

EK 208 E

Bacheloroppgave innen regnskap og økonomistyring

Verdsettelse av konsernet Gyldendal

Av

Mats Nilsen

Mai 2008 Bodø

Abstract

The main purpose of this paper will be to estimate the value of the Norwegian corporation Gyldendal. Gyldendal is a public limited company listed on the Oslo Stock Exchange, and the estimated value of the firm will therefore be compared with the current stock price.

Gyldendal deals in all areas of publishing, ranging from the initial development of ideas to the printing of the final product. Gyldendal ASA serves as a holding company, responsible for overall corporate strategy. The different areas of enterprise are then subsequently managed by dedicated subsidiaries, joint ventures and related companies.

The framework used in this paper is free cash flow to firm (FCFF). In order to arrive at a reasonable estimate, this paper will contain strategic analysis as well as analysis of financial data. These analyses will provide the basis for the calculation of future cash flows. The firms value will then be determined by discounting the cash flows with a calculated required rate of return. The value of the equity is found through adding the firms cash stock and subtracting the debt from the firms total value. Finally, the stock price will be estimated by dividing the equity value by the number of shares.

Secondarily, this paper will attempt to examine the ethical guidelines followed by Gyldendal, as well as the relationship between the company's ethical focus and its financial situation.

Forord

Denne bacheloroppgaven er avslutningen av bachelorstudiet i Økonomi og Ledelse ved Handelshøgskolen i Bodø. Oppgaven utgjør 15 studiepoeng, og er skrevet under vårsemesteret 2008. Oppgaven bygger på spesialiseringen Regnskap og Økonomistyring, og har dermed tema fra dette kurset som rammer for hva den skal inneholde.

Hensikten med oppgaven har vært å gjennomføre en verdivurdering av konsernet Gyldendal.

I tillegg til hovedproblemstillingen har jeg viet fokus til en etikkrelatert underproblemstilling, hvor jeg ser nærmere på Gyldendals etiske retningslinjer.

En interesse for finans og et ønske om å lære mer om verdivurderinger av selskaper gjorde at verdsettelse ble valgt som tema for oppgaven. Dette temaet sammenfaller med oppgavens hensikt, som er å anvende de teoretiske kunnskapene jeg har tilegnet meg i løpet av studiet i praksis.

Valget av hvilket selskap jeg skulle utføre verdsettelsen på var vanskeligere. Målet var å finne et børsnotert selskap med en lang og relativt stabil historie, samt en spennende fremtid. Etter en del forarbeid falt valget på Gyldendal.

Arbeidet med oppgaven har vært tidkrevende og til tider slitsomt, men mest av alt lærerikt og utfordrende.

En stor takk rettes til Einar Torrissen for god hjelp gjennom hele oppgaven.

Handelshøgskolen i Bodø

Mai 2008

.....

Mats Nilsen

Sammendrag

I denne oppgaven har jeg utført en verdsettelse av konsernet Gyldendal. Verdsettelsen er basert på en strategisk analyse og en regnskapsanalyse, samt beregninger av avkastningskrav og fremtidige kontantoverskudd. Frem mot den endelige verdissetingen har jeg arbeidet ut fra følgende problemstilling:

”Verdsettelse av konsernet Gyldendal”

I tillegg har jeg viet fokus til en etikkrelatert underproblemstilling:

”Hvilke etiske retningslinjer følger Gyldendal, og hvilken innvirkning kan fokus på etikk ha i forhold til konsernets økonomi?”

Oppgavens hovedformål er altså å komme frem til et fornuftig verdiestimat på konsernet Gyldendal, og videre sette denne verdien i sammenheng med aksjekursen. I arbeidet frem mot dette har jeg gjennomgått relevant teori, både i forhold til analyser av strategisk posisjon og regnskapsstørrelser, samt ulike verdsettelsesmodeller og beregninger av avkastningskrav.

Oppgaven starter med en presentasjon av selskapet og bransjen den opererer i. Etter dette følger et metodekapitel, hvor jeg blant annet redegjør for den metodiske tilnærmingen, samt ser på kvaliteten på det arbeidet som er gjort.

Videre gjennomgår jeg relevant teori forbundet med verdsettelse av bedrifter og beregninger av avkastningskrav. Spesiell vekt legges på kontantstrømbaserte verdsettelser og avkastningskrav til total kapitalen, som er mine valg av henholdsvis verdsettelsesmetode og avkastningskrav. Avslutningsvis redegjør jeg for hvorfor disse metodene er valgt.

I neste del av oppgaven har jeg sett nærmere på relevant teori forbundet med strategisk analyse og regnskapsanalyse, samt gjennomført disse analysene på Gyldendal. Resultatene av dette arbeidet danner grunnlaget for estimeringen av de fremtidige kontantstrømmene.

Den strategiske analysen inneholder både en ekstern og en intern analyse. Den eksterne delen tar utgangspunkt i Porters Five Forces modell, og avdekker Gyldendals muligheter og trusler i forhold til bransjen selskapet opererer i. Gjennom den interne analysen vendes fokuset mot

bedriftens egne styrker og svakheter. VRIO- modellen benyttes her for å belyse eventuelle konkurransefortrinn. Kapitlet avsluttes med en oppsummering av de forhold analysen har avdekket, og en definisjon av konsernets strategiske posisjon.

I regnskapsanalysen tar jeg utgangspunkt i Gyldendals regnskaps- og balansetall fra flere år tilbake, og benytter disse til å regne ut relevante forholdstall. I analysen kalkuleres tall knyttet til blant annet likviditet, rentabilitet og soliditet. Poenget med dette arbeidet er å finne utviklingstrekk ved selskapets økonomiske situasjon. Avslutningsvis oppsummerer og kommenterer jeg de forholdstallene som er beregnet.

Videre kommer jeg inn på selve beregningen av avkastningskravet til Gyldendal, samt estimeringen av kontantoverskuddene til totalkapitalen. Arbeidet med kontantoverskuddene, som altså gjøres på grunnlag av den strategiske analysen og regnskapsanalysen, består i å lage et fremtidsregnskap basert på sentrale størrelser som driftsresultat, finansinntekter, arbeidskapital, etc.

Kontantoverskuddene neddiskonteres så med det beregnede avkastningskravet, og gir selskapsverdien. Denne metoden gir en verdi på Gyldendals totalkapital på kr 1 452 683 000. Trekker man fra rentebærende gjeld og legger til likvid beholdning til denne verdien, samt dividerer tallet med antall aksjer, får vi en estimert aksjekurs på kr 413, noe som ikke er langt fra det den reelle kursen har holdt seg rundt under arbeidet med oppgaven.

Usikkerheten knyttet til beregningen av dette resultatet diskuteres i sensitivitetsanalysen, hvor flere sentrale parametre endres for å se hvilken innvirkning dette gir på den beregnede selskapsverdien. Analysen viser at det kun skal små endringer til, før det gir store utslag i verdien av totalkapitalen og aksjekursen. I tillegg benytter jeg P/E modellen for å se hvilken verdi en alternativ verdsettelsesmodell vil gi av selskapet. På grunn av svake resultater de siste årene og en relativt høy P/E verdi, gav denne modellen en veldig lav og kanskje misvisende verdi.

De siste årene har etikk i næringslivet fått større og større fokus, kanskje spesielt som et resultat av diverse finansskandaler både i Norge og internasjonalt. Jeg har derfor avslutningsvis sett nærmere på hvordan Gyldendal forholder seg til etikk, og hvilken innvirkning dette kan ha på selskapets økonomi. Relevant teori i forhold til etiske modeller og

etisk teori presenteres, før jeg går nærmere inn på etikken i selskapet. Kapitlet, som i stor grad baserer seg på intervjuer gjennomført med visekonsernsjef Jon Østbø, knytter Gyldendals etiske retningslinjer til etiske teorier og modeller.

Innholdsfortegnelse

ABSTRACT.....	I
FORORD	II
SAMMENDRAG.....	III
INNHOLDSFORTEGNELSE	VI
TABELLOVERSIKT	IX
FIGUROVERSIKT	X
1 INNLEDNING	1
1.1 BAKGRUNN FOR OPPGAVEN	1
1.2 FORMÅLET MED OPPGAVEN	2
1.3 OPPGAVENS PROBLEMSTILLING	2
1.4 AVGRENSNINGER AV OPPGAVEN	2
1.5 OPPGAVENS STRUKTUR OG OPPBYGGING	3
2 PRESENTASJON AV SELSKAPET OG BRANSJEN	5
2.1 INNLEDNING	5
2.2 PRESENTASJON AV GYLDENDAL	5
2.3 PRESENTASJON AV BOKBRANSJEN	6
3 METODE	8
3.1 INNLEDNING	8
3.2 FORBEREDELSE	8
3.2.1 <i>Problemstilling</i>	9
3.2.2 <i>Valg av forskningsdesign</i>	10
3.2.2.1 <i>Casestudie</i>	11
3.3 DATAINNSAMLING	12
3.3.1 <i>Valg av metode</i>	12
3.3.2 <i>Utvelgelse av observasjonsenhet</i>	13
3.3.3 <i>Datainnsamling</i>	13
3.4 DATAANALYSE.....	14
3.4.1 <i>Analyse</i>	15
3.5 OPPGAVENS KVALITET.....	16
3.5.1 <i>Reliabilitet</i>	16
3.5.2 <i>Validitet</i>	17
4 VERDSETTELSESMODELLER.....	19
4.1 INNLEDNING	19
4.2 BALANSEBASERTE METODER	19
4.2.1 <i>Matematisk verdi/bokført egenkapital</i>	20
4.2.2 <i>Likvidasjonsverdi</i>	20
4.2.3 <i>Substansverdi/verdijustert egenkapital</i>	20
4.2.4 <i>Break- up value og Etableringskost</i>	21
4.2.4.1 <i>Break- up value</i>	21
4.2.4.2 <i>Etableringskost</i>	21
4.3 INNTJENINGSBASERTE METODER	22
4.3.1 <i>Dividendemodeller</i>	22
4.3.2 <i>Kontantstrømbaserte modeller</i>	23
4.3.3 <i>Resultatmodeller</i>	25
4.3.3.1 <i>Normalresultatmetoden</i>	25
4.3.3.2 <i>Multiplikatormodeller</i>	26
4.4 VALG AV VERDSETTELSESMODELL	27
5 AVKASTNINGSKRAV	28
5.1 INNLEDNING	28
5.2 AVKASTNINGSKRAVET TIL EGENKAPITALEN	28
5.3 AVKASTNINGSKRAVET TIL TOTALKAPITALEN	29

5.4	RISIKOFRI RENTE	30
5.5	MARKEDETS RISIKOPREMIE	31
5.6	BETA	31
5.7	GJELDSKOSTNAD	32
5.8	VEKTING AV EGENKAPITAL OG GJELD	32
5.9	LIKVIDITETSPREMIE	33
5.10	OPPSUMMERING AV AVKASTNINGSKRAV	33
6	STRATEGISK ANALYSE	34
6.1	INNLEDNING	34
6.2	EKSTERN ANALYSE	35
6.2.1	<i>Makroøkonomiske forhold</i>	35
6.2.1.1	Økonomisk vekst	35
6.2.1.2	Inflasjon	36
6.2.1.3	Valuta	37
6.2.1.4	Konklusjon makroøkonomiske forhold	37
6.2.2	<i>Bransjeanalyse</i>	38
6.2.2.1	Dagens konkurransesituasjon	38
6.2.2.2	Potensielle inntrengere	41
6.2.2.3	Kunders forhandlingsstyrke	43
6.2.2.4	Leverandørens forhandlingsstyrke	44
6.2.2.5	Trussel fra substitutter	45
6.3	OPPSUMMERING EKSTERN ANALYSE	46
6.4	INTERN ANALYSE	46
6.4.1	<i>Kritiske suksessfaktorer og VRIO- modell</i>	46
6.4.1.1	Finansielle ressurser	48
6.4.1.2	Fysiske ressurser	48
6.4.1.3	Menneskelige ressurser	49
6.4.1.4	Teknologiske ressurser	49
6.4.1.5	Renommé	50
6.4.1.6	Markedsføring	51
6.5	OPPSUMMERING INTERN ANALYSE	52
6.6	STRATEGISK POSISJON	53
7	REGNSKAPSANALYSE	54
7.1	INNLEDNING	54
7.2	KLARGJØRING TIL REGNSKAPSANALYSE	54
7.2.1	<i>Analyseperiode</i>	54
7.2.2	<i>Analysenivå</i>	55
7.2.3	<i>Sammenligningsgrunnlag</i>	55
7.2.4	<i>Gruppering av regnskapet</i>	55
7.3	COMMON SIZE ANALYSE	57
7.4	ANALYSE AV FORHOLDSTALL	59
7.4.1	<i>Lønnsomhet</i>	60
7.4.1.1	Driftsmargin	60
7.4.1.2	Rentabilitet	60
7.4.2	<i>Likviditet</i>	63
7.4.3	<i>Kapitalstruktur</i>	65
7.4.3.1	Finansiering	65
7.4.3.2	Soliditet	67
7.5	OPPSUMMERING AV REGNSKAPSANALYSEN	70
8	BEREGNING AV AVKASTNINGSKRAVET	71
8.1	INNLEDNING	71
8.2	AVKASTNINGSKRAVET TIL TOTALKAPITALEN	71
8.2.1	<i>Egenkapitalandel og gjeldsandel</i>	72
8.2.2	<i>Risikofri rente</i>	73
8.2.3	<i>Risikopremie på markedet</i>	73
8.2.4	<i>Beta</i>	74
8.2.5	<i>Avkastningskrav til egenkapital</i>	75
8.2.6	<i>Gjeldskostnad</i>	76
8.2.7	<i>Likviditetspremie</i>	76

8.3	FASTSETTELSE AV GYLDENDALS TOTALAVKASTNINGSKRAV	77
9	FREMTIDSREGNSKAP OG VERDSETTELSE	78
9.1	INNLEDNING	78
9.2	EKSTRAORDINÆRE HENDELSER	78
9.3	SENTRALE STØRRELSER	79
9.3.1	<i>Driftsresultat etter skatt</i>	79
9.3.1.1	<i>Driftsinntekter</i>	79
9.3.1.2	<i>Driftskostnader</i>	80
9.3.1.3	<i>Driftsresultat</i>	81
9.3.2	<i>Finansinntekter</i>	82
9.3.3	<i>Anleggsinvesteringer</i>	82
9.3.4	<i>Avskrivninger</i>	84
9.3.5	<i>Arbeidskapital</i>	84
9.4	FREMTIDSREGNSKAPET	85
9.5	DISKONTERING AV KONTANTOVERSKUDD OG VERDSETTELSE	86
9.6	OPPSUMMERING AV FREMTIDSREGNSKAPET OG VERDSETTELSEN	87
10	SENSITIVITETSANALYSE OG ALTERNATIV VERDSETTELSE.....	88
10.1	INNLEDNING	88
10.2	SENSITIVITETSANALYSE AV AVKASTNINGSKRAVET	88
10.3	SENSITIVITETSANALYSE AV DRIFTSMARGIN	89
10.4	SENSITIVITETSANALYSE AV FREMTIDIG VEKST	89
10.5	OPPSUMMERING SENSITIVITETSANALYSE	90
10.6	VERDSETTELSE MED MULTIPLIKATORMODELL	90
10.6.1	<i>P/E modellen</i>	90
11	GYLDENDAL OG ETIKK.....	92
11.1	INNLEDNING	92
11.2	ETIKK	92
11.2.1	<i>Etiske modeller</i>	93
11.2.1.1	<i>Deskriptiv etikk</i>	93
11.2.1.2	<i>Normativ etikk</i>	93
11.2.1.3	<i>Metaetikk</i>	93
11.2.1.4	<i>Områdeetikk</i>	93
11.2.2	<i>Etiske teorier</i>	94
11.2.2.1	<i>Teleologiske teorier</i>	94
11.2.2.2	<i>Deontologiske teorier</i>	96
11.2.2.3	<i>Oppsummering etiske teorier</i>	97
11.3	GYLDENDAL OG ETIKK	97
11.3.1	<i>De etiske retningslinjene</i>	97
11.3.2	<i>Oppfølging og fornying</i>	100
11.3.3	<i>Etikk og økonomi</i>	100
11.4	OPPSUMMERING	101
12	AVSLUTNING.....	102
12.1	INNLEDNING	102
12.2	HOVEDPROBLEMSTILLING	102
12.3	UNDERPROBLEMSTILLING	103
12.4	AVSLUTTENDE KOMMENTAR	103
	LITTERATURLISTE	XI
	BØKER	XI
	INTERNETTSIDER- OG ARTIKLER	XIII
	APPENDIKS A.....	XV
	APPENDIKS B.....	XVII
	APPENDIKS C.....	XXI
	APPENDIKS D.....	XXII

Tabelloversikt

TABELL 2.1: GYLDENDALS VIRKSOMHETER	6
TABELL 6.1: UTVIKLING I KPI I NORGE (WWW.SSB.NO).....	36
TABELL 6.2: OVERSIKT OVER KONKURRANSEFAKTORER I GYLDENDAL.....	52
TABELL 7.1: COMMON SIZE ANALYSE (KINSERDAL, 2005).....	58
TABELL 7.2: GYLDENDALS TOTALKAPITALRENTABILITET	61
TABELL 7.3: GYLDENDALS EGENKAPITALRENTABILITET.....	62
TABELL 7.4: LIKVIDITETSGRAD 1 FOR GYLDENDAL	64
TABELL 7.5: LIKVIDITETSGRAD 2 FOR GYLDENDAL	65
TABELL 7.6: FINANSIERINGSGRAD 1 FOR GYLDENDAL.....	66
TABELL 7.7: GYLDENDALS ARBEIDSKAPITAL.....	67
TABELL 7.8: GYLDENDALS GJELDSGRAD.....	68
TABELL 7.9: GYLDENDALS EGENKAPITALPROSENT	69
TABELL 7.10: FORHOLDSTALL FOR GYLDENDAL	70
TABELL 9.1: UTVIKLING I DRIFTSINNTEKTER	79
TABELL 9.2: UTVIKLING I DRIFTSKOSTNADER	80
TABELL 9.3: FREMTIDIG UTVIKLING I DRIFTSRESULTAT	81
TABELL 9.4: UTVIKLING I FINANSINNTEKTER	82
TABELL 9.5: UTVIKLING I ANLEGG SINVESTERINGER	83
TABELL 9.6: FREMTIDIG UTVIKLING I INVESTERINGER	83
TABELL 9.7: UTVIKLING I AVSKRIVNINGER	84
TABELL 9.8: UTVIKLING I ARBEIDSKAPITAL	84
TABELL 9.9: FREMTIDSREGNSKAP.....	85
TABELL 9.10: DISKONTERTE KONTANTOVERSKUDD	86
TABELL 10.1: SENSITIVITETSANALYSE AVKASTNINGSKRAV.....	88
TABELL 10.2: SENSITIVITETSANALYSE DRIFTSMARGIN	89
TABELL 10.3: SENSITIVITETSANALYSE TERMINALVERDI.....	89

Figuroversikt

<i>FIGUR 6.1: "TOP - DOWN" – ANALYSE (THORESEN, 2006:39)</i>	34
<i>FIGUR 6.2: UTVIKLING I BNP I NORGE (WWW.SSB.NO)</i>	36
<i>FIGUR 6.4: VRIO- MODELL (BARNEY, 2002).....</i>	47
<i>FIGUR 11.1: ETISKE TEORIER (VAAGS, 2004:85)</i>	94

1 Innledning

Innledningen starter med en kort redegjørelse av bakgrunnen for at Gyldendal ble valgt som case- bedrift, og hvilket formål jeg ønsker å oppnå ved denne oppgaven. Oppgavens problemstilling vil også bli presentert. Videre ser jeg på de avgrensninger og forbehold jeg tar, før kapitlet avsluttes med en gjennomgang av oppgavens struktur og oppbygning.

1.1 Bakgrunn for oppgaven

Bokmarkedet kan grovt inndeles i tre segmenter: skolemarkedet, fagbokmarkedet og allmenntilgjengeligmarkedet, hvor sistnevnte står for nær 70 % av totalmarkedet. Markedet for skolebøker øker imidlertid kraftig. Dette skjer som et resultat av grunnskolereformen Kunnskapsløftet. Reformen ble igangsatt i 2006, og gjelder for elever fra 1. trinn i grunnskolen opp til 2. trinn på videregående opplæring (www.forleggerforeningen.no).

Bokbransjen har altså de siste årene gjennomgått noen større endringer. En av disse er Kunnskapsløftet jeg nevnte i forrige avsnitt. En annen er Bokavtalen, som ble underskrevet i 2005, etter betydelig press fra den da sittende regjering. Dette er en avtale mellom bokhandlerforeningen og forleggerforeningen, som omfatter blant annet fastprisavtaler, rabattavtaler og prising av fagbøker. Avtalen har en varighet på fem år, og går ut i 2010 (www.bokhandlerforeningen.no).

Gyldendal ASA er morselskapet i konsernet Gyldendal, og har ansvaret for konsernets overordnede strategi og forvaltningen av eiendommer og finansplasseringer. Videre omfatter konsernets virksomhet fem hovedområder; Forlagsvirksomhet, bokhandel, publikasjon, distribusjon og bokklubber. De ulike virksomhetsområdene er organisert i heleide, felles kontrollerte og tilknyttede selskaper (www.gyldendalasa.no).

Gyldendals historie strekker seg tilbake til 1925, da etableringen av Gyldendal Norsk Forlag - med Knut Hamsun som første hovedaksjonær, fant sted. De følgende tiår ble det kjøpt og solgt virksomheter, før selskapet etter hvert konsentrerte driften rundt bokbransjen, logistikk og distribusjon. 1. januar 2000 ble selskapet omdannet til et bokkonsern under navnet Gyldendal ASA, mens forlagsvirksomheten ble skilt ut i det heleide datterselskapet Gyldendal Norsk Forlag (www.gyldendalasa.no).

På bakgrunn av dette mener jeg Gyldendal tilfredsstillende mine krav til case- bedrift. De er et av Norges største selskap innenfor sitt område, med en lang og tradisjonsrik historie. I tillegg virker bokbransjen som en interessant næring. Dette, sammen med en generell interesse for finans og et ønske om å lære mer om verdivurdering av selskaper, gjorde at jeg valgte å gjennomføre en verdsettelse av Gyldendal.

1.2 Formålet med oppgaven

Hensikten med denne oppgaven er å benytte noe av den teoretiske kunnskapen jeg har tilegnet meg gjennom kursene på bachelorstudiene, til et praktisk formål. Dette gjør jeg gjennom å foreta en verdivurdering av Gyldendal, som baserer seg på teorigrunnlaget jeg har opparbeidet meg på studiet.

