schibsted ASA (SCH) - Schibsted to terminate the ongoing acquisition of Hemnet. Hentet fra <http://www.schibsted.com/en/ir/Regulatory--and-pressreleases/Regulatory-and-Press-Releases-Archive1/2016/Schibsted-ASA-SCH---Schibsted-to-terminate-the-ongoing-acquisition-of-Hemnet/>
13. Schibsted ASA (2017). Full year and Q4 2016. Hentet fra <http://hugin.info/131/R/2076662/781094.pdf>

Lover og standarder

1. Skatteloven. Lov 26. april 1999 nr. 14 om skatt av formue og inntekt.
2. IASB (2016). IAS 38 Intangible Assets
3. IASB (2014). IAS 17 Leases
4. IASB (2013). IAS 36 Impairment of assets
5. IASB (2014). IAS 1 Presentation of financial statements