I samsvar med oppgavens krav, vil en etikkrelatert underproblemstilling bli diskutert og besvart, blant annet ved bruk av teori fra bachelorstudiets FEM fag.

1.3 Oppgavens problemstilling

Problemstillingen for bacheloroppgaven er:

”Verdsettelse av konsernet Gyldendal”

Underproblemstillingen er som følger:

”Hvilke etiske retningslinjer følger Gyldendal, og hvilken innvirkning kan fokus på etikk ha i forhold til konsernets økonomi?”

1.4 Avgrensninger av oppgaven

I denne oppgaven vil jeg anse meg selv som en ekstern analytiker. Dette betyr at arbeidet i stor grad vil være basert på allment tilgjengelig informasjon, med de avgrensninger det medfølger. Selskapsinformasjonen vil derfor i hovedsak være hentet fra offentlige rapporter publisert av Gyldendal.

Som tidligere nevnt, er Gyldendal et konsern organisert i flere underselskaper i tillegg til morselskapet Gyldendal ASA. Jeg ønsker å vurdere den selskapsverdien jeg kommer frem til,

opp mot gjeldende markedsverdi og aksjekurs, og da det er konsernet Gyldendal som er notert på børsen vil jeg bruke regnskapstall fra konsernet som helhet, og ikke kun morselskapet, i min vurdering.

I løpet av våren vil årsrapporten for Gyldendal for 2007 bli offentliggjort, men for å slippe å vente med arbeidet til denne foreligger, velger jeg å gjøre oppgaven med det utgangspunktet at årsrapporten ikke er tilgjengelig. Kvartalsrapportene fra 2007 vil dog bli brukt i analysearbeidet, sammen med tidligere års kvartals- og årsrapporter.

I følge Boye og Dahl (1997) anbefales det å gjennomføre en analyse av interne og eksterne forhold, for å kartlegge hvilke muligheter og trusler, styrker og svakheter, som er knyttet til et selskap, når verdien av det skal fastsettes. Tidsperspektivet og oppgavens rammer legger en del føringer for hvor dypt jeg kan gå når det kommer til en slik strategisk analyse i denne oppgaven. Dette innebærer at hovedfokuset vil være på den regnskapsmessige delen av analysearbeidet. I og med at oppgaven i hovedsak skal bygge videre på den teorien som gjennomgås i spesialiseringskurset ”regnskap og økonomistyring”, mener jeg dette også er mest hensiktsmessig faglig sett. For at verdsettelsen skal være mest mulig korrekt, vil det allikevel vies en del plass til en strategisk analyse av så vel eksterne som interne krefter.

Under enkelte emner i oppgaven vil det være ønskelig eller nødvendig å sammenligne de resultatene jeg finner, med tall fra andre selskaper. I og med at konsernet Gyldendal driver virksomhet innenfor flere segmenter i bokbransjen, er det vanskelig å finne selskaper som egner seg til dette. Jeg velger derfor å bruke tidligere års resultater i konsernet som sammenligningsgrunnlag når det er behov for det.

Oppgavens utgangspunkt er altså at jeg opptrer som en ekstern investor, med de begrensninger det medfølger.

1.5 Oppgavens struktur og oppbygging

Oppgaven starter med en presentasjon av konsernet Gyldendal og bransjen det opererer i. Dette kapitlet danner basisen for det videre arbeidet som gjøres i oppgaven. Kapittel 3 tar for seg metodeoppbyggingen. Leseren vil her få innsikt i forskningsprosessen. Tema som valg av

problemstilling og forskningsdesign blir redegjort for. Oppgavens kvalitet og gyldighet vil også bli diskutert.

I de påfølgende kapitlene vil teorien rundt verdsettelsesmodeller og avkastningskrav bli presentert. Kapitlene inneholder en relativt grundig drøfting av ulike modeller og teorier, og avsluttes med valget av den verdsettelsesmodell og avkastningskrav som skal brukes videre i oppgaven.

Kapitel 6 inneholder den strategiske analysen. Både teorien rundt strategisk analyse og selve analysen vil finnes her. Første del konsentrerer seg om eksterne forhold, mens den siste delen fokuserer på interne krefter. Basert på den informasjonen strategianalysen avdekker, fastslår jeg avslutningsvis Gyldendals strategiske posisjon.

I det neste kapitlet fokuseres det på regnskapet. I likhet med strategianalysen, vil både teorien rundt, og selve regnskapsanalysen her bli presentert. Kapitlet starter med en klargjøring av regnskapet til analysen, med valg av blant annet analysenivå- og periode. Videre vil sentrale forholdstall bli beregnet og drøftet. Hensikten er å kartlegge trender og tendenser de siste årene, for å bedre kunne kartlegge fremtiden.

Teorien rundt avkastningskrav, som ble presentert i kapitel 5, vil komme til anvendelse i kapitel 8, hvor avkastningskravet vil bli beregnet. Hvert enkelt ledd i modellen for utregningen vil bli nærmere gjennomgått, før det endelige resultatet presenteres til slutt.

Kapitel 9 inneholder fremtidsregnskapet og selve verdsettelsen av Gyldendal. De forutsetningene og beregningene som gjøres her, bygger på det arbeidet som er gjort tidligere i oppgaven, da spesielt den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Sentrale størrelser i forhold til kalkulering av fremtidige kontantoverskudd gjennomgås og estimeres. Kapitlet avsluttes med at de beregnede kontantoverskuddene diskonteres, og verdien av konsernet og aksjekursen fastslås.

Det neste kapitlet vies til en sensitivitetsanalyse av det resultatet som fremkom i kapitel 9. Usikre faktorer i verdiberegningen endres for å se hvilket utslag det gir på selskapsverdien. I tillegg vil kapitlet inneholde en verdsettelse ved bruk av P/E modellen.

Den etiske underproblemstillingen vil bli drøftet i kapittel 11. Relevant teori blir presentert før jeg ser spesifikt på etikken i Gyldendal.

Den siste delen av oppgaven, kapittel 12, vil bestå av en kort oppsummering av de resultatene oppgaven har gitt.

2 Presentasjon av selskapet og bransjen

2.1 Innledning

I dette kapitlet vil jeg presentere Gyldendal og bransjen selskapet operer i. Gyldendal er et stort konsern, med virksomheter innenfor ulike områder, og jeg kunne brukt mye plass til introduksjonen. Hensikten med dette kapitlet er imidlertid at det skal være en kort introduksjon til det videre arbeidet som gjøres i oppgaven, kanskje spesielt rettet mot strategidelen i kapittel 6. Derfor har jeg valgt å la presentasjonen være kortfattig. All informasjonen i det følgende kapitlet er hentet fra Gyldendals hjemmeside.

2.2 Presentasjon av Gyldendal

Gyldendals historie strekker seg tilbake til 1. januar 1925, da Gyldendal Norsk Forlag ble grunnlagt. Etableringen var basert på kjøpet av det norske kontoret til det danske forlagshuset Gyldendalske Boghandel, og forlagsrettighetene til store norske forfattere, som blant annet Bjørnson, Kielland, Ibsen, Lie og Skram, var sikret. Knut Hamsun spilte en stor rolle i arbeidet med å reise aksjekapital til det som ble omtalt som ”hjemkjøpet”, og han ble Gyldendals første aksjonær.

I årene som fulgte ble Gyldendal utvidet til å omfatte alle deler innenfor bokforleggeriet, samt utgivelse av blader og bokbinderi. Selskapets virksomhet ble etter hvert konsentrert om bokbransjen fra 1961, logistikk og distribusjon fra 1964, og endelig bokhandel fra 1999.

1. januar 2000 ble Gyldendal omdannet til et bokkonsern under navnet Gyldendal ASA, mens forlagsvirksomheten ble skilt ut i et nytt, heleid datterselskap med det historiske navnet Gyldendal Norsk Forlag.

Foruten om morselskapet Gyldendal ASA, består konsernet av følgende fem virksomhetsområder:

Gyldendal ASA		
<i>Virksomhet</i>	<i>Selskap</i>	<i>Eierandel</i>
Forlagsvirksomhet	Gyldendal Norsk Forlag AS	100,0%
Bokhandel	Ark Bokhandel AS	100,0%
Publikasjoner av ordbøker og leksika	Kunnskapsforlaget ANS	50,0%
Distribusjon og logistikk	Forlagssentralen	50,0%
Bokklubber	De Norske Bokklubbene AS	48,5%

Tabell 2.1: Gyldendals virksomheter

Konsernets hovedmål er gjennom økonomisk styrke og uavhengighet, å skape og formidle kulturelle verdier. Et norsk forankret eierskap anses som viktig i dette arbeidet.

(www.Gyldendalasa.no)

2.3 Presentasjon av bokbransjen

Konsernet Gyldendal er delt inn i fem forretningsområder under morselskapet, og virksomheten strekker seg til alle bokbransjens delbransjer; fra idéutvikling frem til den ferdige boken når leseren. På grunn av at selskapet opererer innenfor ulike markeder, med forskjellige konkurrenter og samarbeidspartnere, er det vanskelig å begrense og definere bransjen Gyldendal befinner seg i. Siden alle Gyldendals virksomheter dreier seg om bøker, velger jeg å fokusere på bokbransjen generelt. Informasjonen i dette kapitlet er hentet fra forleggerforeningens hjemmeside, samt bokhandlerforeningens hjemmeside.

Det totale bokmarkedet i Norge var på 5,8 milliarder kroner i 2006 – en økning på 10 % fra 2005. Siden 1991 har markedet økt med nesten 2,5 milliarder. Mye av økningen fra 2005 kommer fra markedet for skolebøker, som steg med 57 %. Årsaken er utskiftning av lærebøker i forbindelse med ”kunnskapsløftet”.

Kunnskapsløftet er en reform som gjennomføres i skoleverket i perioden 2006 til 2008. Reformen innebærer blant annet at det skal lages nye læremidler til samtlige fag i både grunnskolen og den videregående skolen.

Allmenntilmarkedet viser derimot tegn til stagnasjon, og hadde bare en økning på 1,4 % fra 2005 til 2006. I følge Gyldendals årsrapport fra 2006, har bokavtalen, som jeg kommer nærmere inn på i neste avsnitt, rammet bokklubbene negativt. Press på prisene og lavere marginer i både salgsleddene og forlagene nevnes som viktige følger av avtalen.

Bokavtalen er en frivillig avtale mellom Den norske Forleggerforening og Bokhandlerforeningen. Avtalens formål er å sikre konkurranse på like vilkår mellom ulike salgskanaler for bøker. Det viktigste virkemiddelet i avtalen er fast pris på nye bøker, og at ingen har lov til å selge nye bøker med mer enn 12,5 % rabatt i utgivelsesåret og frem til 1. mai året etter. I tillegg frafalt bokhandelens enerett til å selge skolebøker. Bokavtalen trådte i kraft 1. mai 2005 og varer ut 2010.

Mer enn 90 % av omsetningen i bokhandelen kommer fra bedrifter tilknyttet kjeder og lignende sammenslutninger. I alt finnes det syv slike kjeder eller sammenslutninger. Per januar 2007 var det kun 24 bokhandler som ikke var tilsluttet en kjede. De tre største kjedene er Libris, Norli og Gyldendal-kontrollerte Ark, som til sammen innehar en markedsandel på 60 %.

Aschehoug og Cappelen Damm er, sammen med Gyldendal, de største aktørene innenfor bokbransjen. Dette er selskaper det kunne vært naturlig å sammenligne Gyldendal med. Ingen av dem er børsnotert, og det er vanskelig å finne særlig relevant informasjon om selskapene. En av premissene for denne oppgaven var at jeg skulle opptre som en investor og kun innhente informasjon som er offentlig tilgjengelig. På grunn av dette velger jeg ikke å bruke dem som sammenligningsgrunnlag for Gyldendal.

(www.forleggerforeningen.no, www.bokhandlerforeningen.no)

3 Metode

3.1 Innledning

Metode kan defineres og forklares på ulike måter. Selnes (1999) forklarer det enkelt med at metode kan forstås som en fremgangsmåte for å løse problemer.

I følge Johannessen et al. (2004) foregår forskningsprosessen over fire faser:

1. Forberedelse
2. Datainnsamling
3. Dataanalyse
4. Rapportering

Jeg kommer i dette kapitlet til å følge denne fremgangsmåten. Punkt 4, rapportering, omhandler hvordan forskningen presenteres. Denne oppgaven er min presentasjon av det arbeidet jeg har gjort, og siden kravene for utformingen av bacheloroppgaven er ganske klare, ser jeg ikke noe poeng i å komme nærmere inn på dette. Under de andre punktene vil jeg se nærmere på sentrale tema som valg av problemstilling og metode, samt evaluere oppgavens kvalitet.

3.2 Forberedelse

Forskning og studentprosjekter starter gjerne med en idé eller et tema man ønsker mer kunnskap om. En sentral del av arbeidet med å omgjøre ideen til en problemstilling består i å sette seg inn i relevant litteratur. Man kan sette opp følgende prosess for å komme frem til problemstillingen (Johannessen et al., 2004):

1. Idé/tema
2. Litteraturgjennomgang
3. Problemstilling

Ideen eller temaet kan komme fra egen interesse, som et resultat av utdanning og jobb, etc. Neste steg vil være å gjøre seg kjent innenfor det aktuelle emnet. Det videre arbeidet handler om å konkretisere en problemstilling. Dette skal jeg komme nærmere inn på i neste kapittel. Før man ser på utformingen av problemstillingen, kan det være interessant å vurdere hvilket formål undersøkelsen skal ha. I følge Johannessen et al. (2004) kan en undersøkelse ha ett eller flere av følgende mål:

- Beskrivende: Beskrive forhold som har funnet sted, eller fremdeles eksisterer.
- Forklarende: Her dreier det seg om å finne årsaksforklaringer.
- Forstå: Forstå de meninger og betydninger som mennesker legger i et fenomen.
- Forutsi: Forsøke å forutsi hvordan noe ventes å utvikle seg.
- Evaluere: Vurdere effekter av tiltak og handlinger.

3.2.1 Problemstilling

Problemstillingen er vanligvis det undersøkelsen skal gi svar på. Valget av problemstilling styrer valg av metode og hvilke teorier og fremgangsmåter som skal benyttes (Johannessen et al., 2004). Dette støttes opp av Jacobsen (2005), som sier at problemstillingen legger premisene for hvilket undersøkelsesopplegg som bør benyttes, samt hvilken metode som best egner seg til det videre arbeidet.

Man kan generelt si at enhver problemstilling bør tilfredsstillende tre grunnleggende krav (Holme og Solvang, 1996):

- Spennende: Dette innebærer at den som gjennomfører undersøkelsen, ikke vet hva resultatet blir.
- Enkel: En bred problemstilling fører ofte til at undersøkelsen kompliseres, at man mister oversikten og ikke klarer å skille ut viktige funn.
- Fruktbar: Dette kravet kan deles i to. For det første skal det være mulig å gjennomføre en undersøkelse på grunnlag av den valgte problemstillingen. For det andre bør undersøkelsen tilføre ny kunnskap. Denne trenger ikke være revolusjonerende, men utvide eller fordype forståelsen av et allerede kjent fenomen.

På bakgrunn av dette har jeg valgt, og arbeidet etter, følgende problemstilling:

”Verdsettelse av konsernet Gyldendal”

Med underproblemstillingen:

”Hvilke etiske retningslinjer følger Gyldendal, og hvilken innvirkning kan fokus på etikk ha i forhold til konsernets økonomi?”

Disse problemstillingene tilfredsstiller kravene nevnt ovenfor; jeg vet ikke på forhånd hva resultatene vil bli, de er mulige å gjennomføre, samt at de bygger på tidligere forskning og utvider min forståelse av, i første rekke, finans og verdsetting.

I følge Jacobsen (2005), skiller man mellom beskrivende og forklarende problemstillinger. Den førstnevnte sier noe om tilstanden på et gitt tidspunkt, mens den siste forsøker å beskrive årsakene til tilstanden.

De valgte problemstillingene kan grupperes som beskrivende, da jeg ønsker å si noe om hvordan situasjonen er i dag, fremfor å forklare hvorfor situasjonen er som den er.

Problemstillingen setter premissene for hvilken forskningsdesign som skal benyttes i undersøkelsesarbeidet. Dette skal jeg nå gå nærmere inn på.

3.2.2 Valg av forskningsdesign

Etter å ha bestemt og konkretisert problemstillingen, må man finne det undersøkelsesopplegget som best egner seg til det videre arbeidet. Selnes (1999) definerer forskningsdesign som en overordnet plan for hvordan undersøkelsen skal gjennomføres. Valget av forskningsdesign kan ha store konsekvenser for gyldigheten og påliteligheten av undersøkelsen. Derfor må undersøkelsesopplegget som velges være egnet til å belyse den valgte problemstillingen, uten at det påvirker de resultatene som fremkommer (Jacobsen, 2005).

Grovt kan man inndeleg forskningsdesign i tre hovedtyper (Selnes, 1999):

- Eksplorerende design
- Beskrivende design
- Kausale design

Premissene for hvilken design man velger, legges som sagt av problemstillingen. Er denne uklar, brukes gjerne en eksplorerende tilnærming. Beskrivende design brukes dersom undersøkelsens formål er å kartlegge en eller flere variabler. Til slutt bruker man kausale design der man ønsker å undersøke effekten en eller flere variabler har på en avhengig variabel (Selnes, 1999).

I denne oppgaven vil jeg benytte eksisterende og tilgjengelig teori til å undersøke en gitt situasjon. Hovedproblemstillingen vil føre til at jeg ser på regnskapstall og faktiske forhold rundt Gyldendal, og ut fra dette fastsette en verdi på konsernet. Basert på dette kan man si at problemstillingen er klart definert, samt at jeg ikke søker etter et årsaks – virkningsforhold. Dermed vil en beskrivende design være det naturlige valget av forskningsdesign i denne oppgaven.

I følge Selnes (1999), benytter man beskrivende design der hensikten er å få frem en kvantifisert beskrivelse av et fenomen. Altså når harde fakta skal innhentes og størrelser skal tallfestes. Innenfor rammen av beskrivende design finner man flere undergrupper med alternative forskningsdesign, blant annet grounded theory, etnografisk design, fenomenologi og casedesign (Johannessen et al., 2004). Videre vil jeg gå nærmere inn på casedesign, eller casestudie, da det er denne metoden jeg bruker i oppgaven.

3.2.2.1 Casestudie

Betegnelsen case kommer fra det latinske ordet casus, som betyr tilfelle. En casestudie søker å gå i dybden på ett eller noen få tilfeller som gjøres til gjenstand for inngående studier (Jacobsen, 2005; Andersen, 1997).

I følge Johannessen et al. (2004:84), består caseundersøkelser av å samle inn så mye informasjon som mulig om et avgrenset fenomen. Videre sier de at undersøkelsen gjerne kan

gjennomføres ved hjelp av kvantitative data og eksisterende statistikk, samt at metoden egner seg for både kausale, beskrivende og eksplorerende forskningsdesign.

Casestudiet er spesielt egnet til forskningsspørsmål angående hvordan og hvorfor (Johannessen et al., 2004; Yin, 1994). Selv om denne oppgavens hovedproblemstilling ikke inneholder de ordene direkte, vil man ved å gå bak problemstillingen se at disse spørsmålene gjelder gjennom hele arbeidet.

På bakgrunn av dette mener jeg det arbeidet som er gjort i denne oppgaven kan kategoriseres som en casestudie basert på en beskrivende design.

3.3 Datainnsamling

Når problemstillingen er bestemt og forskningsdesignet valgt, kommer man frem til spørsmålet om hvilken informasjon som skal samles inn. Under vil jeg gjennomgå emner innenfor datainnsamling som omhandler metodevalg, utvelgelse av observasjonsenhet og selve datainnsamlingen.

3.3.1 Valg av metode

Valget av metode består kort sagt i å velge mellom tall eller ord, henholdsvis kvantitativ eller kvalitativ metode. Tradisjonelt blir disse to tilnærmingene fremstilt som nokså forskjellige, men utgangspunktet er at begge begrepene viser til egenskaper og kvaliteter ved de fenomenene som studeres. Forskjellen ligger i måten resultatene kategoriseres. Ved kvantitative metoder er dataen tilrettelagt slik at kvaliteten ved et fenomen kan telles opp, mens kvalitative data foreligger i en form som ikke like lett lar seg telles opp og kategoriseres, for eksempel i form av tekst eller lyd (Johannessen et al., 2004).

I følge Jacobsen (2005) bør man unngå å tenke på de to metodene som motsetninger. Det vil da være riktigere å se på rene kvalitative og kvantitative tilnærminger som ytterpunkter på en skala, hvor man kan kombinere ulike metoder innenfor den samme forskningen, for på denne måten å begrense noen av de svake sidene man finner ved enhver metode.

Å gjennomføre en verdsettelse betyr at man må samle inn og gjennomgå en mengde tall. Dette kan tyde på at en kvantitativ metode er best egnet for denne type oppgave. Samtidig er

det ikke nok bare å kategorisere tall for å komme frem til et fornuftig verdiestimat, man må også vurdere hva tallmaterialet betyr, samt gjennomføre strategiske analyser hvor resultatene ikke alltid lar seg tallfeste.

I forhold til dette mener jeg at å bruke en ren kvalitativ eller kvantitativ tilnærming i oppgaven vil være vanskelig. Derfor følger jeg Jacobsens (2005) råd og kombinerer metodene i noe han kaller for blandet metode. Underproblemstillingen vil bli løst gjennom en ren kvalitativ metode, da intervjuet utelukkende består av åpne spørsmål uten svaralternativer.

3.3.2 Utvelgelse av observasjonsenhet

Utvelgelse av observasjonsenhet henspeiler til hvem vi ønsker å undersøke. Normalt gjennomgår man noen viktige faktorer i forkant av utvelgelsen av observasjonsenhet, som for eksempel utvalgsstørrelse, utvalgsstrategi og rekruttering (Johannessen et al., 2004).

Denne oppgavens problemstilling og arbeidsområde gjør at jeg ikke trenger å gå for detaljert inn på slike variabler. Valget av undersøkelsesenhet handler om hvilken bedrift jeg skal verdsette, og når valget av Gyldendal var gjort måtte jeg vurdere om jeg skulle analysere hele konsernet, eller enkeltdivisjoner. Dette arbeidet har jeg redegjort for i kapittel 1, og kommer derfor ikke nærmere inn på det her.

3.3.3 Datainnsamling

Informasjonen som skal innhentes kan normalt deles inn i sekundærdata og primærdata. Sekundærdata viser til informasjon som allerede er helt eller delvis tilgjengelig, mens primærdata henviser til data som forskeren selv må innhente (Selnes, 1999).

Innhenting av både sekundærdata og primærdata deles gjerne inn etter kvalitativ og kvantitativ metode, og kan gjøres ut fra ulike tilnærminger. Eksempler på innsamling av kvalitativ data er intervju, observasjon og dokumentundersøkelser. Innenfor kvantitative metoder er særlig spørreskjema med lukkede svaralternativer brukt til innsamling av primærdata, mens studier av tidligere undersøkelser og statistikk brukes for å innhente sekundærdata (Selnes, 1999).

I denne oppgaven har jeg hovedsaklig benyttet meg av sekundærdata, i form av kvartals- og årsrapporter fra Gyldendal, samt rapporter som omhandler bransjetall og markedsutvikling

publisert på bokhandlerforeningens og forleggerforeningens hjemmesider. Disse dokumentene har dannet grunnlaget for både den strategiske analysen, og analysen av regnskapet. Å gjennomføre verdsettelsen på bakgrunn av sekundærdata var et poeng for meg, da jeg skulle opptre som en ekstern investor uten mulighet til å få innblikk i interne dokumenter og lignende.

Under arbeidet med den etisk relaterte underproblemstillingen benyttet jeg meg av primærdata. Jeg gjennomførte to relativt korte intervjuer på e-post med visekonsernsjef i Gyldendal Jon Østbø. Hovedsaklig var avstanden til intervjuobjektet grunnen til at intervjuet ble gjennomført på e-post. Et annet alternativ var å gjennomføre intervjuet på telefon, men spørsmålenes størrelse, samt at jeg ønsket at intervjuobjektet skulle få tid til å tenke gjennom svarene, gjorde at jeg anså e-post som den beste metoden.

I forkant av intervjuet sendte jeg intervjuobjektet litt informasjon om oppgaven og bakgrunnen for de spørsmålene jeg senere ville sende. Selve intervjuet var utformet med en middels strukturingsgrad (Jacobsen, 2005). Samtidig som spørsmålene var strukturerte og konkrete, var spørsmålsskjemaet utformet på en slik måte at intervjuobjektet selv kunne ta opp tema han mente det var ønskelig å komme inn på.

Datainnsamlingen har altså i stor grad bestått av innsamling og bearbeiding av sekundærdata. Noe innhenting av primærdata ble gjennomført i forbindelse med underproblemstillingen. Videre vil jeg se på analysearbeidet i forhold til den innsamlede informasjonen.

3.4 Dataanalyse

Gjennom verdsettelsesprosessen har jeg anvendt ulike teknikker for å komme frem til et fornuftig verdiestimat av konsernet Gyldendal. Som tidligere nevnt har jeg brukt både en kvalitativ og kvantitativ metode i arbeidet. I følge Holme og Solvang (1996) er analysen av kvalitative data både tidkrevende og omstendelig, da den innsamlede data må struktureres og organiseres før man analyserer den. Jeg vil her ta for meg gangen i analysen, samt de verktøy jeg har benyttet.

3.4.1 Analyse

Arbeidet starter med at jeg setter meg inn i konsernet Gyldendal og bokbransjen gjennom å studere diverse rapporter fra selskapet og ulike bransjeforeninger. Dette danner utgangspunktet for den strategiske analysen, hvor jeg benytter analyseverktøyene Porters Five Forces og VRIO- modellen som rammeverk for analysen av henholdsvis de eksterne og de interne kreftene som påvirker selskapet. Avslutningsvis oppsummerer jeg de kritiske suksessfaktorene jeg har funnet, samt definerer selskapets strategiske posisjon.

Det neste steget er å analysere relevante regnskapstall i forhold til viktige størrelser, som lønnsomhet, likviditet, soliditet og finansiering. De tallene jeg finner her sammenlignes også med lignende tall fra tidligere år. Dette gjøres for å finne utviklingstrekk og eventuelle sammenhenger i den økonomiske situasjonen.

Etter å ha gjennomført regnskapsanalysen og den strategiske analysen, finner jeg avkastningskravet til totalkapitalen gjennom å beregne de ulike variablene det aktuelle kravet består av. På bakgrunn av den strategiske analysen og analysen av forholdstall, estimerer jeg så selskapets fremtidige utvikling. Dette gjøres gjennom å sette opp ett fremtidsregnskap, basert på blant annet beregninger av viktige størrelser som driftsmargin, arbeidskapital, investeringer og avskrivninger.

Avslutningsvis finner jeg verdien av konsernet gjennom å benytte meg av verdsettelsesteknikken kontantstrøm til totalkapital. Dette innebærer at jeg diskonterer de estimerte kontantoverskuddene med avkastningskravet jeg tidligere beregnet. Summen av dette utgjør verdien av selskapets totalkapital.

I underproblemstillingen har jeg tatt for meg aktuell teori forbundet med etiske modeller og teorier. Dette har dannet grunnlaget for det videre arbeidet med å presentere og diskutere Gyldendals etiske retningslinjer. Analysegrunnlaget for dette arbeidet består av to intervjuer gjennomført med visekonsernsjef i Gyldendal Jon Østbø, samt en rapport bestående av konsernets nedskrevne etiske retningslinjer. På grunn av størrelsen, har analysen av dette kvalitative datamaterialet vært relativt enkelt. Johannessen et al. (2004) mener at utfordringen ved analyser av kvalitative data ligger i å bearbeide store mengder informasjon. Som sagt er informasjonsmengden i disse intervjuene såpass begrenset, at det ikke var noen problemer å analysere dem.

3.5 Oppgavens kvalitet

Her vil jeg evaluere gyldigheten og påliteligheten i forhold til den dataen som er benyttet gjennom oppgaven. Innenfor forskning uttrykkes gjerne gyldighet og pålitelighet som henholdsvis validitet og reliabilitet (Johannessen et al., 2004).

3.5.1 Reliabilitet

Reliabiliteten, eller påliteligheten, til undersøkelsens data er knyttet til hvilke data som brukes, og hvordan de er samlet inn og bearbeidet. At oppgaven er pålitelig er en forutsetning for at den skal være gyldig. Reliabiliteten kan prøves på forskjellige måter, blant annet ved at flere forskere gjennomfører samme undersøkelse på samme tidspunkt, eller ved at en forsker gjennomfører samme undersøkelse på forskjellige tidspunkter (Holme og Solvang, 1996).

Det vil være vanskelig å undersøke påliteligheten til denne oppgaven gjennom de metodene som er nevnt ovenfor. Holme og Solvang (1996) påpeker også at økonomi og tid ofte begrenser slike opplegg. Derimot kan man prøve å sikre pålitelighet gjennom å bruke flere måleredskap for sentrale variabler gjennom undersøkelsen.

Påliteligheten til regnskapstallene fra Gyldendal er høy, da de er underlagt strenge regnskapsregler, samt at de er godkjent av revisor. Det er den siste tiden avdekket flere finansskandaler, hvor regnskap var gjenstand for grove overdrivelser hva verdier angår. Jeg finner det usannsynlig at denne type kreativ regnskapsføring har funnet sted hos Gyldendal og vurderer som sagt tallenes reliabilitet for å være god. Videre er metodene jeg har brukt for å analysere regnskapet anerkjente og velbrukte, og kan derfor ikke sies å ha påvirket resultatene jeg har funnet.

Den strategiske analysen baserer seg i stor grad på informasjon hentet fra ulike bransjesider på internett. Her er det vanskelig å vurdere informasjonens pålitelighet, men siden opplysningene hovedsaklig er funnet i rapporter publisert av store organisasjoner som Den Norske Forleggerforeningen og Bokhandlerforeningen, anser jeg det som lite trolig at informasjonen inneholder markante feil eller mangler.

Arbeidet med underproblemstillingen inneholder blant annet et intervju med visekonsernsjef Jon Østbø i Gyldendal. Intervjuet er gjennomført på e-post. I følge Jacobsen (2005) er det

flere faktorer man må være bevisst på i en slik sammenheng. Blant annet mister man muligheten til å observere hvordan intervjuobjektet reagerer ut fra kroppsspråk på spørsmålene. På den annen side påpeker også Jacobsen (2005) at man reduserer intervjueffekten, altså at undersøkeren påvirker intervjuobjektet til å opptre annerledes enn han normalt ville gjort. Basert på den type spørsmål jeg har stil Østbø, mener jeg ikke at intervjuets pålitelighet er noe svekket av at jeg ikke har hatt muligheten til å observere objektet under intervjuet. Videre anser jeg Østbø som en kilde til pålitelig informasjon angående det temaet intervjuet hadde.

Jeg anser altså oppgavens reliabilitet for å være god.

3.5.2 Validitet

Jeg vil her se nærmere på oppgavens validitet. Denne avhenger av hvor godt den innsamlede data representerer de problemene man ønsker å finne svar på. Eller som Holme og Solvang (1996) sier, kan dataene være så pålitelig de vil – måler de ikke det vi ønsker, er de ubrukelige for vår problemstilling.

Verdsettelse er ingen eksakt vitenskap (Boye, 1998). Den metoden jeg har valgt for å finne verdien av Gyldendal, innebærer blant annet at jeg estimerer kontantoverskudd for 6 år frem i tid. Dette betyr at gyldigheten til tallene kan diskuteres, spesielt jo lengre inn i fremtiden jeg prøver å se.

Samtidig kan man si at det er nettopp dette som er verdsettelse av selskaper; å samle inn og bearbeide så mye informasjon som mulig, for å komme frem til et mest mulig fornuftig og realistisk verdiestimat. Med bakgrunn i at jeg har benyttet velbrukte og anerkjente modeller, både i den strategiske analysen og analysen av regnskapstall, samt i beregningen av avkastningskravet og utarbeidelsen av fremtidsregnskapet, anser jeg validiteten til oppgavens hovedproblemstilling som god.

I forbindelse med hovedproblemstillingens gyldighet er det nødvendig å informere om at tallmaterialet i stor grad er basert på rapporter og statistikker fra tidligere år. Med andre ord er tallene og informasjonen jeg har brukt i de ulike analysene ofte hentet fra 2006 og tidligere. Dette kommer av at når arbeidet ble påbegynt, tidlig i januar 2007, var den siste offentlig tilgjengelige informasjonen gjerne fra 2006.

Dette gjelder spesielt for rapportene og regnskapene fra Gyldendal. Ved arbeidets start var den siste tilgjengelige årsrapporten fra 2006, mens kvartalsrapporter for de tre første kvartalene var publisert. Halvveis ut i arbeidet ble 4.kvartalsrapporten også publisert, noe som innebar at jeg hadde et midlertidig regnskap for 2007 å gå ut fra i analysearbeidet. Etter at oppgaven var tilnærmet ferdig, ble også årsrapporten for 2007 offentliggjort. Som vanlig er, inneholdt dette endelige årsregnskapet noen endringer i forhold til det som var publisert i 4.kvartalsrapporten. Jeg vurderte å gjennomføre nye analyser som skulle basere seg på de seneste tallene, men med bakgrunn i den arbeidsmengden det ville innebære i forhold til tiden jeg hadde til rådighet, samt at forskjellene mellom det midlertidige og det endelige regnskapet var minimale, besluttet jeg å beholde de analysene og beregningene jeg allerede hadde foretatt.

Validiteten av det intervjumaterialet som er lagt til grunn for den etikkrelaterte underproblemstillingen, kunne vært bedre. Som tidligere nevnt anser jeg visekonsernsjef Østbø som en pålitelig kilde, men jeg kan ikke med sikkerhet si at han er den beste til å svare på spørsmål angående etikk. Videre hadde det vært ønskelig med flere informanter for å belyse eventuelle forskjeller i meninger og synspunkter.

Oppsummert kan man si at jeg anser validiteten av oppgavens hovedproblemstilling for å være god. Det som skiller gyldigheten fra å være veldig god, er at noe av tallmaterialet ikke er helt oppdatert, og kan dermed tenkes å skildre en foreldet virkelighet. Jeg har tidligere påpekt at jeg ikke regner dette for å være sannsynlig. Gyldigheten av underproblemstillingen betrakter jeg som noe dårligere enn for hovedproblemstillingen, og anser resultatene for å ha middels validitet.

4 Verdssettelsesmodeller

4.1 Innledning

En analyse og vurdering av et selskaps verdi er aktuelt i flere tilfeller, som for eksempel ved kjøp og salg av bedrifter, fusjoner og fisjoner, eller ved kjøp og salg av aksjer. Til tross for at verdsettelse av selskaper ikke er noen eksakt vitenskap, er det i følge Kinserdal (2005) blitt et stort felt innenfor økonomisk rådgivning.

Det finnes en mengde modeller som anvendes for å komme frem til verdien av et selskap, hvor ulike modeller passer til ulike selskaper og bransjer. Jeg vil i dette kapitlet presentere noen av de mest brukte metodene for å verdsette bedrifter, samt avgjøre hvilken modell jeg vil bruke i min verdsettelse.

Som sagt finnes det flere veier til målet når man skal verdsette et selskap, og å forklare hver enkelt modell vil være for plass- og tidkrevende. Derfor vil jeg gi de modellene som jeg velger å bruke i analysen av Gyldendal mest plass, men det vil også bli viet oppmerksomhet til andre verdsettelsesmodeller.

Boye og Dahl (1997) deler verdsettelsesmodellene inn i to hovedgrupper: balansebaserte metoder/verdibegreper og inntjeningsbaserte metoder. For å gjøre teorien mest mulig oversiktlig, vil jeg følge denne grupperingen.

4.2 Balansebaserte metoder

Som navnet tilsier tar disse modellene utgangspunkt i balansen, med det tradisjonelle regnskapet som basis (Kinserdal, 2005). Møller (1989) argumenterer for at det er en mangel på klare definisjoner av modellene innenfor denne gruppen av verdsettelsesmetoder. Boye og Dahl (1997) har valgt å inndele modellene i følgende tre undergrupper:

- Matematisk verdi/bokført egenkapital
- Likvidasjonsverdi
- Substansverdi/verdijustert egenkapital.

4.2.1 Matematisk verdi/bokført egenkapital

Matematisk verdi er identisk med den bokførte verdien av egenkapitalen, og gir uttrykk for et selskaps egenkapital basert på vurderingsregler fra aksjeloven og regnskapsloven. Siden disse lovene baserer seg på forsiktighetsprinsippet, også kalt laveste verdis prinsipp, kan de reelle verdiene avvike sterkt fra bokført egenkapital. På bakgrunn av dette tillegger man normalt sett ikke denne verdsettelsesmetoden særlig verdi (Boye 1998).

4.2.2 Likvidasjonsverdi

Likvidasjonsverdi, også kalt realisasjonsverdi, forutsetter avvikling av et selskap og tvunget salg av eiendelene, og sier noe om det teoretisk laveste beløpet eierne vil sitte igjen med. Modellen tar utgangspunkt i den sist tilgjengelig bokførte egenkapitalen, og justerer denne for differansen mellom bokførte verdier og realisasjonsverdier for egenkapital og gjeld. Denne verdien er i de fleste tilfeller lav, siden et tvunget salg ofte innebærer en rabatt til kjøper, samt kostnader knyttet til selve avviklingen (Boye og Dahl, 1997).

4.2.3 Substansverdi/verdijustert egenkapital

Boye og Dahl (1997) definerer substansverdien som markedsverdien av eiendelene, fratrukket gjeld. Der det ikke foreligger et aktivt marked for foretakets eiendeler, erstattes markedsverdier ofte med gjenanskaffelsesverdier justert for elde og verdiforringelse.

Modellen tar altså, i likhet med likvidasjonsverdimodellen, utgangspunkt i virksomhetens balanse og korrigerer for skjulte verdier og forpliktelser. Forskjellen er at mens likvidasjonsverdimodellen bygger på en ide om avvikling og tvunget salg, forutsetter substansverdimodellen ”going concern” – fortsatt drift (Møller, 1989).

I praksis kalles ofte substansverdi for verdijustert egenkapital, heretter forkortet VEK. Normalt verdsettes bare identifiserbare eiendeler og gjeld, noe som gjør at VEK i mange tilfeller vil avvike fra markedsverdien. Denne differansen er verdien av goodwill, eventuelt badwill, som ikke er balanseført. Goodwill kan defineres som merinntjeningen ut over det summen av enkeltdelene gir som verdi (Kinserdal, 2005).

Mens verdien av omløpsmidler og gjeld kan anslås relativt nøyaktig, byr derimot beregninger av den justerte verdien av varige driftsmidler på større problemer i en substansverdimodell. Det vil ofte være vanskelig for en ekstern person å anslå verdiendringene i hvert enkelt tilfelle.

Derfor brukes substansverdimodellen oftest i næringer hvor markedsverdier er objektive og lett tilgjengelige, som innenfor rederibransjen og eiendomsbransjen (Kinserdal, 2005).

Substansverdiberegninger kan i følge Boye (1998) fungere som et nyttig supplement til andre verdsettelsesmodeller.

4.2.4 Break- up value og Etableringskost

I boken *bedriftsverdsettelse*, deler Møller de balansebaserte modellene opp i ytterligere tre undergrupper; Break- up value, etableringskost og gjenanskaffelsesverdi.

Gjenanskaffelsesverdi er tilnærmet lik substansverdi, da begge metodene bygger på forutsetninger om fortsatt drift og dermed har et gjenanskaffelsessyn av eiendeler som basis for de vurderingene modellene krever (Kinserdal, 2005). Jeg vil derfor konsentrere meg om de to andre metodene.

4.2.4.1 Break- up value

Break- up value brukes på konglomerater, og bygger på en antagelse om at et konglomerat er mindre verdt enn summen av virksomhetsområdene hver for seg (Møller, 1989:27). Dette forklares med at investorer som selv ønsker å komponere en diversifisert portefølje, ser negativt på den reduserende effekten konglomerater har på denne muligheten. En annen forklaring er at ledelsen i denne type selskap må spre sin kompetanse over flere felt, slik at ingen områder drives virkelig godt, eller at lønnsomme områder må subsidiere mindre lønnsomme områder. Dette negative synet på konglomerater har ført til en rabatt i markedet, kalt "Conglomerate discount" (Møller, 1989).

En verdsettelse av et konglomerat burde ta utgangspunkt i hvert enkelt virksomhetsområde, og vurderes under de forutsetninger som passer best for det enkelte område. På denne måten kommer man frem til de mest reelle verdiene. Deretter fastsettes konglomeratets verdi til summen av de ulike virksomhetsområdene (Møller, 1989).

4.2.4.2 Etableringskost

Denne metoden måler verdien av et selskap gjennom å se på kostnadene forbundet med å etablere en tilsvarende bedrift. Beregningen tar utgangspunkt i gjenanskaffelsesverdien av eiendelene, og legger til kostnader knyttet til rekruttering, markedsføring, etc. (Møller, 1989).

Det er normalt veldig vanskelig å fastsette denne verdien, og i mange tilfeller kan den virke lite relevant. Berettigelsen for å bruke etableringskost som verdsettelsesmodell kan man finne i situasjoner hvor det er lite aktuelt å bruke markedspris. Et eksempel på dette kan være i forbindelse med oppkjøp fra en aktør som er eneste tenkelige kjøper, og som blir ansett som en farlig konkurrent ved nyetablering (Møller, 1989).

4.3 Inntjeningsbaserte metoder

De inntjeningsbaserte verdsettelsesmodellene tar utgangspunkt i et selskaps fremtidige inntjeningspotensial. Som ved balansebaserte modeller, finnes det flere undergrupper av inntjeningsbaserte metoder. De kan grovt inndeles slik (Møller, 1989):

- Dividendemodeller
- Kontantstrømbaserte modeller
- Resultatmodeller.

4.3.1 Dividendemodeller

Dividendemodeller, eller utbyttmodeller som de gjerne kalles, tar utgangspunkt i fremtidig forventet dividendeutbetaling til aksjonærene. I følge Boye (1998) er ikke denne typen verdivurdering vanlig i Norge. Dette kan komme av at norske selskaper historisk sett har utdelt en ganske lav andel av overskuddet som utbytte, men Boye argumenterer videre for at dette nå kan være i ferd med å snu, og at dividendemodeller av den grunn i større grad vil tas i bruk her hjemme.

Verdien av en aksje eller et selskaps egenkapital, kan finnes ved hjelp av følgende dividendemodell (Boye og Dahl, 1997):

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

Hvor:

P_0 = Verdien av en aksje, eventuelt verdien av selskapets egenkapital.

D_t = Forventet dividende per aksje i år t , eventuelt totalt utbetalt dividende til dagens aksjonærer

k = Avkastningskravet.

Modellen bygger på estimerte dividendeutbetalinger for all fremtid. En slik estimering lar seg vanskelig gjennomføre, derfor er det vanlig å ty til forenklinger. Et eksempel på en slik forenkling er å forutsette at dividenden vil øke med samme prosent per år for all fremtid. Legger man dette til grunn, kan man finne selskapets eller aksjens verdi gjennom å bruke Gordons vekstformel (Boye og Dahl, 1997):

$$P_0 = \frac{D_1}{k - g}$$

Hvor:

g = Årlig dividendevekst.

Det er her viktig å merke seg at det forutsettes at den første utbetalingen av utbytte skjer om ett år. Verdien man får ved å benytte dividendemodellen blir høyere desto høyere forventet vekst er, og lavere desto høyere avkastningskravet er. Dette henger sammen med at avkastningskravets størrelse avhenger av blant annet risiko; høy risiko fører ofte til et høyt avkastningskrav, som altså fører til lavere verdi på selskapet (Boye, 1998).

Det er urealistisk å forvente at veksten vil vedvare i samme tempo for all fremtid for selskaper med veldig høy eller lav vekst. I slike tilfeller forutsettes det ofte at utbyttet, etter en periode med sterk eller svak vekst, etter hvert vil vokse i takt med økonomien. I slike scenarier kan man kombinere to ulike vekstrater, eventuelt benytte seg av en to- vekst- modell, for eksempel P/B modellen: Børskurs dividert på bokført egenkapital (Boye, 1998).

4.3.2 Kontantstrømbaserte modeller

Med kontantstrømbaserte modeller finner man et selskaps verdi gjennom å neddiskontere et selskaps fremtidige kontantstrømmer. Med andre ord kan man si at verdien av et selskap tilsvarer netto nåverdi av de kontantoverskuddene den genererer i fremtiden.

Kontanttilførselen kan i følge Boye (1998) ha flere former. Den kan være fri, for eksempel i form av utbytte og aksjesalg, eller kamouflert i form av for eksempel frynsegoder til eierne. Fri kontantstrøm er mye brukt av analytikere ved verdsetting av aksjeselskaper (Kinserdal, 2005).

For å estimere fremtidige kontantoverskudd anbefales det at man setter opp et fremtidsregnskap, også kalt proforma regnskap, for de kommende 5 til 15 år. Dette regnskapet bør være basert på en strategisk analyse, samt en regnskapsanalyse hvor man fokuserer på relevante forholdstall og verdidrivere som lønnsomhet, investeringsbehov og omsetningsvekst. Her er det i følge Kinserdal (2005) viktig å være kritisk til tallmaterialet, sett i forhold til at det finnes alternative regnskapsmessige behandlinger av flere poster, samt at det kan forekomme kreativ og manipulativ regnskapsføring (Thoresen, 2006).

Etter å ha satt opp et fremtidsregnskap, og kommet frem til de fremtidige kontantstrømmene, neddiskonterer man så disse med et avkastningskrav. Avkastningskravet uttrykker den avkastning investor krever ut over risikofri rente, for å oppveie for økt risiko.

Denne fremgangsmåten legger til grunn at selskapets levetid er uendelig, noe som er urealistisk. For å kompensere for dette, legger man ved budsjettperiodens slutt en terminalverdi, som diskonteres med avkastningskravet, til nåverdien. I følge Boye (1998) er følgende modeller de mest brukte ved beregning av terminalverdier:

- Konstant- vekst- modellen (Gordons formel): Man forventer at den fremtidige økningen i kontantoverskudd vil være konstant etter budsjettperiodens slutt, for eksempel i takt med forventet prisstigning.
- Resultatmodell: Man finner verdien gjennom å multiplisere siste resultat med et P/E- tall som reflekterer forventet vekst og risiko etter budsjettperiodens slutt.
- Bokført verdi for verdistørrelser ved utløpet av budsjettperioden. Dette forutsetter at senere avkastning tilsvarer avkastningskravet.

Man kan beregne et selskaps verdi enten ut fra kontantstrøm til egenkapital eller kontantstrøm til total kapital. Kontantstrøm til egenkapital vil si penger som kun er tilgjengelige for aksjeeiere, mens kontantstrømmene til total kapitalen representerer penger som er tilgjengelige for både banker, obligasjonseiere og aksjonærer. Boye (1998) argumenterer for at det som oftest er tilstrekkelig å finne total kapitalens kontantstrøm, da kontantstrømmen fra egenkapital er mest interessant for banker og selskaper i likviditetsproblemer.

Kontantstrømmetodene er tids- og arbeidskrevende, men deres fortrinn ligger i at de tar utgangspunkt i selskapets fremtidsutsikter, fremfor kun å fokusere på historiske resultater (Møller, 1989).

4.3.3 Resultatmodeller

Som navnet tilsier, tar resultatmodellene utgangspunkt i et selskaps resultater, og forutsetter at de resultatene som kapitaliseres representerer en tilnærming til fremtidig netto kontantstrømmer. Av nettopp disse grunnene regnes resultatmodellene for å være mindre nøyaktige enn kontantstrømmodellene (Boye og Dahl, 1997). Jeg skal nedenfor gjennomgå følgende metoder:

- Normalresultatmetoden
- Multiplikatormodeller

4.3.3.1 Normalresultatmetoden

Normalresultatmetoden, som er en mye brukt metode i praksis, går ut på at man beregner et antatt normalt resultat på bakgrunn av korrigerte historiske resultater og nærmeste års budsjetter. Dette resultatet, som måles i verdsettelsesårets kroneverdi, kapitaliseres så med et realavkastningskrav. Som nevnt under kontantstrømbaserte modeller, uttrykker dette kravet hvilken avkastning investor krever ut over risikofri rente for å kompensere for risiko, justert for inflasjon. Dersom man tar utgangspunkt i total kapitalen skal forretningsmessig risiko inngå i risikobegrepet, mens man i tillegg skal ta med finansiell risiko i risikobegrepet dersom det er normalresultatet til egenkapitalen som kapitaliseres (Boye og Dahl, 1997).

I tillegg til å estimere et antatt normalresultat og avkastningskrav, argumenterer Boye og Dahl (1997) for at man må sette en tidshorisont på beregningene og kalkulere en eventuell restverdi. Små endringer i nevnte variabler kan føre til betydelige endringer i den verdien man kommer

frem til. Derfor er det viktig at forutsetningene er velbegrunnede og dokumenterte. I tillegg må man nøye gjennomgå tidligere års regnskap og budsjetter for å identifisere eventuelle poster som avviker fra normale nivå.

4.3.3.2 Multiplikatormodeller

Multiplikatormodeller tar som oftest utgangspunkt i en regnskapsstørrelse for det selskapet som skal verdsettes, og multipliserer dette med en multiplikator. Multiplikatoren kan man finne ved å dividere børskursen for børsnoterte selskaper med samme regnskapsstørrelse (Boye, 1998).

Denne type modeller blir ofte brukt i praksis. Noe av grunnen til dette kommer, i følge Boye (1998), sannsynligvis av at de er enkle å bruke. Det finnes flere varianter av denne metoden, og ikke alle tar utgangspunkt i regnskapsstørrelser og børsкурser. Noen modeller bruker for eksempel kapasitet i stedet for regnskapstall, samt en erfaringsbasert størrelse som multiplikator. Jeg vil videre kort greie ut om to av de mest brukte multiplikatormodellene; P/E og P/B- metoden.

P/E- metoden

P/E står for price/earnings, eller pris/fortjeneste, og er i følge Thoresen (2006) det desidert mest brukte nøkkeltallet i finansbransjen.

Nøkkeltallet kan beregnes på to måter. Enten ved å dividere aksjekursen (P) på fortjenesten per aksje (EPS), eller man kan dividere børsverdien av selskapet med selskapets nettoresultat. Begge fremgangsmåtene gir samme resultat og sier noe om hvor dyr aksjen er. Dersom forholdstallet man kommer frem til er 10, betyr det at det vil ta 10 år før børskursen er inntjent med dagens overskudd (Thoresen, 2006).

Man finner selskapsverdien ut fra P/E metoden ved å bruke følgende formel (Boye, 1998):

$$\text{Verdi} = (\text{Resultat} - \text{Skattekostnad}) \times \frac{P}{E}$$

P/E- metoden er en relativ verddivurdering (Boye og Dahl, 1997). Med det menes det at man gjerne sammenligner P/E tallet for det selskapet som verdsettes, med andre lignende foretak. Dette kan være vanskelig, da disse selskapene burde tilhøre samme bransje og ha omtrent samme vekstutsikter som det selskapet som analyseres. I tillegg burde finansieringsstruktur og størrelse være omtrent lik (Boye, 1998).

P/B- metoden

P/B står for pris/bok, eller pris/egenkapital, og er en av de mest brukte multiplikatormodellene. Forholdstallet kan beregnes enten ved å dividere aksjekurs på bokført egenkapital, eventuelt børsverdi dividert med total egenkapital. P/B angir markedsverdien til et selskap relativt til dets regnskapsmessige verdi (Thoresen, 2006).

4.4 Valg av verdsettelsesmodell

Som vi ser eksisterer det en mengde ulike tilnærminger og modeller man kan anvende ved en verddivurdering av et selskap. Boye og Dahl (1997) sier at når man kjøper et selskap, kjøper man i realiteten selskapets fremtidige kontantoverskudd. Videre mener Møller (1989) at det rent teoretisk bare er de kontantstrømbaserte metodene som baserer seg på et grundig teorigrunnlag. Argumentene mot denne metoden er at det kan være vanskelig å estimere korrekte kontantoverskudd, samt at den er mer tidkrevende enn mange av de andre verdsettelsesmetodene.

På bakgrunn av dette velger jeg å verdsette Gyldendal ut fra en kontantstrømbasert metode. Som tidligere nevnt finnes det to forskjellige modeller av denne typen verddivurdering; egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden. I følge Boye (1998) er totalkapitalmetoden den enkleste å bruke i de fleste tilfeller, så jeg velger derfor å bruke den metoden.

Verdiberegninger er forbundet med stor usikkerhet. Det er derfor fornuftig å kontrollere resultatene man kommer frem til ved hjelp av alternative beregninger og sensitivitetsanalyser. Jeg kommer til å kontrollere resultatet jeg får med den kontantstrømbaserte modellen, gjennom multiplikatormodellen P/E, samt gjennomføre sensitivitetsanalyser på sentrale verdidrivere og andre aktuelle parametre.

5 Avkastningskrav

5.1 Innledning

Som tidligere nevnt må man, ved bruk av kontantstrømmodeller for verdsettelse, neddiskontere verdiene med et avkastningskrav. I følge Gjesdal og Johnsen (1999) er avkastningskravet den avkastning som er nødvendig for å tiltrekke kapital til virksomheten. Man kan si at dette kravet skal gi uttrykk for den forrentningen man kan oppnå ved alternativ plassering av kapitalen, gitt at risikoen er lik som for det selskapet man skal verdsette. Avkastningskravet må ses i sammenheng med verdsettelsesmodellen man benytter. Med det menes at dersom man beregner kontantstrømmene til totalkapitalen, må avkastningskravet gjelde for både egenkapitalen og gjelden, mens avkastningskravet til egenkapitalen benyttes dersom det er kontantstrømmene til egenkapital som estimeres (Boye og Meyer, 2000).

Jeg vil i dette kapitlet presentere avkastningskravet til både egenkapitalen og totalkapitalen, med hovedvekt på sistnevnte, da det er den metoden jeg kommer til å verdsette Gyldendal ut fra. Videre vil jeg redegjøre for de ulike faktorene som avkastningskravuttrykkene består av.

5.2 Avkastningskravet til egenkapitalen

Avkastningskravet til egenkapitalen beregnes ofte ut fra kapitalverdimodellen – KVM, eller Capital Asset Pricing Modell – CAPM, som er den engelske betegnelsen (Bredesen, 2001).

Kort forklart er avkastningskravet summen av den risikofrie renten og en risikopremie for markedet. Dermed kan vi definere avkastningskravet til egenkapital gjennom følgende uttrykk (Bredesen, 2001):

$$E(r_j) = r_f + (E(r_m) - r_f) \times \beta_j$$

Hvor:

$E(r_j)$ = Forventet avkastning på aksje j

r_f = Risikofri rente

$E(r_m)$ = Forventet avkastning på markedsporteføljen

β_j = Beta for aksje j.

$(E(r_m) - r_f)$ = Markedspremien

Avkastningen består altså av tre ledd (Bredesen, 2001):

- Den risikofrie renten viser pengenes tidsverdi. Denne verdien skal kompensere for nyttetap ved utsatt konsum, samt inflasjon.
- Markedets risikopremie sier noe om hvordan markedet priser risiko.
- Beta viser investeringsobjektets systematiske risiko.

5.3 Avkastningskravet til totalkapitalen

Avkastningskravet til totalkapitalen er en veid sum av kostnadene for gjeld og egenkapital.

Man må altså gjennom følgende tre steg for å finne et krav til totalkapitalen (Bredesen, 2001):

- Bestemme hvordan gjelden og egenkapitalen skal vektet. Sagt på en annen måte må vi finne andelen gjeld og egenkapital, basert på selskapets markedsverdi.
- Bestemme avkastningskravet til egenkapital.
- Bestemme avkastningskravet til gjelden.

Avkastningskravet, ofte kalt WACC – Weighted Average Cost of Capital. Kan vi så finne ved hjelp av følgende uttrykk (Boye og Meyer, 2000):

$$r_{tk} = \left(\frac{E}{V}\right) \times r_{ek} + \left(\frac{D}{V}\right) \times r_g$$

Hvor:

r_{tk} = Avkastningskravet for totalkapitalen

E = Egenkapital

D = Gjeld

V = Markedsverdi

E/V = Egenkapitalandel

r_{ek} = Avkastningskravet til egenkapital

D/V = Gjeldsandel

r_g = Avkastningskrav til gjelden

Kontantoverskuddene til totalkapitalen vil bli beregnet etter skatt. Derfor må vi også regne med et avkastningskrav etter skatt (Boye og Meyer, 2000):

$$r_{tk} = \left(\frac{E}{V} \right) \times (rf \times (1 - s) + rm - rf(1 - s) \times \beta_{ek}) + \left(\frac{D}{V} \right) \times r_g (1 - s)$$

Hvor:

E/V = Egenkapitalandel

D/V = Gjeldsandel

rf = Risikofri rente

rm = Forventet avkastning på markedsporteføljen

β_{ek} = Egenkapitalbeta

$rf \cdot (1-s) + rm - rf(1-s) \cdot \beta_{ek}$ = Avkastningskrav til egenkapital etter skatt

$rg(1-s)$ = Avkastningskrav til gjeld etter skatt

s = Skattesats

5.4 Risikofri rente

I følge Bredesen (2001) kan risikofri rente tolkes som den avkastning en investor minst må oppnå for å være villig til å investere i et selskap, forutsatt at det ikke knyttes risiko til avkastningen.

Kjøp av foretak er normalt en langsiktig investering. Derfor baserer den risikofrie renten seg som oftest på en langsiktig statsobligasjonsrente. De lange obligasjonsrentene er som oftest noe høyere enn den korte risikofrie renten, noe som kommer av at det er innebygd inflasjonsforventninger i den lange renten. Disse inflasjonsforventningene bør også legges til grunn i budsjetteringen av kontantoverskuddene som skal diskonteres. For å unngå for store inflasjonssvingninger i renten anbefaler Boye og Meyer (2000) at man bruker den mellomlange statsobligasjonsrenten ved beregning av avkastningskravet (2 til 3- årsrenter).

5.5 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie kan forklares som den kompensasjon en investor krever ut over risikofri rente, for å bære den risiko som er forbundet med å investere i markedsporteføljen. Tar vi med skatt i utregningen, kan risikopremien for markedsporteføljen uttrykkes slik (Boye og Dahl, 1997):

$$\text{Risikopremie for markedet} = rm - rf(1 - s)$$

Hvor:

rm = Forventet avkastning på markedsporteføljen

rf = Risikofri rente

s = Skattesats

Beregninger av markedets risikopremie bygger ofte på historiske risikopremier, og en forutsetning om at krav til fremtidig risikopremie tilsvarer den historiske premien. Denne historiske risikopremien avhenger blant annet av valgt måleperiode og hvordan den gjennomsnittlige avkastningen er beregnet; aritmetisk kontra geometrisk gjennomsnitt (Boye og Meyer, 2000).

I følge Thoresen (2006) indikerer de fleste forskningsstudier at langsiktig risikopremie har ligget på rundt 4 til 5 % de siste 100 årene. Større informasjonsflyt og likviditet i markedene tyder derimot på at risikopremien burde ligge nærmere 3 til 5 % i dag (Thoresen, 2006).

5.6 Beta

Beta er et mål for den markedsrelaterte risiko, og måler hvordan en enkeltaksje svinger relativt til hele markedet. Matematisk kan man definere beta slik (Bredesen, 2001):

$$\beta = \frac{\text{Kovarians}(r_j, rm)}{\sigma^2_{rm}}$$

Hvor:

β = Beta

Kovarians (r_j, r_m) = Kovariansen mellom avkastningen til en enkeltaksje j , og markedsporteføljen

$\sigma^2 r_m$ = Variansen til markedsporteføljens avkastning

Markedet defineres i denne sammenheng som totalindeksen på Oslo Børs, og alle aksjene som er inkludert i totalindeksen utgjør markedsporteføljen. Markedsporteføljen har en beta på 1, mens en risikofri plassering har en beta på 0. Dersom en aksje følger totalindeksens svingninger vil den ha en beta på 1. Ligger betaverdien under 1 svinger aksjen mindre enn markedet generelt, og motsatt svinger aksjen mer enn markedet dersom betaverdien er over 1 (Thoresen, 2006).

For eksempel vil en beta på 1,2 for en enkeltaksje bety at kursen forventes å stige 12 % dersom markedet stiger 10 %. I tråd med resonnetet ovenfor vil den samme aksjen falle 12 % dersom markedet faller 10 %.

5.7 Gjeldskostnad

Gjeldskostnad er den renten eierne av gjelden krever for å stille ny gjeld til disposisjon for et selskap. I utgangspunktet kan man regne ut gjeldskostnaden gjennom samme fremgangsmåte som når man regner ut egenkapitalavkastningskravet, men ved å bruke gjeldsbeta fremfor egenkapitalbeta. I følge Boye og Meyer (2000) vil det i de fleste tilfeller være tilstrekkelig å bruke gjennomsnittlig lånerente som lånegivernes avkastningskrav, eventuelt risikofri rente tillagt et risikotillegg.

5.8 Vekting av egenkapital og gjeld

Det vil ofte være forskjeller mellom markedsverdien og den bokførte verdien av et selskap. Vektingen av selskapets egenkapital og gjeld skal være basert på selskapets markedsverdi. Egenkapitalens verdi vil i de fleste tilfeller variere fra markedsverdi til bokført verdi, men i følge Bredesen (2001) gjør man derimot ingen større feil ved å anta at det er samsvar mellom bokført verdi og markedsverdi for gjelden. Boye og Koekebakker (2006) argumenterer derimot for at bare den rentebærende gjelden skal tas med når vektene skal beregnes.

5.9 Likviditetspremie

Johnsen (1997) argumenterer for at avkastningskravet bør brukes med omhu for lite likvide børsselskaper. Grunnen er at liten børsumsetning gir en treg kurs med sjeldne og forsinkede endringer, noe som resulterer i at estimert betaverdi kan undervurdere virkelig verdi. Ofte bør man plusse på en likviditetspremie på slike lite likvide selskaper.

Likviditetspremien skal kompensere for at det kan bli dyrt og vanskelig å komme seg ut av aksjen, samt at lite likvide selskaper ofte er mindre selskaper hvor informasjonen sitter tett hos ledelsen. Ofte kan denne premien være større enn betaverdien, og Gjesdal og Johnsen (1999) argumenterer for en likviditetspremie rundt 2-3 % for de mindre likvide aksjeselskapene på Oslo Børs.

Denne type kompensering forutsetter dog at aksjens likviditet er av betydning for investoren. Tilfeller hvor dette gjelder kan være finansielle investorer hvor et kortsiktig salg er en reel mulighet, mens det for forretningsmessige eiere kan være vanskelig å forsvare en likviditetspremie i avkastningskravet (Gjesdal og Johnsen, 1999).

5.10 Oppsummering av avkastningskrav

I dette kapitlet har jeg blant annet presentert avkastningskravet til totalkapitalen, som altså er det kravet jeg kommer til å benytte videre i oppgaven. Videre gikk jeg nærmere inn på de ulike faktorene som må tas med i beregningen av et slikt mål på ønsket forrentning. Senere i oppgaven vil jeg benytte den teorien som her er introdusert, til å beregne avkastningskravet til totalkapitalen for konsernet Gyldendal.

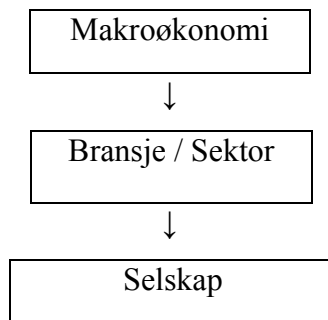
6 Strategisk analyse

6.1 Innledning

”På lang sikt vil budsjettering ta form av ren tipping dersom man ikke kan bygge på konkrete analyser av bedriftens fremtidsutsikter. Analysene bør ta utgangspunkt i bedriftens strategiske posisjon” (Møller, 1989:83).

I dette kapittelet vil jeg gjennomføre en strategisk analyse av Gyldendal. Jeg vil starte med en ekstern analyse av faktorer i samfunnet generelt, og bransjen spesielt, som kan påvirke Gyldendal. Deretter vil jeg gjennomføre en intern analyse av selskapet. Hensikten er å avdekke hvilke faktorer som påvirker selskapet nå og i fremtiden, for å så bruke den informasjonen til å danne et bedre grunnlag for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet.

De kritiske faktorene kan også kalles verdidrivere. Dette er de forholdene som påvirker en bedrifts evne til å generere kontantstrømmer i fremtiden og øke verdien av selskapet. I følge Thoresen (2006) finnes det alltid mange slike verdidrivere i en bedrift, men problemet ligger i å finne og analysere de driverne som har vesentlig innflytelse på den fremtidige kontantstrømutviklingen. For å gjøre dette skal jeg ta utgangspunkt i en Top - down – analyse (Thoresen, 2006):



Figur 6.1: *”Top - down” – analyse (Thoresen, 2006:39)*

De to øverste rubrikkene kan ses på som eksterne faktorer, mens den nederste er interne faktorer.

Gjennom kapitlet vil jeg bruke mye informasjon hentet fra Gyldendals hjemmeside, samt konsernets årsrapporter. Der ikke annet er nevnt vil med andre ord litteraturen være hentet fra disse kildene.

6.2 Ekstern analyse

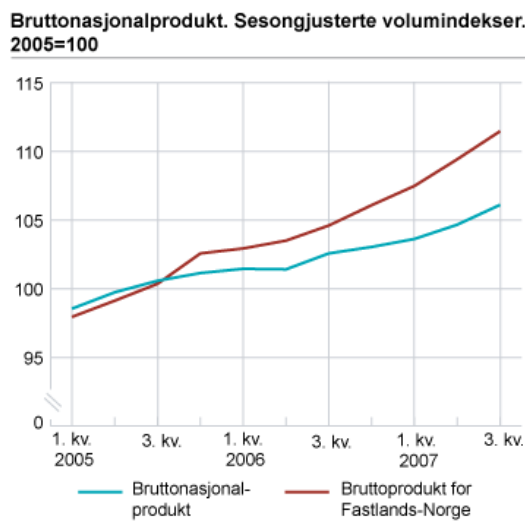
Målet med den eksterne analysen er å identifisere muligheter og trusler i bransjen og samfunnet. Jeg vil starte med en kort gjennomgang av makroøkonomiske forhold, før jeg bruker Porters Five Forces modell til å analysere bransjen. Denne biten av det strategiske arbeidet vil i stor grad være basert på litteratur fra Hill og Jones' *Strategic Management Theory* (2007).

6.2.1 Makroøkonomiske forhold

Makroøkonomiske forhold påvirker nesten alle selskaper; en ekspanderende økonomi øker etterspørselen etter de fleste produkter, og omvendt. Den makroøkonomiske utviklingen er vanskelig å forutse. En mulighet er å se på hva som er normalt og hvordan situasjonen er i forhold til dette i dag. I forbindelse med dette mener Thoresen (2006) at det er spesielt tre faktorer som er viktige: økonomisk vekst, inflasjon og valuta.

6.2.1.1 Økonomisk vekst

Økonomisk aktivitet måles ved brutto nasjonalprodukt, BNP, og avhenger av flere forhold, som rentenivå, arbeidsledighet, etc. Høy økonomisk vekst kan tyde på gode tider i samfunnet generelt, noe som kan gjenspeile seg på børsen. På grunn av at det er så mange faktorer som spiller inn på den økonomiske veksten er det svært vanskelig å forutse hvordan BNP vil utvikle seg. I tillegg vil andre lands utvikling påvirke aksjemarkeder. Børsnoterte selskaper er ofte multinasjonale og påvirkes av den globale økonomien, derfor har aksjemarkeder i forskjellige land ofte en tendens til å bevege seg i samme retning (Thoresen, 2006).



Figur 6.2: Utvikling i BNP i Norge (www.ssb.no)

Utviklingen i BNP i Norge har som vi ser av tabellen, steget jevnt de siste årene. De siste årene har bruttonasjonalproduktet steget med rundt 2,5 %. Finansiell uro har bidratt til at anslagene for BNP de nærmeste årene viser en liten reduksjon, til rundt 2,2 % (www.eu-norge.org).

6.2.1.2 Inflasjon

Inflasjon, eller prisvekst, har en tendens til å bli selvforsterkende. Økte kostnader for varer og tjenester fører til økte lønninger, som igjen kan bety endringer i rentenivå. Dette, sammen med en generell usikkerhet i markedet, kan virke negativt inn på aksjemarkedet og børskursene (Thoresen, 2006).

År (Gjennomsnitt)	1980	1985	1990	1995	2000	2002	2003	2004	2005	2006
	Totalindeks	40	62	84	94	106	110	113	113	115

Tabell 6.1: Utvikling i KPI i Norge (www.ssb.no)

Inflasjonen kan måles med konsumprisindeksen – KPI, som viser utviklingen i prisene på et utvalg varer. Som vi ser av tabellen over har KPI økt ganske jevnt de siste årene. Regjeringen har satt et inflasjonsmål for pengepolitikken på 2,5 %, som sentralbanken skal styre gjennom blant annet renteendringer (www.norges-bank.no).

6.2.1.3 Valuta

Valutakursutviklingen kan ha stor innvirkning på økonomien, selskaper og aksjemarkedene. Effekten av en valutaendring er forskjellig for ulike typer bedrifter. Selskaper som operer i utenlandske markeder vil være sterkt påvirket av endringer i valutakursene, både gjennom kjøp og salg av varer og finansielle plasseringer (Thoresen, 2006).

6.2.1.4 Konklusjon makroøkonomiske forhold

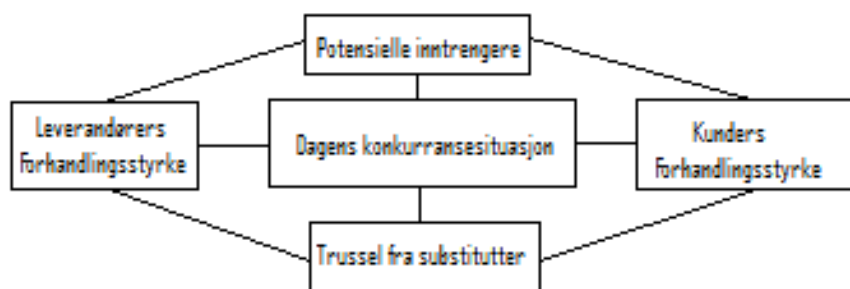
Den makroøkonomiske situasjonen virker trygg i Norge. Både den økonomiske veksten og inflasjonen stiger kontrollert i dag, og den forventes å gjøre det de neste årene. Som nevnt i innledningen kan makroøkonomiske forhold være så vanskelig å forutse, at det viktigste ofte er å se på dagens situasjon i forhold til hva som er normalt. Ut fra analysen over, tyder alt på at dagens situasjon samsvarer med det som kan regnes for vanlig økonomisk utvikling for Norge i den senere tid.

Gyldendal driver omtrent all forretningsdrift i Norge. Det vil si at de er mindre følsomme for endringer i utlandsk økonomi enn det multinasjonale selskaper er. I tillegg er Gyldendal en temmelig lite likvid aksje, som påvirkes relativt lite av generelle økonomiske svingninger i markedet.

Ut fra dette vil jeg si at den makroøkonomiske situasjonen virker stabil, og det er lite som tyder på at det kan komme hendelser i det generelle økonomiske markedet som vil påvirke Gyldendals verdi.

6.2.2 Bransjeanalyse

Jeg vil bruke Michael Porters Five Forces modell som rammeverk for bransjeanalysen. Modellen fokuserer på de kreftene som skaper og former konkurransen i en bransje, og målet er å oppdage eventuelle muligheter og trusler disse kreftene skaper. Desto sterkere hver av disse kreftene er, desto vanskeligere vil det være å øke fortjenesten (Hill og Jones, 2007).



Figur 6.3: Porters Five Forces modell (Hill og Jones, 2007)

6.2.2.1 Dagens konkurransesituasjon

Rivaliseringen mellom konkurrerende bedrifter refererer til kampen om markedsandeler mellom selskapene innenfor samme bransje. Pris, reklame, produktdesign og promotering er alle faktorer som brukes for å vinne frem i kampen om kundene. Intens rivalisering mellom konkurrentene fører ofte til lavere priser og at mer penger blir brukt på markedsføring og andre salgsfremmende tiltak, noe som igjen påvirker overskuddet i negativ retning.

Rivaliseringens intensitet avgjøres i stor grad av fire faktorer (Hill og Jones, 2007):

- Bransjestruktur
- Etterspørselsforhold
- Kostnadsforhold
- Utgangsbarrierer

Bransjestruktur

Antall selskaper og størrelsen på disse, avgjør en bransjes struktur. Strukturens ytterpunkter vil på den ene siden være en fragmentert industri, med mange små og mellomstore bedrifter, og på den andre siden monopol, hvor en stor aktør dominerer markedet totalt (Hill og Jones, 2007).

Bokbransjen i Norge består av noen få større forlag, som Gyldendal, Aschehoug og Cappelen Damm, samt mange mindre forlag. Innenfor bokhandel finner vi syv større kjeder, som dekker over 90 % av markedsomsetningen. De tre store innenfor forlagsindustrien har også eierinteresser i noen av de største bokhandlerekjedene, bokklubber og distribusjonskanaler (www.forleggerforeningen.no). For eksempel eier Aschehoug og Gyldendal sammen 100 % av Forlagssentralen ANS. Begge selskapene har også sterke eierinteresser innenfor de største bokhandlerekjedene, med Gyldendals 100 % eierandel i Ark bokhandel og Aschehougs 50 % eierandel i Norli. Disse to selskapene har også felles eierinteresser i bokklubber og andre, mindre forlag (www.aschehoug.no).

Ut fra dette ser man at bransjen preges av noen få større aktører med virksomhetsområder i flere av bokbransjens deler. Selv om de er konkurrenter, samarbeider de også tett på mange områder. Til tross for at det er noen få store og dominerende aktører i markedet, spesielt innenfor forlagsbransjen, finnes det også en del mindre selskaper. Dette kan tyde på at inngangsbarrierene for industrien ikke er stor.

Fragmenterte industrier kjennetegnes i følge Hill og Jones (2007) ofte av lave inngangsbarrierer og like produkter. Mye tyder altså på at bokbransjen er en såkalt fragmentert industri, men på grunn av at bransjen preges av enkelte større aktører med muligheten til å presse rivaliserende selskaper på pris, vil jeg påstå at dette er en konsolidert industri (Hill og Jones, 2007).

Etterspørselsforhold

Økende etterspørsel fra eksisterende eller nye kunder fører til lavere konkurranse mellom selskaper. Dette skjer fordi selskapene da kan selge mer uten å ta markedsandeler fra konkurrentene. Det omvendte skjer i markeder på tilbakegang. Fall i etterspørselen fører til større kamp om kundene, og den eneste måten å opprettholde salget er ved å ta markedsandeler fra konkurrenter (Hill og Jones, 2007).

Statistikk fra forlagsbransjen viser at omsetningsutviklingen for salg av bøker i Norge har steget jevnt siden 1991, kun avbrutt av en nedgang rundt årtusenskiftet og i 2004. I 1991 var det totale salget på rundt 3,3 milliarder kroner, mens det i 2006 kom på 5,8 milliarder kroner, altså nær en fordobling (www.forleggerforeningen.no). Foreløpige tall fra 2007 viser en markant stigning i salget på nærmere 26 % (<http://samstat.wordpress.com>). Dette støttes av

bokhandlerforeningens nettsted, som viser til økt salg fra forlag til bokhandel (www.bokhandlerforeningen.no).

Mye av omsetningsøkningen de siste årene kan tilskrives reformen Kunnskapsløftet i grunnskolen. Reformen førte til en salgsvekst av skolelitteratur på 57,1 % fra 1995 til 1996. Også markedet for lydbøker opplevde en markant salgsverdiøkning på i overkant av 37 %. Tall fra 2007 er ikke klare per dags dato (www.forleggerforeningen.no).

Analysen viser at salget av bøker er stigende. Mye av den økende etterspørselen kommer fra eksisterende kunder, jamfør det økte salget av skolebøker på grunn av ”kunnskapsløftet”. Denne reformen skal vare fra 2005 til 2008, og man kan spørre seg hva som skjer med salget av skolebøker etter dette, og hvordan det vil påvirke totalsalget av bøker. Men i følge forleggerforeningen var ikke salget av skolebøker så høyt som antatt, og det gjenstår å se om det kan skyldes at flere skoler har utsatt utskiftningen av bøker (www.forleggerforeningen.no).

Ut fra dette vil jeg påstå at etterspørselsforholdene legger til grunn en sterk konkurranse i kampen om å vinne frem i et økende marked, men nettopp på grunn av at markedet øker tilsier det at selskapene kan øke salget uten å kapre markedsandeler fra konkurrentene. Som Hill og Jones (2007) sier, har etterspørselsvekst fra kunder en tendens til å moderere konkurransen mellom bedrifter.

Kostnadsforhold

Kostnadsstrukturen til selskaper er den tredje faktoren som bestemmer rivaliseringen mellom dagens konkurrenter. I industrier hvor faste kostnader er høye, søker selskaper å tjene penger gjennom et høyt salgsvolum, noe som kan skape sterk konkurranse. Opplever firmaer et så lavt salgsvolum at inntjeningen ikke dekker de faste kostnadene er ofte svaret at prisene senkes for å øke salget (Hill og Jones, 2007).

De faste kostnadene forbundet med bokbransjen er trolig relativt lave sammenlignet med mange andre bransjer. I tillegg har vi sett at flere av de største selskapene er involvert i hele prosessen med å skape og selge bøker, noe som er med på å begrense, eller i det minste kontrollere, kostnadene. I tillegg vil bokavtalen jeg har kommentert tidligere, hindre selskaper i å konkurrere på pris, i og med at avtalen til en viss grad regulerer hvor mye rabatt som er lov

å gi. Ut fra dette mener jeg ikke kostnadsforholdene i bransjen er med på å øke konkurransen blant de eksisterende bedriftene.

Utgangsbarrierer

Med utgangsbarrierer menes økonomiske, strategiske og emosjonelle faktorer som hindrer selskaper i å forlate en bransje. Dersom disse barrierene er høye kan selskapene bli låst i en ulønnsom industri, noe som ofte fører til overproduksjon i markedet, priskonkurransen og generelt mer intens konkurranse mellom bedriftene (Hill og Jones, 2007).

For bokbransjen vil trolig de økonomiske faktorene i mange tilfeller være såpass lave at de ikke påvirker et selskaps mulighet til å trekke seg ut av markedet. Da er det større sannsynlighet for at strategiske og emosjonelle faktorer fungerer som utgangsbarrierer. Som vi har sett har flere selskaper gjort strategiske valg om å drive virksomhet innenfor flere deler av prosessen med å skape og selge bøker. Dette vil vanskeliggjøre en uttrekning av bransjen, ikke bare på grunn av at de er tungt inne i den, men også på grunn av de økte kostnadene forbundet med en slik strategi (www.gyldendalasa.no).

Også de emosjonelle faktorene kan spille en rolle. Som Gyldendal skriver i sitt verdidokument er deres hovedmål å skape og formidle kulturelle verdier (www.gyldendalasa.no). Det er ikke utenkelig at flere aktører i bokbransjen er der på mer eller mindre ideologisk grunnlag, noe som vil gjøre det vanskeligere å trekke seg ut selv om de økonomiske utsiktene tilsier det.

Analysen viser at utgangsbarrierene kan være forholdsvis høye. Nå skal det nevnes at det er mange små aktører som ikke er involvert i flere deler av bransjen, som igjen ikke vil oppleve strategiske barrierer mot å trekke seg ut av industrien. Men på grunn av at det er noen større selskaper med strategiske utgangsbarrierer, samt de emosjonelle faktorene, vil jeg si at utgangsbarrierene for bokindustrien kan øke rivaliseringen mellom eksisterende bedrifter.

6.2.2.2 Potensielle inntrengere

Potensielle inntrengere vil si selskaper som ikke konkurrerer i en bransje, men har kapasitet og mulighet til å gjøre det om de ønsker. Etablerte aktører i et marked vil ofte forsøke å hindre nye konkurrenter, fordi jo flere selskaper som kommer inn i et marked, jo vanskeligere blir det for de eksisterende selskapene å opprettholde sin markedsandel og overskudd. Ulike

inngangsbarrierer avgjør hvor lett det er for nye bedrifter å etablere seg i et marked. Disse barrierene kan deles opp i (Hill og Jones, 2007):

- Skalafordeler
- Merkevarelojalitet
- Politiske reguleringer

Skalafordeler/Kostnadsfordeler

Med skalafordeler mener man at et selskap reduserer kostnadene gjennom høyt produksjonsvolum. Man kan da fordele kostnader forbundet med blant annet produksjon og markedsføring over et større antall enheter. Kostnadsreduksjonen kan også komme av lavere priser på innkjøp av råmateriale på grunn av innkjøpsmengde. Dersom disse skalafordelene, eller stordriftsfordelene, er merkbart høye, vil nyetablerte selskaper med lavt produksjonsvolum ha et mye høyere kostnadsnivå enn de etablerte aktørene. På grunn av dette vil skalafordeler føre til en redusert trussel fra nye inntrengere (Hill og Jones, 2007).

Det blir gitt ut en betydelig mengde litteratur i året. Bransjestatistikk viser at det i 2006 ble gitt ut over 1 000 nye skolebøker, 400 fagbøker og 2 400 bøker i allmenntil markedet. Totalt ble det registrert salg på over 28 000 titler i 2006 (www.forleggerforeningen.no).

Disse tallene viser at det utgis mange nye bøker i året, samt at det totale boksalg er spredt ut over en mengde titler. Dette kan tyde på at det vil være mulig å oppnå skalafordeler, spesielt med tanke på kostnader forbundet med å trykke bøker og distribusjon. På den andre siden er det flere faktorer som indikerer at bokbransjen er en bransje hvor det kan være vanskelig å oppnå stordriftsfordeler. For eksempel er ofte markedsføring rettet mot en spesiell tittel og ikke mot et forlag eller bokhandel som helhet. Økte salgsinntekter vil da komme fra enkeltbøker, og det kan være vanskelig å fordele markedsføringskostnadene over flere titler som i praksis ikke har blitt markedsført.

Antallet små forlag indikerer også at man ikke trenger et stort produksjonsvolum for å komme inn i bokmarkedet.

Dette kan tyde på at man kan oppnå skalafordeler innenfor bokbransjen, men at de ikke er store nok til å hindre nye aktører i å etablere seg i markedet.

Merkevarelojalitet

Merkevarelojalitet betyr at forbrukerne har en preferanse for produkter av et spesielt merke eller selskap. Sterk merkevarelojalitet kan blant annet bygges opp gjennom kontinuerlig markedsføring av produkt- eller selskapsnavnet (Hill og Jones, 2007)

Når det gjelder bokbransjen kan det tenkes at det er vanskelig å oppnå merkevarelojalitet. Forbrukerne kjøper bøker av andre grunner enn hvilket forlag de er gitt ut på, eller hvilken bokbutikk de selges i. Forbrukerens lojalitet henger i større grad sammen med forfatteren, og ikke om boken utgis på Gyldendal eller Aschehoug, eller om bokhandelen heter Ark eller Libris.

Dersom man tar utgangspunktet i at det er forfatteren som er merkevaren for et selskap innen bokbransjen, betyr det at det er viktig at bokselskapene klarer å tiltrekke seg gode forfattere. Større selskaper med mye kapital og gode rutiner forbundet med distribusjon, markedsføring og salg, vil nok i mange tilfeller tiltrekke seg og beholde forfattere som skaper boksuksesser.

Med andre ord kan man si at kundens lojalitet til et selskap ikke er noen hindring for nye aktører, men at forfatterens lojalitet til et selskap kan fungere som en inngangsbarriere for aktører som ønsker å etablere seg i bokbransjen.

Politiske reguleringer

I mange tilfeller kan politiske reguleringer være til hinder for nye etableringer i en bransje. Dette er ikke tilfelle i bokbransjen. Derimot ble bokavtalen forhandlet frem under betydelig press fra den da sittende regjering. Bokavtalen inneholder flere punkter som kan gjøre det lettere for nye aktører å få innpass i bokbransjen, blant annet avtale om fastpris og regulering av rabatter (www.bokhandlerforeningen.no).

6.2.2.3 Kunders forhandlingsstyrke

Den tredje av Porters fem krefter, kunders forhandlingsmakt, viser til kunders evne til å presse ned priser, og dermed inntektene, eller øke selskapers kostnader gjennom å kreve høyere produktkvalitet eller service. Med kunder menes det her både individuelle forbrukere som til slutt bruker produktet, og selskaper som distribuerer produktet til forbrukerne (Hill og Jones, 2007).

I bokbransjen kan man se på kundene både som sluttbrukeren som leser boken, samt bokhandlerne som skal distribuere boken. Flere faktorer antyder at kunden har liten makt til å presse prisene ned. I og med at noen av de største forlagene også har eierinteresser i bokhandler og bokklubber, vil de være med på å hindre at prisene blir presset ned mellom forlag og distributør. Bokavtalen legger også til en viss grad føringer på prisen forbrukeren må betale.

Bøker er et produkt som er relativt ensartet kvalitetsmessig. Derfor vil det være vanskelig for forbrukeren å presse bokbransjen til å produsere bøker i bedre kvalitet. Ett unntak fra dette er å velge billigere bøker med paperback fremfor de dyrere alternativene med hardback.

Bokbransjen kontrollerer også dette til en viss grad gjennom å utgi bøker kun i hardback en periode før den samme boken kommer i paperback. På denne måten tvinger man forbrukeren til å kjøpe den dyre utgaven dersom han eller hun ikke ønsker å vente. Uten at jeg kunne finne noen tall på dette, kan det også tenkes at produksjonskostnadene for paperbackbøker er såpass billig i forhold til hardback, at den reduserte inntekten dekkes av reduserte produksjonskostnader.

Av denne analysen kan man konkludere med at kundens forhandlingsstyrke er meget begrenset og utgjør en liten trussel for markedet generelt og Gyldendal spesielt.

6.2.2.4 Leverandørers forhandlingsstyrke

Leverandørers forhandlingsstyrke refererer til evnen leverandører har til å presse frem spesielt gunstige vilkår, for eksempel gjennom økte råvarepriser. Som ved kundens forhandlingsstyrke er denne evnen avhengig av leverandørens makt i forhold til selskapet det forhandler med (Hill og Jones, 2007).

Leverandører kan ses på som både selskap som jobber opp mot forlag, eller forlag selv som leverandør til, blant annet, bokhandlere.

Flere norske forlag får en del av sine bøker trykket i utlandet. Trykkerier i Øst- Europa, og til dels Asia, tilbyr god kvalitet til en langt lavere kostnad enn det norske trykkerier kan. Både Gyldendal og Cappelen Damm har i lengre tid benyttet seg av utenlandsk arbeidskraft for å få trykket bøker (www.klassekampen.no).

Dette viser at forlagene i Norge ikke opplever at deres leverandører innenfor trykking av bøker kan utøve særlig makt overfor dem. Man kan heller si at forhandlingsstyrken går andre veien, hvor forlagene presser samarbeidspartnerne til å tilpasse seg et globalisert marked med lavere priser og høy kvalitet.

Vi kan som sagt også se på forlagene som leverandører til bokhandlere og bokklubber. Som tidligere nevnt har de større aktørene i bokbransjen virksomheter både innenfor forlag og bokhandel. I og med at disse selskapene kan kjøpe og selge sine bøker til datter- eller felleskontrollerte selskaper, vil det naturlig nok bidra til å fjerne en del av maktkampen mellom forlag og bokhandel. Det er også vanskelig å se hvordan de mindre forlagene, med få utgivelser og ukjente forfattere, kan presse bokhandlere til å kjøpe og selge sine bøker. Ut fra dette mener jeg at leverandørenes forhandlingsstyrke ikke er en trussel for Gyldendal.

6.2.2.5 Trussel fra substitutter

Den siste konkurransekraften er trusselen fra substitutter. Med substitutter menes produkter fra andre bransjer som kan tilfredsstille samme kundebehov. Nære substitutter er en trussel, fordi det legger føringer på prisen et marked kan ta for sitt produkt. Omvendt kan få og dårlige alternativer føre til at et marked i større grad kan sette en høyere pris enn dersom de fryktet at kunden skulle velge et lignende produkt (Hill og Jones, 2007).

Bøker har få nære substitutter, og det alternativet som ligger nærmest å lese en bok vil i mange tilfeller være å se en film. Disse to underholdnings- eller kunnskapskanalene har imidlertid levd side om side så lenge at etterspørselsforholdene i markedene med all sannsynlighet har stabilisert seg. Med andre ord er det tvilsomt at en markant prisreduksjon, introduksjonen av ny teknologi eller lignende, i forbindelse med det ene av produktene, vil føre til et fall i etterspørselen etter det andre produktet.

Internett kan også være en substitutt for bøker. Flere bøker finnes nå som nedlastbare filer på internett, samt at mye av informasjonen man før måtte lese seg til i en bok nå kan letes opp med et raskt søk på internett. Men fortsatt er det slik at bøker vil i mye større grad enn internett sikre at kunnskapen man ønsker å tilegne seg er riktig og mest mulig detaljert. Og den gode leseropplevelsen vil de aller fleste fortsatt få fra en god bok, ikke fremfor dataskjermen. Substitutter utgjør altså en meget liten trussel for bokmarkedet.

6.3 Oppsummering ekstern analyse

Bransjeanalysen og analysen av de makroøkonomiske forholdene viser at bokbransjen er en stabil industri. Målet var å identifisere faktorer som kunne være muligheter og trusler i markedet. Ut fra analysen over de makroøkonomiske forhold og Porters Five Forces, kan man si at det er få faktorer som utpeker seg som store trusler for bransjens lønnsomhet.

På den andre siden mener jeg aktørene i bokindustrien fremstår som dyktige på å utnytte de mulighetene bransjen gir dem, blant annet gjennom oppkjøp av bedrifter innen samme bransje og samarbeid med konkurrenter.

Med andre ord mener jeg at man, på bakgrunn av de eksterne analysene, kan si at potensialet i mulighetene overgår de truslene som finnes i bransjen, og jeg anser muligheten for å oppnå god inntjening som stor.

6.4 Intern analyse

Neste steg i strategiarbeidet er å analysere Gyldendals interne styrker og svakheter. I følge Roos et al. (2002) er en bedrifts evne til å skape og utvikle konkurransefortrinn i stor grad avhengig av hvilke ressurser de disponerer. Formålet med denne analysen vil altså derfor være å avdekke om Gyldendals interne ressurser gir selskapet konkurransefordeler i markedet.

6.4.1 Kritiske suksessfaktorer og VRIO- modell

Roos et al. (2002) lister opp seks hovedfaktorer som man bør analysere for å finne et selskaps interne styrker og svakheter:

- Finansielle ressurser
- Fysiske ressurser
- Menneskelige ressurser
- Teknologiske ressurser
- Renommé
- Markedsføring

Hvorvidt en ressurs skal karakteriseres som en styrke eller en svakhet avhenger, i følge Barney (2002), av hvor godt den oppfyller VRIO- modellens følgende fire kriterier:

- Valuable → Verdifull
 - Har bedriften ressurser og kapasitet til å svare på, og utforske, trusler og muligheter i omgivelsene?
- Rare → Sjelden
 - Er ressursen kontrollert av et fåtall konkurrerende bedrifter? Dersom alle bedrifter innehar den samme ressursen vil alle kunne benytte seg av den, dermed vil den ikke være et fortrinn.
- Imitable → Imiterbar
 - Vil andre selskaper som ikke innehar denne ressursen ha problemer med å anskaffe den? Dersom ressursen er lett å kopiere vil det ikke ta lang tid før konkurrerende bedrifter også har den, og den vil ikke lenger være et fortrinn.
- Organized → Organisert
 - Er selskapet organisert på en slik måte at de kan utnytte og dra fordel av sine ressurser?

Figur 6.4: VRIO- modell (Barney, 2002)

I det videre strategiarbeidet vil jeg analysere de seks hovedfaktorene nevnt ovenfor, samt vurdere dem opp mot VRIO- modellen, for å avgjøre om den enkelte ressurs kan karakteriseres som en styrke eller en svakhet.

Igjen vil jeg minne om at denne oppgaven utføres med det premisset at jeg opptrer som en ekstern analytiker. Dette innebærer at jeg kun har tilgang til offentlig informasjon. Spesielt under denne interne analysen vil det kunne påvirke de resultatene og konklusjonene jeg kommer frem til, da intern informasjon kunne gi en mer dyptgående analyse.

6.4.1.1 Finansielle ressurser

Finansielle ressurser kan ses på som i hvilken grad et selskap kan opprettholde og videreutvikle dagens aktiviteter, basert på deres underliggende økonomiske situasjon. De finansielle ressursene til Gyldendal kan man finne gjennom å studere regnskapene. Siden jeg senere i oppgaven skal gjennomføre en analyse av regnskapet, begrenser jeg denne delen av analysen til å fastslå at Gyldendal er et solid konsern som de siste årene har oppnådd til dels gode resultater (Roos et al., 2002).

Finansielle ressurser er i bokbransjen, som i alle andre bransjer, en verdifull ressurs. I så måte kan man argumentere for at Gyldendals finansielle situasjon er en konkurransefordel. Men på grunn av at det finnes store konkurrenter med tilnærmet like sterk økonomi, kan man ikke karakterisere den som sjelden, og jeg vil påstå Gyldendals finansielle ressurser er ett begrenset fortrinn i markedet.

6.4.1.2 Fysiske ressurser

Med fysiske ressurser menes blant annet lokaler, produksjonsutstyr, tilgang på ressurser, etc. (Roos et al., 2002). For Gyldendal vil dette først og fremst gjelde lokaler, og da kanskje spesielt lokaliseringen av Arks bokbutikker (heleid datterselskap). Gyldendals hovedkontorer er først og fremst lokalisert i Oslo, mens Ark har 89 bokhandlerutsalg spredt fra Tromsø til Kristiansand, med hovedtyngden i de større byene (www.ark.no). Lokaler i forbindelse med boksalg er den senere tid blitt noe mindre viktig, all den tid internett er blitt en arena for innkjøp av denne type artikler. Gyldendal er godt representert her også, med bokklubb på internett samt at Ark selger bøker via nettet.

De siste årene har Gyldendal avsluttet to store byggeprosjekter. Ett nytt distribusjonssenter sørger for større kapasitet på lagring og utsendelse, mens Gyldendalhuset - selskapets nye hovedkontor - skal sørge for effektivisering av driften og større mulighet til kommunikasjon med forfattere og det offentlige (www.gyldendalasa.no).

Ut fra dette mener jeg man kan si at Gyldendal har sterke fysiske ressurser, både når man ser på lokalisering, størrelse og alder på lokalene. Dessverre er ikke selskapet alene når det kommer til å ha slike ressurser. Som nevnt tidligere skjer en del av boksalget over internett, noe som tar bort fordelene ved godt lokaliserte bokhandlere, samt at flere av konkurrentene i bokbransjen innehar de samme mulighetene til å selge sitt produkt som Gyldendal. På den

andre siden vil jeg påstå at det er et fåtall som kan utfordre selskapet når det kommer til den kapasitet og effektivitet lokalene kan gi dem.

6.4.1.3 Menneskelige ressurser

Menneskelige ressurser sikter til selskapets ledelse og ansatte med tanke på blant annet kompetanse, utdanning og lojalitet (Barney, 2002).

Konsernet Gyldendal hadde, i følge årsregnskapet for 2006, totalt 872 ansatte fordelt på de ulike selskapene. Gyldendal Norsk Forlag og Ark bokhandel sysselsatte flest personer, med henholdsvis 274 og 414 ansatte, mens morselskapet Gyldendal ASA bare har 6 ansatte (www.gyldendalasa.no).

I følge årsrapporten forsøker selskapet å tilby opplæring, avansement og meningsfullt arbeid for de ansatte. Det etterstrebes også en jevn fordeling mellom kjønn, såfremt kompetanse ikke tilsier annet. Konsernets arbeidsmiljø karakteriseres som godt, og det ble i 2006 registrert verken personskader eller sykdom på grunn av arbeidsmiljøet (www.gyldendalasa.no).

På grunn av Gyldendals diversifiserte drift, vil nivået på kompetanse, utdanning, etc. være varierende. Det er derfor vanskelig å fastslå om de menneskelige ressursene selskapet innehar er en styrke eller en svakhet. Ett poeng er imidlertid at dyktige forfattere, bokbransjens kanskje viktigste inntektskilde, godt kan tenkes å velge selskap ut fra hvilke personer de vil få jobbe med. I så måte kan man se for seg at nivået på de ansatte hos Gyldendal er høyt, da flere større forfattere gir ut sine bøker på Gyldendal (www.gyldendal.no).

Dyktige ansatte vil helt klart være en verdifull ressurs og et konkurransefortrinn. Faktoren oppfyller tre av de fire kriterier, men Gyldendal er ikke alene om å ha dyktige ansatte. Man kan derfor ikke kalle ressursen for sjelden, og den må i likhet med finansielle ressurser kategoriseres som en begrenset konkurransefordel.

6.4.1.4 Teknologiske ressurser

Teknisk utstyr, kapasitet og produktutvikling er eksempler på faktorer som faller under betegnelsen teknologiske ressurser (Barney, 2002). De høye investeringene i Gyldendals to nybygg, Gyldendalhuset og distribusjonssenteret, skal sørge for at selskapet er langt fremme når det gjelder teknologi, kapasitet og effektivisering. I tillegg har vi tidligere sett at selskapet

setter mye av trykkingen ut til bedrifter fra andre nasjoner, som ofte kan tilby høyere kvalitet på papir og innbinding enn her hjemme (www.gyldendalasa.no).

Siden de teknologiske ressursene i stor grad er forbundet med de fysiske ressursene, vil konklusjonen i stor grad være lik; en sterk ressurs, men dessverre ikke sjelden nok til å gi dem et varig konkurransefortrinn.

6.4.1.5 Renommé

Med renommé mener man selskapets rykte og posisjon, både i forhold til kunder og konkurrenter, samt samarbeidspartnere. Renommé kan gjelde faktorer som pålitelighet, kvalitet, prisnivå, etc. (Roos et al., 2002).

Gyldendal er et historisk og kjent navn i Norge. Svært få kan unngå å assosiere Gyldendal med bøker. Men det kan også tenkes at det er et fåtall personer som kjøper bøker på bakgrunn av hvilket forlag de utgis på. I så måte er det selskapets renommé i forhold til forfatteren og samarbeidspartnere som er viktig. Ser man på listen over kjente forfattere som gir ut bøker på Gyldendal Norsk Forlag, blant annet bestselgerne Stieg Larsson og Anne B. Ragde, kan man være fristet til å trekke den konklusjonen at selskapet er et veletablert og høyt ansett merkenavn (www.gyldendal.no).

Det er vanskelig å finne noen undersøkelser som omhandler bokbransjens selskapers renommé. Tall fra bokhandlerforeningen viser at Ark bokhandel er en av de største bokhandlerkjedene i landet, med en markedsandel på ca. 15 %. Dette kommer nok mye som en følge av beliggenhet og størrelse på kjeden, men det kan også tenkes at kunder har tiltro til at Arks produkter, priser og leveringsdyktighet (www.bokhandlerforeningen.no).

Det deleide datterselskapet De Norske Bokklubbene er også et velkjent navn for kunder som er medlemmer i bokklubber.

Ut fra dette kan man si at Gyldendalkonsernets datterselskaper innehar et godt renommé, noe som er viktig for bedriften, og i aller høyeste grad kan være et konkurransefortrinn. Men legger man VRIO- modellen til grunn vil det være vanskelig å kalle det en varig fordel i markedet, da Gyldendal er langt fra den eneste aktøren i markedet som tiltrekker seg selgende forfattere. Flere av de konkurrerende selskapene har også eierinteresser i bokkjeder og

bokklubber med store markedsandeler. Derfor vil jeg være forsiktig med å karakterisere denne faktoren som et konkurransefortrinn.

Som nevnt tidligere er det vanskelig å finne informasjon angående Gyldendals Renommé. Derfor bærer denne delen av analysen stor grad av personlige erfaringer og meninger. Jeg mener ikke dette svekker oppgaven nevneverdig, da jeg fortsatt holder meg innenfor rammene som en ekstern analytiker. Et legitimt spørsmål vil være i hvilken grad personlige meninger skal få muligheten til påvirke resultatet av en verdsettelse, men i mine øyne gir verdsettelsesteorien rom for egne betraktninger og beslutninger. Som Kinserdal (2005) påpeker, er verdsettelse ingen eksakt vitenskap.

6.4.1.6 Markedsføring

Faktoren markedsføring henviser til blant annet markedsanalyse, markedsandel, konkurransevne med hensyn til pris, etc. (Roos et al., 2002).

Gyldendal er i besittelse av flere velrenommerte merkevarer. Ark bokhandel, De Norske Bokklubbene og Gyldendal Norsk Forlag er alle kjente navn, og bare noen av selskapene som ligger under konsernet Gyldendal.

Til tross for at Gyldendal er et kjent navn for boklesere, driver ikke selskapet med direkte markedsføring av seg selv ut til kundene. Som nevnt tidligere dreier markedsføringen seg i større grad om å fremme forfatter og boktittel. Datterselskapene driver i større grad markedsføring og merkevarebygging av sitt eget selskap, blant annet gjennom medier som internett og reklamebrosjyrer.

Gyldendal og datterselskapenes til dels sterke merkenavn er en styrke for konsernet. Som nevnt er selskapsnavnene kjent for de fleste. Dessverre er det slik at flere av konkurrentene også stiller sterkt innenfor markedsføring og merkenavn. Det vil i så måte være feil å kalle ressursen for sjelden.

6.5 Oppsummering intern analyse

Under vil jeg kort oppsummere de viktigste konkurransefaktorene og deres prestasjoner i forhold til VRIO- modellen:

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Imiterbar	Organisert
Finansielle	Ja	Nei	Ja	Ja
Fysiske	Ja	Ja	Nei	Ja
Menneskelige	Ja	Nei	Ja	Ja
Teknologiske	Ja	Nei	Ja	Ja
Renommé	Ja	Nei	Ja	Ja
Markedsføring	Ja	Nei	Ja	Ja

Tabell 6.2: Oversikt over konkurransefaktorer i Gyldendal.

Som vi ser av tabellen vil de fleste faktorene følge det samme resonnetet; det som hindrer ressursen fra å være et varig konkurransefortrinn er at den ikke er sjelden. Jeg har valgt å kategorisere de fysiske ressursene som både sjeldne og vanskelig å imitere. Dette gjør jeg fordi jeg mener at gjennom de investeringene som er foretatt, med tanke på Gyldendalhuset og den nye distribusjonssentralen, innehar Gyldendal fysiske ressurser som få, om noen, innenfor bransjen har, samt at det trengs store finansielle muskler for å skaffe seg den samme ressursen.

Den interne analysen viser altså at Gyldendal har flere styrker. Ut fra de seks hovedfaktorene Ross et al. (2002) anbefaler å analysere, er det vanskelig å se at selskapet har noen klare svakheter. Dersom man skal følge VRIO- modellens krav til ressurser vil det også være vanskelig å kategorisere noen av faktorene som et varig konkurransefortrinn, men til tross for dette vil jeg påstå at Gyldendals interne analyse avdekker et konsern med langt flere styrker enn svakheter.

6.6 Strategisk posisjon

Som nevnt i kapitlets innledning var hensikten med den strategiske analysen å avdekke informasjon som er relevant i forhold til utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. Gjennom dette arbeidet har jeg sett på både eksterne og interne forhold som påvirker selskapets konkurransevne og inntjeningsevne.

Den eksterne analysen viste at bokbransjen er en profesjonell industri, hvor aktørene utvider sin forretningsdrift og forsøker å oppfylle sitt potensial, gjennom blant annet oppkjøp av bedrifter innen samme bransje og samarbeid med konkurrenter. Analysen avdekket at bransjens trusler blir overgått av de mulighetene som ligger i den.

På samme måte fant jeg flere styrker enn svakheter i den interne analysen. Det var vanskelig å finne noen klare svakheter ved driften, mens konsernet virker dyktige på å utnytte viktige ressurser og kritiske suksessfaktorer.

På bakgrunn av den tilgjengelige informasjonen mener jeg analysen viser at Gyldendal er et konsern med mange interne styrker i en bransje med gode fremtidsutsikter. Såfremt de fortsetter å utnytte de finansielle kreftene til å styrke sine fysiske og teknologiske ressurser, på en slik måte at de får dratt nytte av markedets potensielle muligheter, mener jeg selskapets konkurranse- og inntjeningsevne er god.

7 Regnskapsanalyse

7.1 Innledning

”Formålet med en regnskapsanalyse er å belyse bakenforliggende økonomiske forhold”

(Kinserdal, 2005).

For å kartlegge et selskaps utvikling de senere år, gjennomfører man gjerne en regnskapsanalyse i forbindelse med verdsettelsen av et selskap (Boye, 1998). I dette kapitlet vil jeg derfor presentere en regnskapsanalyse av Gyldendal. Hovedmålet med analysen vil være å kartlegge trender og tendenser de siste årene. Som Eklund og Knutsen (2003) presiserer, utføres den historiske analysen i stor utstrekning fordi man trenger et grunnlag for å kunne si noe om fremtiden. Utgangspunktet for regnskapsanalysen vil være Gyldendals kvartals- og årsrapporter fra 2004 frem til 4.kvartalsrapporten for 2007.

Kapitlet starter med en klargjøring av spørsmål angående analysenivå- og periode, før ulike relevante forholdstall blir presentert og diskutert. Målet er altså å kunne si noe om bedriftens historiske økonomiske forhold, for på denne måten å kartlegge mulige trender for fremtiden.

7.2 Klargjøring til regnskapsanalyse

Før man starter analysen må man foreta noen vurderinger blant annet knyttet til analyseperiode, analysenivå og sammenligningsgrunnlag.

7.2.1 Analyseperiode

Når man skal si noe om et selskaps utvikling vil det være behov for regnskapsmateriale for flere år. Eklund og Knutsen (2003) argumenterer for at man som regel bør legge regnskap for minst 3 år tilbake som grunn. En stabil virksomhet kan gjerne ha en lengre analyseperiode, mens det for mer turbulente selskaper kan være mest hensiktsmessig med en kortere tidshorisont (Boye, 1998).

Gyldendals historie er relativt stabil, men på bakgrunn av de senere års investeringsaktiviteter og større avtaler i markedet, velger jeg en mellomlang analyseperiode på fire år. Jeg mener det vil være tilstrekkelig til å gi et godt bilde av selskapets økonomi. En annen grunn til at jeg

velger å se på tall fra fire år tilbake, er at Gyldendal fra da av førte regnskap etter regnskapsstandarden IFRS.

7.2.2 Analysenivå

Gyldendal er et konsern med flere heleide, felles kontrollerte og tilknyttede selskaper. Ofte vil det i slike tilfeller være mest hensiktsmessig å analysere hvert enkelt forretningsområde for seg selv, før man ser på konsernet som helhet (Boye, 1998). Gyldendals årsrapporter gir en oversikt over hvilke selskaper driftinntektene stammer fra, men kostnader og annen viktig informasjon i stor grad kun er knyttet opp mot morselskapet og konsernet som helhet. På bakgrunn av dette mener jeg det vil være mest hensiktsmessig å se på regnskapstall for hele konsernet når målet er å danne seg et bilde av selskapets historiske utvikling, og kommer til å gjøre det i denne regnskapsanalysen.

7.2.3 Sammenligningsgrunnlag

Sammenligning av regnskapsdata gir analytikeren et innblikk i utviklingen. Dette kan gjøres enten ved å bruke foretakets egne data, eller ved å sammenligne med andre lignende bedrifter. Ved sammenligning i eget foretak ønsker man å uttrykke relasjoner, for eksempel kan man uttrykke alle størrelser i resultatregnskapet i relasjon til driftsinntekter eller til et basisår. Dette kalles gjerne en common size analyse. (Kinserdal, 2005).

Aschehoug og Cappelen Damm er to selskaper det ville vært naturlig å bruke som sammenligningsgrunnlag for Gyldendal. Dessverre har ingen av disse selskapene offentliggjort sine regnskaper, i tillegg til at Cappelen Damm eies av mediekonsernene Egmont og Bonnier (www.cappelen.no). Derfor velger jeg å foreta en såkalt common size analyse – sammenligning i eget foretak.

7.2.4 Gruppering av regnskapet

Regnskapslovens krav til resultatregnskapet, balansen og noteopplysningene gjør årsregnskapet velegnet for en ekstern analyse av et selskap (Eklund og Knutsen, 2003). Men for å gi et mest mulig korrekt bilde av den økonomiske situasjonen kan det være nødvendig å omgruppere og spesifisere regnskapet.

Fra Gyldendals kvartals- og årsrapporter kan man trekke frem følgende informasjon om hendelser som skiller seg fra den vanlige driften (www.gyldendalasa.no):

2004

- Gyldendal kjøper tomt hvor det nye distribusjonsanlegget skal bygges.
- Planleggingen av Gyldendalhuset starter, med kostnader knyttet til konsulenter og arkitekt.
- De Norske Bokklubbene kjøper andre halvdel av et kontorbygg i Nydalen, som fører til at de nå eier hele bygget. Senere samme år selges hele bygget med en gevinst på kr 80 millioner. Gyldendal eier 48,5 % av selskapet og får en andel på kr 39 millioner etter skatt for salget.
- Gyldendal Norsk Forlag selger sin eierandel i Kommuneforlaget til bokført verdi.

2005

- Gevinst på eiendomssalg på kr 9,7 millioner.

2006 og 2007

- Gyldendal gjennomfører historisk høye investeringer knyttet til det nye distribusjonsanlegget og Gyldendalhuset. Kostnadene forløper seg til henholdsvis kr 350 millioner og kr 250 millioner.

Det kan altså være hensiktsmessig i Gyldendals tilfelle å se nærmere på disse tilfellene som kan karakteriseres som unormale, og vurdere om disse postene burde revideres for å gi en mer korrekt analyse av forholdstallene og common size analyse.

Ingen av disse hendelsene karakteriseres som ekstraordinære i Gyldendals årsrapporter. Det blir derfor opp til analytikeren å avgjøre hvorvidt noen av postene skal regnes som så uvanlige at de burde ses bort fra i det videre analysearbeidet.

Vi ser at det er gjennomført to salg av eiendommer. Jeg mener gevinsten på eiendomssalget i 2005 på kr 9,7 millioner er relativt liten tatt i betraktning selskapets størrelse og andre aktiviteter. Gevinsten på kr 39 millioner i 2004 er derimot av en slik størrelse at den kanskje burde karakteriseres som ekstraordinær. Gjennom årsrapportene lærer man at konsernet Gyldendal driver med kjøp og salg av eiendommer, og til en viss grad aksjer, i relativt utstrakt

grad. Som eksempel kan man nevne bokhandelen Ark som stadig ekspanderer og kjøper opp nye lokaler. På bakgrunn av dette mener jeg det vil være feil å trekke ut salget av kontorbygget som en ekstraordinær post (www.gyldendalasa.no).

De høye investeringene i forbindelse med det nye distribusjonsanlegget og Gyldendalhuset er hendelser som kan karakteriseres som uvanlige. Som Gyldendal selv skriver i årsrapportene sine handler dette om historisk høye investeringer. Årsrapportene gir derimot et forholdsvis uklart bilde i forhold til når og hvordan denne investeringen belastes. Arbeidet ble påbegynt i 2004, med kjøp av tomt og avtaler med arkitekt, og avsluttet i 2007. Hvor stor andel av de totale kostnadene man skal belaste hvert enkelt år er usikkert. I årsrapporten for 2006 heter det at de totale kostnadene for distribusjonssentralen kommer på kr 350 millioner, mens man i kvartalsrapporten for 4. kvartal 2007 kan lese at det samme anlegget ble levert til en planlagt kostnad på kr 550 millioner – en differanse på kr 200 millioner (www.gyldendalasa.no).

På grunn av disse uklarhetene mener jeg det sikreste vil være å la investeringene stå i regnskapet.

På bakgrunn av diskusjonene ovenfor og regnskapslovens strenge holdning til hva som kan klassifiseres som ekstraordinært, velger jeg å la regnskapene fremstå slik de gjør i Gyldendals årsrapporter.

7.3 Common Size analyse

Som nevnt i kapittel 7.2.3 kan man bruke en såkalt common size analyse ved sammenligning av regnskapsstørrelser i egen bedrift. Dette kan gjøres på forskjellige måter, for eksempel kan man uttrykke alle regnskapsstørrelser i forhold til driftsinntekter eller i relasjon til et basisår, i prosenter. Ut fra denne analysen kan man se hvordan ulike størrelser endrer seg i forhold til hverandre. Under vil jeg presentere en common size analyse av resultatregnskapet, basert på driftsinntekter. Det vil si at jeg uttrykker alle poster i forhold til driftsinntektene, som settes til 100 % (Kinserdal, 2005). Regnskapet og informasjonen under er hentet fra www.gyldendalasa.no der ikke annet er nevnt:

(Tall i millioner)

År / Prosent	2007	%	2006	%	2005	%	2004	%
Driftsinntekter	1 855,8	100 %	1 649,7	100 %	1 514,7	100 %	1 502,4	100 %
Varekostnad			756,0	45,80 %	653,2	43,10 %	599,1	39,80 %
Lønnskostnad			414,1	25,10 %	376,8	24,90 %	367,6	24,40 %
Avskrivninger	50,6	2,70 %	44,5	2,70 %	44,1	2,90 %	48,6	3,20 %
Andre driftskost			404,3	24,50 %	381,0	25,20 %	379,7	25,20 %
Driftskostnader	1 834,7	98,90 %	1 618,9	98,10 %	1 455,1	96 %	1 395,0	92,7 %
Driftsresultat/margin	21,1	1,10 %	30,8	1,90 %	59,6	4,00 %	107,4	7,30 %
Netto finansposter	-10,5	0,56 %	-4,7	0,28 %	2,5	0,16 %	-5,7	0,37 %
Resultat før skatt	10,6	0,57 %	26,1	1,58 %	62,0	4,09 %	101,7	6,76 %
Skattekostnad	1,4	0,07 %	5,5	0,33 %	17,4	1,14 %	22,2	1,47 %
Resultat etter skatt	9,2	0,49 %	20,6	1,24 %	44,6	2,94 %	79,5	5,29 %

Tabell 7.1: Common size analyse (Kinserdal, 2005)

Tallene fra 2007 er hentet fra kvartalsrapportene, og er derfor ikke like detaljerte som tidligere års regnskaper. Jeg kunne valgt å gjøre hele analysen basert kun på de postene som foreligger for 2007, men jeg valgte heller å gjøre det mer detaljert der tallmaterialet muliggjorde dette.

I analysen har jeg presentert data fra fire år tilbake uttrykt i prosenter. Det gjør det enklere å sammenligne tallene.

Den markante økningen i driftsinntekter fra 2005 til 2007 på i overkant av kr 350 millioner, tilskrives i stor grad økt salg av bøker knyttet til skolereformen, som er diskutert tidligere i oppgaven. I følge Tellefsen og Langli (2005) er økte salgsinntekter i seg selv positivt, men man bør undersøke om bedriften er i stand til å takle ekspansjonen. I Gyldendals tilfelle skal investeringene i distribusjonssentralen og Gyldendalhuset hjelpe med nettopp dette; effektivisering av blant annet distribusjon, lagring og kommunikasjon.

Vi ser at det er enkelte tall som er relativt stabile, som avskrivninger og lønnskostnader. Antall ansatte har steget med omtrent 100 personer fra 2004 til 2006 (tall fra 2007 ikke tilgjengelig). Lønnskostnaden har også steget noe, men altså holdt seg stabil i forhold til driftsinntektene. Uten å legge for mye vekt på dette, kan bety at de nyansatte har bidratt til økt

inntjening, og at selskapets personalpolitikk er vellykket. Andre driftskostnader har også holdt seg stabil på rundt 25 % av driftsinntektene disse årene.

Varekostnaden har derimot økt ganske kraftig i forhold til inntektene, og utgjør den største relative endringen når man ser på driftskostnadene i forhold til driftsinntektene. Endringen på 6 % fra 2004 til 2006 kommenteres ikke i årsrapportene, og man kan bare spekulere i at det skyldes høyere råvarepriser, samt at notene til regnskapet viser at varelageret har økt disse årene. Eklund og Knutsen (2003) argumenterer for at økte varekostnader i forhold til salgsinntekter kan tyde på at bedriften ikke klarer å kompensere for økte råvarekostnader gjennom økning i priser. Dette kan være et forhold som Gyldendal bør være bevisste på i fremtiden.

I 2004 var driftsmarginen på 7,3 % av driftsinntektene, mens det samme tallet for 2007 var på 1,1 %. Faktisk opplever konsernet de høyeste driftsinntektene gjennom perioden i 2007, samtidig som driftsresultat og resultat etter skatt er det laveste. Endringen som har skjedd her kan nok forklares noe med enkelte av de punktene jeg presenterte i kapittel 7.2.4; gevinst på eiendomssalg i 2004 og 2005, samt høye byggeinvesteringer i 2006 og 2007. Resultat etter skatt følger samme mønster som driftsresultatet. Gyldendal kommenterer disse forholdene i sine årsrapporter, og mener at nedgangen kommer som et resultat av nettopp høye investeringer, og at de er både forutsett og under kontroll. Målet er at investeringene skal generere høyere inntekter og en bedre kostnadskontroll i fremtiden, mens investeringsutgiftene vil normalisere seg.

7.4 Analyse av forholdstall

Gjennom en analyse av en bedrifts forholdstall kan man rette søkelyset mot ulike sider ved dens virksomhet (Tellefsen og Langli, 2005). Forholdstallene kan kategoriseres på ulike måter, men den tradisjonelle regnskapsanalysen deles vanligvis inn i følgende fire deler (Eklund og Knutsen, 2003):

- Lønnsomhet: Bedriftens evne til å skape overskudd eller avkastning
- Likviditet: Betalingsevne
- Finansiering: Anskaffelse og anvendelse av kapital
- Soliditet: Evne til å tåle tap

For hvert av nøkkeltallene kommer jeg først til å komme med en kort redegjørelse av hva tallet betyr og hvordan man regner det ut, før jeg presenterer tallet for Gyldendal. All informasjonen i de kommende kapitlene er hentet fra Gyldendals kvartals- og årsrapporter.

7.4.1 Lønnsomhet

I følge Kinserdal (2005) er lønnsomhetsanalyse den mest sentrale analysen, da alle andre forhold avhenger av foretakets lønnsomhet. Forholdstallet skal gi svar på selskapets evne til å tjene penger gitt de ressursene de rår over. Innenfor lønnsomhet finnes det flere forholdstall man kan beregne. Noen av de mest sentrale er Driftsmargin, total kapitalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet (Kinserdal, 2005).

7.4.1.1 Driftsmargin

Driftsmarginen viser forholdet mellom et selskaps driftsresultat og driftsinntekter, i prosent, og regnes ut på følgende måte (Kinserdal, 2005):

$$\text{Driftsmargin} = \frac{(\text{Driftsresultat} \times 100)}{\text{Driftsinntekter}}$$

I kapittel 7.3 har jeg regnet ut driftsmarginen for Gyldendal for årene 2004 til 2007, samt gitt noen korte kommentarer, og kommer derfor ikke nærmere inn på forholdstallet her.

7.4.1.2 Rentabilitet

Rentabilitet viser avkastning på investert kapital, og kan defineres på følgende måte (Eklund og Knutsen, 2003):

$$\text{Rentabilitet} = \frac{(\text{Resultat} \times 100)}{\text{Gjennomsnittlig verdi av kapitalen}}$$

Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten, TKR, viser hvor stor et selskaps inntjening er i forhold til dets totale kapital, uavhengig av hvordan kapitalen er finansiert. TKR kan regnes ut på flere måter. Kinserdal (2005) definerer den slik:

$$TKR = \frac{((Driftsresultat + Finansinntekter) \times 100)}{Gjennomsnittlig\ verdi\ av\ kapital}$$

Gyldendals totalkapitalrentabilitet:

(Tall i 1 000)

År	2006	2005	2004
Driftsresultat	30 853	59 590	107 353
Finansinntekter	24 618	18 841	16 951
Verdi av kapital	1 428 733	1 264 507	1 193 691
TKR	3,88 %	6,20 %	10,41 %

Tabell 7.2: Gyldendals totalkapitalrentabilitet

Tall for 2007 foreligger ikke, da ufullstendig regnskap fra Gyldendal gjør det umulig å regne ut finansinntektene og dermed totalkapitalrentabiliteten.

Av tabell 6.2 ser vi at TKR har falt betraktelig siden 2004. Utgangspunktet for vurderingen av lønnsomheten er den avkastningen man kan få ved en helt sikker plassering, for eksempel statsobligasjoner. Ut over dette må en legge til en kompensasjon for å investere i et risikofylt verdipapir. Hvor stor denne kompensasjonen bør være avhenger av blant annet et generelt markedstillegg og et spesifikt bedriftstillegg (Kinserdal, 2005).

Uten å gå nærmere inn på avkastningskravet til totalkapitalen, kan man si at renten på 5 års statsobligasjoner ligger på 4,44 % per 1. april 2008 (www.norges-bank.no). Dette betyr at avkastningen på en sikker plassering i stasobligasjoner overgår totalkapitalrentabiliteten i Gyldendal for 2006, selv før man har tatt risikokompensasjonen med i bildet. I tillegg ser vi at forholdstallet har falt betraktelig siden 2004, med en reduksjon på nærmere 7 %.

Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten, EKR, uttrykker avkastningen for dem som har satset den mest risikovillige kapitalen, eierne. I likhet med total kapitalrentabiliteten kan også egenkapitalrentabiliteten regnes ut på ulike måter. Man kan regne ut forholdstallet både før og etter skatt. Tellefsen og Langli (2005) argumenterer for å regne ut EKR etter skatt, da skatt er en kostnad som reduserer beløpet som tilfaller eierne. Uttrykket er definert slik (Tellefsen og Langli, 2005):

$$EKR = \frac{(\text{Ordinært resultat} \times 100)}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Gyldendals egenkapitalrentabilitet:

(Tall i 1 000)

År	2007	2006	2005	2004
Ordinært resultat	9 200	20 585	44 622	79 461
Gj.snitt EK	588 400	585 845	572 480	546 935
EKR	1,60 %	3,50 %	7,80 %	14,50 %

Tabell 7.3: Gyldendals egenkapitalrentabilitet

I likhet med TKR, er EKR betydelig redusert fra 2004 til 2007. Avkastningskravet til egenkapitalen har jeg diskutert tidligere i oppgaven, og man finner det som kjent ved å ta utgangspunkt i en risikofri rente etter skatt og legge på et tillegg for risiko. Som nevnt under total kapitalrentabilitet er statsobligasjonsrenten betydelig høyere enn 1,6 %. Altså ligger avkastningen ved å investere i sikre verdipapirer betydelig høyere enn egenkapitalrentabiliteten for Gyldendal i 2007.

Både total kapitalrentabiliteten og egenkapitalrentabiliteten for Gyldendal har falt faretruende mye de siste årene, og er nå på et nivå et stykke under risikofri rente. I utgangspunktet er dette negativt for en investor, men som Tellefsen og Langli (2005) argumenterer for, kan forklaringen på at rentabiliteten ikke tilfredsstillende normtall, ligge i hvordan regnskapsregler slår ut og anvendes i bedriften. Videre påpeker de at konklusjoner om selskapets lønnsomhet avhenger av kunnskapen om bedriftens underliggende økonomiske utvikling og situasjon.

Gjennom oppgaven mener jeg det har det kommet frem at det kan være underliggende årsaker til Gyldendals negative lønnsomhetsutvikling, som for eksempel høye investeringer som har belastet driftskostnadene, og ulike bransjeavtaler.

7.4.2 Likviditet

En likviditetsanalyse innebærer at man kartlegger et selskaps evne til å betjene sine forpliktelser etter hvert som de forfaller, altså selskapets kortsiktige risiko. Flere forholdstall kan være nyttige i den sammenheng, blant annet likviditetsgrad 1, likviditetsgrad 2, omløpshastigheter og kredittid (Eklund og Knutsen, 2003). Jeg vil i min analyse konsentrere meg om de to førstnevnte.

Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 sier noe om i hvilken grad et selskaps omløpsmidler er finansiert med kortsiktig gjeld. I utregningen av dette forholdstallet benytter man seg av regnskapstall ved utgangen av regnskapsperioden, da disse best reflekterer selskapets økonomiske stilling ved inngangen til ny regnskapsperiode. Likviditetsgrad 1 regnes ut på følgende måte (Tellefsen og Langli, 2005):

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

Vanligvis kreves det at likviditetsgrad 1 er større enn 2, det vil si at omløpsmidlene er minst dobbelt så store som den kortsiktige gjelden. Tellefsen og Langli (2005), argumenterer derimot for at dette er et noe utrangert krav som det ikke bør legges for stor vekt på i dag. Dette kommer blant annet av at behovet for omløpsmidler er redusert siden normtallet først ble tatt i bruk, samt at det er feil å forutsette at alle bedrifter i ulike bransjer vil ha samme behov og filosofi når det kommer til omløpsmidler og kortsiktig gjeld (Tellefsen og Langli, 2005).

For Gyldendal er likviditetsgrad 1 som følger:

(Regnskapstall i 1 000)

År	2007	2006	2005	2004
Omløpsmidler	837 800	849 714	773 423	832 355
Kortsiktig gjeld	685 800	688 629	540 793	518 897
Likviditetsgrad 1	1,2	1,2	1,4	1,6

Tabell 7.4: Likviditetsgrad 1 for Gyldendal

Likviditetsgrad 1 har altså falt fra 1,6 til 1,2 de siste fire årene. Denne noe uheldige utviklingen kommer i stor grad som en økning i gjelden. Til tross for dette holder tallet seg over 1. Dette er positivt, da det betyr at den kortsiktige gjelden dekkes av likvide eiendeler, og omvendt; noe av omløpsmidlene dekkes av langsiktig gjeld. I følge Kinserdal, (2005) er det vanskelig å trekke konklusjoner på grunnlag av overnevnte beregninger, men at de over tid kan uttrykke en utvikling, samt at den viser bedriftens evne til å innfri sine forpliktelser. Ut fra dette kan man si at selv om Gyldendals utvikling har vært svakt negativ disse årene, har de fortsatt evne til å betjene gjelden sin.

Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 kan i stor grad forklares på samme måte som likviditetsgrad 1. Forskjellen er at man i stedet for omløpsmidler her kun bruker de mest likvide omløpsmidlene. Begrepet defineres slik (Tellefsen og Langli, 2005):

$$Likviditetsgrad\ 2 = \frac{Mest\ likvide\ omløpsmidler}{Kortsiktig\ gjeld}$$

Kravet til likviditetsgrad 2 har tradisjonelt vært at det skal være minst 1,0. Altså at de mest likvide omløpsmidlene er minst like store som den kortsiktige gjelden. I likhet med kravet til likviditetsgrad 1, er dette en noe foreldet regel. Argumentene for dette er de samme som for likviditetsgrad 1 (Tellefsen og Langli, 2005).

For å finne de mest likvide omløpsmidlene velger jeg å trekke ut posten ”varer” fra omløpsmidlene i Gyldendals balanse, og kommer så frem til følgende forholdstall:

(Regnskapstall i 1 000)

År	2007	2006	2005	2004
Mest likvide omløpsmidler	497 800	514 387	479 721	558 549
Kortsiktig gjeld	685 800	688 629	540 793	518 897
Likviditetsgrad 2	0,7	0,7	0,9	1,1

Tabell 7.5: Likviditetsgrad 2 for Gyldendal

I likhet med likviditetsgrad 1 har likviditetsgrad 2 også falt med 0,4 disse årene. Vi ser at de mest likvide omløpsmidlene har falt med omtrent kr 60 millioner, mens gjelden har økt med over kr 100 millioner.

Ut fra argumentasjonen angående likviditetskravene, samt informasjon om selskapets drift, anser jeg ikke det som noe dramatisk at likviditetsgradene for Gyldendal ligger noe under de kravene som tradisjonelt har vært stilt til disse forholdstallene.

7.4.3 Kapitalstruktur

Det er en nær sammenheng mellom analyser av finansiering og soliditet, og de blir i flere fagbøker slått sammen under betegnelsen kapitalstruktur. En kapitalstrukturanalyse har til hensikt å belyse hvordan en bedrifts eiendeler er finansiert, og bedriftens evne til å tåle tap. Dette kan gjøres gjennom utregning av en rekke forholdstall, som finansieringsgrader, arbeidskapital, gjeldsgrad og egenkapitalprosent (Eklund og Knutsen, 2003).

7.4.3.1 Finansiering

Jeg vil her ta for meg forholdstallene finansieringsgrad 1 og arbeidskapitalen.

Finansieringsgrader

Finansieringsgrad 1 og 2 er de vanligste nøkkeltallene i en kapitalstrukturanalyse. Disse tallene viser hvordan et selskaps kapital anskaffes og anvendes. Finansieringsgrad 2 tilsvarer likviditetsgrad 1. Dette forholdstallet ble diskutert i kapittel 7.4.2, så jeg kommer ikke nærmere inn på det her (Tellefsen og Langli, 2005).

Finansieringsgrad 1 viser i hvor stor grad anleggsmidler er finansiert med langsiktig kapital. Vanligvis ønsker man at den langsiktige kapitalen skal finansiere anleggsmidlene, derfor bør dette forholdstallet være mindre enn 1. Forholdstallet defineres på følgende måte (Eklund og Knutsen, 2003):

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig kapital}}$$

For Gyldendal blir forholdstallet som følger:

(Regnskapstall i 1 000)

År	2007	2006	2005	2004
Anleggsmidler	854 500	700 788	533 541	400 531
Langsiktig gjeld	416 700	274 580	181 774	153 227
Egenkapital	589 500	587 293	584 397	560 562
Sum langsiktig kapital	1 006 200	861 873	766 171	713 789
Finansieringsgrad 1	0,8	0,8	0,7	0,6

Tabell 7.6: Finansieringsgrad 1 for Gyldendal

Vi ser at finansieringsgraden har utviklet seg noe negativt, men at den fortsatt holder seg under 1,0. Med andre ord finansierer den langsiktige kapitalen anleggsmidlene, så vel som en del av omløpsmidlene. Dette samsvarer med det jeg fant gjennom utregningen av likviditetsgrad 1. Den langsiktige gjelden har økt med nærmere kr 250 millioner disse fire årene. Man kan tenke seg til at dette kan knyttes til investeringene som er gjennomført den senere tid. Dette sammenfaller også med at anleggsmidlene er over dobbelt så store i 2007 som i 2004. Av regnskapsnoter kan man se at mye av denne økningen tilskrives bygninger.

Arbeidskapital

Dette forholdstallet viser hvor stor andel av omløpsmidlene som er finansiert gjennom langsiktig kapital. Langsiktig finansiering er en som kjent en fordel, blant annet fordi det gir bedriften større muligheter til å overleve krisesituasjoner, da gjeldsandelen som kreditorene

vil kreve innfridd på kort sikt, blir mindre. Arbeidskapitalen kan defineres på følgende måte (Tellefsen og Langli, 2005):

$$\text{Arbeidskapital} = \text{Omløpsmidler} - \text{Kortsiktig gjeld}$$

Hvor stort dette tallet burde være, er i følge Tellefsen og Langli (2005) umulig å fastslå. Det avhenger, i likhet med andre forholdstall, av bransje og type bedrift. Det er derimot enighet om at arbeidskapitalen burde være positiv.

Arbeidskapitalen for Gyldendal:

(Tall i 1 000)

År	2007	2006	2005	2004
Omløpsmidler	837 800	849 714	773 423	832 355
Kortsiktig gjeld	685 800	688 629	540 793	518 897
Arbeidskapital	152 000	161 085	232 630	313 458

Tabell 7.7: Gyldendals arbeidskapital

Arbeidskapitalen er tilnærmet halvvert i løpet av denne perioden. Av tabellen ser vi at dette i stor grad kan tilskrives en økning i kortsiktig gjeld for 2006 og 2007. Av notene kan vi se at dette dreier seg om finansiering av investeringsprogrammet Gyldendal er inne i. Som nevnt tidligere er det vanskelig å avgjøre hvor stor arbeidskapitalen burde være. Man kan uansett trekke den slutningen at den negative utviklingen er relativt kraftig, men så lenge tallet er positivt og reduksjonen er knyttet til investeringer, anser jeg ikke forholdet som dramatisk.

7.4.3.2 Soliditet

Soliditet viser til en bedrifts evne til å tåle tap. Forholdstallene jeg vil konsentrere meg om vedrørende soliditet, er gjeldsgrad og egenkapitalprosent, som er de mest brukte nøkkeltallene for dette formålet (Eklund og Knutsen, 2003).

Gjeldsgrad

Gjeldsgraden viser forholdet mellom eksternt anskaffet kapital og kapital som eierne har bundet opp i selskapet. Altså hvor mange kroner selskapet har i gjeld per krone i egenkapital. Mindre gjeld fører til mindre betalingsforpliktelser med hensyn til avdrag og renter, som igjen fører til et lavere krav til kontantinntjening. Ut fra dette resonnementet kan man si at jo lavere gjeldsgrad, jo bedre. Forholdstallet defineres på følgende måte (Eklund og Knutsen, 2003):

$$Gjeldsgrad = \frac{Gjeld}{Egenkapital}$$

Gjeldsgraden for Gyldendal:

(Regnskapstall i 1 000)

År	2007	2006	2005	2004
Gjeld	1 102 500	963 209	722 567	672 124
Egenkapital	589 500	587 293	584 397	560 562
Gjeldsgrad	1,9	1,6	1,2	1,2

Tabell 7.8: Gyldendals gjeldsgrad

Gyldendals gjeldsgrad har økt i takt med gjelden. Dette samsvarer med det tidligere diskuterte investeringsprogrammet som Gyldendal har gjennomført, hvor kostnadene spesielt har tilfalt i 2006 og 2007. På bakgrunn av dette vil jeg ikke si at utviklingen er urovekkende.

Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten forteller hvor stort del av eiendelene som er finansiert gjennom egenkapital. Motsatt av gjeldsandelen, ønsker man at dette forholdstallet skal være så høyt som mulig. Tidligere har kravet vært at andelen egenkapital skulle være på 50 %. Gjennom økonomiens og forretningslivets utvikling, har imidlertid dette tallet blitt foreldet. Hvor høyt det bør være diskuteres stadig, og det er vanskelig å sette et generelt krav til egenkapitalprosenten (Eklund og Knutsen, 2003).

Det er derimot enighet om at en høy egenkapital kan være til god hjelp dersom en bedrift skal komme seg gjennom vanskelige perioder. Blant annet fordi dette gir bedriften mulighet til å

tilby bedre sikkerhet for lån, samt en større mulighet til å frigjøre midler gjennom salg av eiendeler uten heftelser, som kan dekke behovet for likviditet (Tellefsen og Langli, 2005).

Egenkapitalprosenten kan regnes ut på følgende måte (Eklund og Knutsen, 2003):

$$Egenkapitalandel = \frac{(Egenkapital \times 100)}{Totalkapital}$$

For Gyldendal er forholdstallet følgende:

(Tall i 1 000)

År	2007	2006	2005	2004
Egenkapital	589 500	587 293	584 397	560 562
Totalkapital	1 692 100	1 550 502	1 306 964	1 232 686
<i>Egenkapitalprosent</i>	35,0 %	38,0 %	45,0 %	45,0 %

Tabell 7.9: Gyldendals egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten har falt med 10 % siden 2005. I likhet med gjeldsgraden er forholdstallet stabilt for 2004 og 2005, mens det utvikler seg negativt de to siste årene. Resonnementet for gjeldsgraden gjelder også her; høye investeringer som er finansiert med ekstern kapital fører til at forholdet mellom egenkapital og totalkapital reduseres. Dette bygges opp av regnskapsrapportene, som viser at mye av økningen i totalkapitalen kommer fra poster som bygninger og inventar.

I forhold til utviklingen i gjeldsgrad og egenkapitalprosent, basert på investeringer i nytt distribusjonssenter og Gyldendalhuset, kan det nevnes at Eklund og Knutsen (2003) argumenterer for at kostnadene for gjeld antakeligvis er lavere enn kostnadene ved egenkapital. Maksimal inntjening på egenkapitalen oppnås derfor i størst grad gjennom å finansiere investeringene med gjeld, fordi det vil redusere kostnadene. Dette fører til lav egenkapitalandel og høy gjeldsgrad (Eklund og Knutsen, 2003).

7.5 Oppsummering av regnskapsanalysen

Forholdstall for Gyldendal:

År	2007	2006	2005	2004
Totalkapitalrentabilitet		3,9 %	6,2 %	10,4 %
Egenkapitalrentabilitet	1,6 %	3,5 %	7,8 %	14,5 %
Likviditetsgrad 1	1,2	1,2	1,4	1,6
Likviditetsgrad 2	0,7	0,7	0,9	1,1
Finansierungsgrad 1	0,8	0,8	0,7	0,6
Arbeidskapital (tall i 1 000)	kr 152 000	kr 161 085	kr 232 630	kr 313 458
Gjeldsgrad	1,9	1,6	1,2	1,2
Egenkapitalprosent	35,0 %	38,0 %	45,0 %	45,0 %

Tabell 7.10: Forholdstall for Gyldendal

Selv om de fleste forholdstallene viser en uheldig negativ utvikling, har jeg påvist gjennom kapitlet at dette i stor grad kan tilskrives høy investeringsaktivitet som er finansiert gjennom ekstern kapital. Av Gyldendals årsrapporter kan man forstå at denne utviklingen er planlagt og under kontroll. Investeringene som nå blir gjennomført forventes også å bidra til bedre resultater i fremtiden. Jeg mener derfor man ikke skal legge for stor vekt på den uheldige utviklingen regnskapsanalysen viser, og samtidig ta i betraktning muligheten for økt inntjening som et resultat av investeringene, i det videre arbeidet med å lage et fremtidsregnskap for Gyldendal (www.gyldendalasa.no).

8 Beregning av avkastningskravet

8.1 Innledning

Jeg vil i dette kapitlet bruke teorien som ble fremlagt i kapitel 5 til å fastsette avkastningskravet for Gyldendal. Siden teorien ble diskutert relativt grundig tidligere, vil jeg ikke gå detaljert inn på den her. I verdsettelsen vil jeg benytte meg av kontantstrømbasert metode i forhold til totalkapitalen, og jeg vil derfor her konsentrere meg om avkastningskravet til totalkapitalen. Kapitlet starter med en kort gjennomgang av modellen for å definere avkastningskravet, før jeg går nærmere inn på hver enkelt faktor modellen består av. Tilslutt vil jeg regne ut Gyldendals avkastningskrav til totalkapitalen.

8.2 Avkastningskravet til totalkapitalen

Boye og Koekebakker (2006) definerer avkastningskravet til totalkapitalen etter skatt, på følgende måte:

$$r_{tk} = (A_{ek} \times K_{ek}) + (A_g \times K_g (1 - s))$$

Hvor:

r_{tk} = Avkastningskrav til totalkapital

A_{ek} = Egenkapitalandel

K_{ek} = Avkastningskrav til egenkapital

A_g = Gjeldsandel

K_g = Gjeldskostnad

s = Skattesats

Dersom vi går inn på hvert enkelt ledd i modellen, ser vi at det er flere faktorer man må regne ut og ta hensyn til (Boye og Meyer, 2000):

$$r_{tk} = \left(\frac{E}{V} \right) \times (rf \times (1 - s) + rm - rf(1 - s) \times \beta_{ek}) + \left(\frac{D}{V} \right) \times r_g (1 - s)$$

Hvor:

E/V = Egenkapitalandel

D/V = Gjeldsandel

r_f = Risikofri rente

r_m = Avkastning på markedsportefølje

β_{ek} = Beta for egenkapitalen

$(r_f * (1-s) + r_m - r_f (1-s) * \beta_{ek})$ = Avkastningskrav til egenkapital etter skatt

$r_g(1-s)$ = Avkastningskrav til gjeld etter skatt

I det videre arbeidet vil jeg ta for meg hver enkelt av disse parametrene og beregne de ulike tallene som skal benyttes i modellen.

8.2.1 Egenkapitalandel og gjeldsandel

Egenkapitalandel henviser til hvor stor andelen av egenkapital er i forhold til total kapitalen, mens gjeldsandelen viser andelen gjeld i forhold til total kapitalen. Forholdstallene, som skal regnes ut fra markedsverdier, finner vi på følgende måte (Bredesen, 2001):

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{E}{V} \quad \text{Gjeldsandel} = \frac{D}{V}$$

Hvor:

E = Egenkapital

D = Gjeld

V = Total kapital

Jeg setter markedsverdien av egenkapitalen til å være lik børsverdien av selskapet. Per 17. april 2008 tilsvarer det: 2 352 240 aksjer x 400 børs kurs = kr 940 896 000.

I følge Boye og Koekebakker (2006) skal bare den rentebærende gjelden tas med når vektene skal beregnes. Opplysningene om størrelsen på den rentebærende gjelden i Gyldendal har jeg skaffet meg gjennom kontakt med finansdirektør Tor Brauti i Gyldendal ASA. I følge Brauti har mor- og datterselskapene en rentebærende gjeld på kr 393 millioner, mens Gyldendals

andel av rentebærende gjeld i de felleskontrollerte selskapene beløper seg til kr 117 millioner. Dette gir en samlet rentebærende gjeld på kr 510 millioner.

Bruker vi modellen over, får vi følgende andeler egenkapital og gjeld:

Egenkapitalandel = 0,65

Gjeldsandel = 0,35

8.2.2 Risikofri rente

Den risikofrie renten henviser til den avkastningen en investor kan få gjennom å plassere pengene risikofritt. Dette tallet baserer seg ofte på en langsiktig obligasjonsrente, da denne som oftest også inneholder inflasjonsforventninger. Boye og Meyer (2000) anbefaler at man bruker den mellomlange statsobligasjonsrenten.

I følge Norges banks hjemmeside er den syntetiske renten på en treårig statsobligasjon per 17.april på 4,79 %, mens ettårig rente ligger på 5,30 %. Den syntetiske renten er beregnet gjennom å vekte to statsobligasjoner med henholdsvis kortere og lengre gjenstående løpetid (www.norges-bank.no).

Jeg vil bruke et tilnærmet gjennomsnitt av denne renten i avkastningskravet, og setter risikofri rente til 4,9 %.

8.2.3 Risikopremie på markedet

Markedets risikopremie er den kompensasjonen en investor krever ut over risikofri rente for å investere i markedsporteføljen. Denne premien kan uttrykkes slik (Boye og Dahl, 1997):

$$\text{Risikopremie for markedet} = r_m - r_f(1 - s)$$

Hvor:

r_m = Forventet avkastning ved å investere i markedsporteføljen

r_f = Risikofri rente

s = Skattesats

I følge Boye og Koekebakker (2006) legger man til grunn historiske avkastningstall når man skal beregne markedets risikopremie. Videre argumenterer de for en premie på rundt 5 % når man tar hensyn til beskatning av den risikofrie renten. Thoresen (2006) antar at premien vil ligge noe lavere, og anslår at tallet ligger mellom 3-5 %.

Dette viser at det er knyttet stor usikkerhet til markedspremien. Tallene som er nevnt ovenfor er hentet fra litteratur fra 2006. I en nøkkeltallsanalyse av Oslo Børs for årene 1997 til 2007, gjennomført av finansmarkedsavdelingen i Norges Bank, fastslår de at utviklingen peker mot lavere markedspremier på norske aksjer de senere årene.

På bakgrunn av denne informasjonen velger jeg å fastsette forventet avkastning i markedsporteføljen til 8,228 %. Vi har tidligere satt den risikofrie renten til 4,9 %. Forutsetter vi en skatt på 28 %, gir dette en markedspremie på 4,7 %.

8.2.4 Beta

Beta forteller hvordan en enkeltaksje svinger relativt til hele markedet, altså er det er mål for den markedsrelaterte risikoen. Vi husker fra diskusjonen om beta i kapitel 5.6, at markedsporteføljen har en beta på 1, mens en risikofri plassering har en beta på 0. Dersom en aksje følger totalindeksens svingninger vil den ha en beta på 1. Ligger betaverdien under 1, svinger aksjen mindre enn markedet generelt, og motsatt svinger aksjen mer enn markedet dersom betaverdien er over 1 (Thoresen, 2006).

Matematisk kan man definere beta slik (Bredesen, 2001):

$$\beta = \frac{\text{Kovarians}(r_j, r_m)}{\sigma^2 r_m}$$

Hvor:

B = Beta

Kovarians (r_j, r_m) = Kovariansen mellom avkastningen til en enkeltaksje j , og markedsporteføljen

$\sigma^2 r_m$ = Variansen til markedsporteføljens avkastning

Gjennom kontakt med Børsprosjektet NHH, som har utviklet en betakalkulator som kan gjøre jobben med å finne betaverdier enklere, fikk jeg et betaestimat for Gyldendal på 0,23. Denne verdien er basert på 17 observasjoner fra 30.12.2003 til 31.10.2005. Dessverre hadde de ikke oppdaterte kurser for betaverdien og kursperioden ut over dette. Ser man på den senere utviklingen, viser tendensen at Gyldendal i liten grad utvikler seg i takt med markedet. Dette støtter opp om en lav betaverdi. I følge Boye og Koekebakker (2006) er beta svært sjeldent lavere enn 0,5. Ut fra denne informasjonen velger jeg å legge betaverdien noe høyere enn estimatet fra Børsprosjektet NHH, på 0,4.

8.2.5 Avkastningskrav til egenkapital

Avkastningskravet til egenkapitalen beregnes ofte ut fra kapitalverdimodellen. Boye og Koekebakker (2006) definerer avkastningskravet etter skatt slik:

$$E(r_j) = r_f \times (1 - s) + ((r_m - r_f(1 - s)) \times \beta_j)$$

Hvor:

$E(r_j)$ = Forventet avkastning på aksje j

r_f = Risikofri rente

r_m = Forventet avkastning på markedsporteføljen

β_j = Beta for aksje j

$r_m - r_f(1-s)$ = Markedspremien etter skatt

s = Skattesats

På bakgrunn av tallene jeg har funnet ovenfor kan jeg nå regne ut Gyldendals avkastningskrav til egenkapitalen:

$$E(r_j) = 0,049 \times (1 - 0,28) + ((0,08228 - 0,049(1 - 0,28)) \times 0,4)$$

$$E(r_j) = 0,05408$$

Avkastningskravet til egenkapitalen er på 5,40 %.

8.2.6 Gjeldskostnad

I utgangspunktet kan man regne ut gjeldskostnaden gjennom samme fremgangsmåte som når man regner ut egenkapitalavkastningen, men Boye og Meyer (2000) mener det i de fleste tilfeller er tilstrekkelig å benytte gjennomsnittlig lånerente som gjeldskostnad, eventuelt risikofri rente tillagt et risikotillegg.

I følge Gyldendals årsregnskap for 2006, er lånerenten på deres langsiktige lån i gjennomsnitt ca 3.3 %. De oppgir samtidig at konsernet har flytende rente på bankgjeld. I følge statistisk sentralbyrå forventes rentenivået å øke fremover. Prognosene viser en utlånsrente fra bankene til private husholdninger på i snitt ca 6 % de kommende årene (www.ssb.no).

Det er vanskelig å fastslå rentens utvikling. Gyldendal tok i 2006 opp et lån i forbindelse med byggeinvesteringer til en rente på 3,25 %. Dette kan antyde at selskapet oppnår en gunstigere rente enn husholdninger flest, da denne renten lå 1 % lavere enn gjennomsnittlig utlånsrente for husholdninger (www.ssb.no). Derfor mener jeg at å anslå at rentenivået for Gyldendals lån skal komme opp i 6 %, er noe for høyt. Forutsetter vi at Gyldendals renter vil følge samme utvikling som prognosene fra statistisk sentralbyrå, havner vi på en rente på ca 5 %.

På bakgrunn av dette velger jeg å bruke en gjeldskostnad på 5 %.

8.2.7 Likviditetspremie

For selskaper med lav børsomsetning kan det være fornuftig å legge en likviditetspremie til avkastningskravet. Likviditetspremien skal blant annet kompensere for at det kan bli dyrt og vanskelig å komme seg ut av aksjen, samt at en liten børsomsetning gir en treg kurs, noe som kan resultere i at estimert betaverdi undervurderer virkelig verdi (Johnsen, 1997).

I følge Gjesdal og Johnsen (1999) kan denne verdien ofte være større enn betaverdien, gjerne opp mot 2 til 3 % for de minst likvide selskapene på Oslo Børs.

Den tiden jeg har jobbet med denne oppgaven, har jeg også fulgt med på Gyldendal- aksjen, og sett at aksjen handles veldig lite. Denne observasjonen støttes opp av handelsloggen for aksjen. Jeg mener derfor det kan forsvares at man legger til en likviditetspremie på avkastningskravet, og velger å legge til 2 % som kompensasjon for dårlig likviditet.

8.3 Fastsettelse av Gyldendals totalavkastningskrav

Ut fra beregningene gjennomført over, har vi fått følgende tall til bruk i avkastningskravet:

Egenkapitalandel = 0,65

Avkastningskrav til egenkapital = 0,05408

Gjeldsandel = 0,35

Gjeldskostnad = 0,05

Dette gir følgende totalavkastningskrav:

$$r_{tk} = (0,65 \times 0,05408) + (0,35 \times 0,05(1 - 0,28))$$

$$r_{tk} = 0,047752$$

Legger vi til en likviditetspremie på 2 %, får vi et totalavkastningskrav etter skatt for Gyldendal på 6,8 %. Det er dette kravet jeg kommer til å benytte senere i oppgaven for å diskontere de estimerte kontantoverskuddene.

9 Fremtidsregnskap og verdsettelse

9.1 Innledning

Ved bruk av kontantstrømbaserte verdsettelsesmodeller, må man finne de fremtidige kontantstrømmene. Dette kan gjøres gjennom å sette opp et fremtidsregnskap. I følge Thoresen (2006) burde et slikt proforma regnskap estimeres for 5-15 år frem i tid og ta utgangspunkt i strategiske og regnskapsmessige analyser.

Det følger stor usikkerhet rundt et estimat av den fremtidige utviklingen til et selskap. Gjennom de strategiske analysene og gjennomgangen av regnskapet har jeg tilegnet meg et visst grunnlag til å kunne si noe om utviklingen til Gyldendal. Jeg velger å sette opp et fremtidsregnskap for 6 år frem i tid, fra 2008 til 2013. Ut over dette anser jeg utviklingen som for usikker til å fortsette regnskapsføringen, uten at det vil påvirke gyldigheten av resultatet i for stor grad. De estimeringene jeg gjør i dette kapitlet vil bygge på arbeidet som er gjort i de tidligere kapitlene, noe som vil bidra til å fjerne noe av usikkerheten knyttet til fremtidsregnskap.

Videre i kapitlet vil jeg diskutere og beregne sentrale størrelser som må estimeres. Resultatet av dette vil bli fremstilt i et fremtidsregnskap. Avslutningsvis diskonterer jeg de estimerte kontantoverskuddene med det tidligere kalkulerede avkastningskravet, og verdien av selskapet blir presentert.

Der ikke annet er nevnt, er tallene og informasjonen i kapitlet hentet fra Gyldendals årsrapporter.

9.2 Ekstraordinære hendelser

Som tidligere nevnt, har Gyldendal hatt hendelser i løpet av analyseperioden jeg har konsentrert meg om, som ikke reflekterer normal utvikling. Eksempler på dette er salg av kontorbygg i Nydalen, som gav en gevinst på kr 39 millioner, samt investeringer i nytt distribusjonsanlegg og Gyldendalhuset. Jeg vil så langt det lar seg gjøre forsøke å ta hensyn til disse postene når jeg estimerer den fremtidige utviklingen. Ut over disse hendelsene vil jeg ikke foreta noen større korrigeringer av regnskapet, og anta at de historiske dataene representerer normale perioder.

9.3 Sentrale størrelser

I følge Boye (1998) kan kontantoverskuddene til totalkapitalen beregnes med følgende modell:

Driftsresultat etter skatt
 + Avskrivninger
 - Anleggsinvesteringer
 - Økning i arbeidskapital
 = Kontantoverskudd til totalkapital.

Dette er en noe forenklet fremgangsmåte, hvor man forutsetter at all skatt betales kontant, eventuelt med ett års forsinkelse (Boye, 1998).

Videre i kapitlet skal jeg ta for meg de ulike faktorene i modellen over, og beregne fornuftige anslag av dem til bruk i fremtidsregnskapet senere.

9.3.1 Driftsresultat etter skatt

For å beregne et fremtidig driftsresultat må man vite hvordan driftsinntektene og driftskostnadene utvikler seg. Basert på tidligere regnskaper, den strategiske analysen og analysen av sentrale regnskapstall, skal jeg nå estimere fornuftige tall for utviklingen i disse størrelsene.

9.3.1.1 Driftsinntekter

For årene 2004 til 2007 har driftsinntektene til Gyldendal utviklet seg slik:

(Tall i 1 000)

År	2004	%	2005	%	2006	%	2007	%
Driftsinntekt	1 502 433	100	1 514 729	1	1 649 716	9	1 855 800	13

Tabell 9.1: Utvikling i driftsinntekter

Tabellen viser økning i driftsinntekter fra ett år til det neste, altså er *ikke* alle tall i forhold til 2004. Dette gir et gjennomsnitt på i overkant av 7 % økning. Posten består av salgsinntekter og andre driftsinntekter, hvor salgsinntektene utgjør så å si hele verdien. 2006 var det første

hele året Bokavtalen og reformen Kunnskapsløftet fungerte. Dette er en medvirkende årsak til økningen i driftsinntektene. Disse avtalene går ut i henholdsvis 2010 og 2008.

I inntektene for 2004 er det inkludert salg av eiendom for kr 39 millioner. Dersom vi ser bort fra dette vil økningen i inntekter i 2005 være på 3,5 %.

Det er vanskelig å spå hvordan salget vil utvikle seg etter at disse avtalene forsvinner, men det er rimelig å tro at det vil begrense seg noe. Jeg vil derfor budsjettere med at driftsinntektene stiger med 8 % for årene 2008 til 2010, og at veksten reduseres til 6 % etter det.

9.3.1.2 Driftskostnader

For årene 2004 til 2007 har driftskostnadene utviklet seg slik:

(Tall i 1 000)

År	2004	%	2005	%	2006	%	2007	%
Driftskostnad	1395080	100	1455139	4,3	1618863	11,2	1784100	10,2

Tabell 9.2: Utvikling i driftskostnader

Også her viser tabellen utviklingen i driftskostnader fra ett år til det neste, altså er *ikke* alle tall i forhold til 2004. Vi ser at det her har vært en ganske kraftig økning for 2006 og 2007 i forhold til det første året. Posten består av varekostnader, lønnskostnader, avskrivninger og andre kostnader, hvorav de to førstnevnte står for mesteparten av økningen. I snitt var denne økningen på 8,5 %.

Det er ingen informasjon som tyder på at lønnsøkningen kommer av noe annet enn naturlige grunner. Varekostnaden økte blant annet på grunn av press om nye læremidler i forbindelse med kunnskapsløftet. Dette er en kostnad som kanskje vil reduseres etter 2008, når reformen skal være gjennomført.

2007 var det eneste året hvor økningen i driftsinntekter var høyere enn økningen i driftskostnader. Dersom vi hadde benyttet inntektene før eiendomssalg for 2004, ville gjennomsnittlig økning i driftsinntektene vært på 8,3 %, altså omtrent likt som driftskostnadene.

I tillegg hadde Gyldendal betydelige investeringskostnader i 2006 og 2007, som i følge årsrapportene har belastet driftskostnadene. Disse kostnadene faller bort etter hvert, mens avskrivningene vil øke noe som et resultat av disse investeringene.

Common size analysen jeg gjennomførte tidligere viste at driftskostnadene har vært på rundt 97-98 % av driftsinntektene de siste årene. Det vil være naturlig å tro at dette forholdet vil opprettholdes.

Ut fra dette mener jeg en vekst på 7,5 % frem til 2010, hvor veksten i driftskostnadene sammenfaller med veksten i driftsinntektene på 6 %, er et greit anslag. Dette vil gi en sterk vekst i driftsresultatet de første årene, før den flater ut mot slutten av analyseperioden.

9.3.1.3 Driftsresultat

Basert på de forutsetningene jeg gjorde angående driftsinntekter og driftsresultater, kommer vi frem til følgende utvikling i driftsresultatet:

(Tall i 1 000)

År	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Driftsinntekter	2 004 264	2 164 605	2 337 774	2 478 039	2 626 722	2 784 325
Driftskostnader	1 972 303	2 120 225	2 279 242	2 415 997	2 560 956	2 714 614
<i>Driftsresultat</i>	<i>31 961</i>	<i>44 380</i>	<i>58 532</i>	<i>62 042</i>	<i>65 766</i>	<i>69 711</i>

Tabell 9.3: Fremtidig utvikling i driftsresultat

Driftsresultatet utvikler seg ganske sterkt de første tre årene, før den positive utviklingen flater noe ut. Av tabell 6.1 kan vi se at driftsmarginen i gjennomsnitt for årene 2004 til 2007 lå på 3,5 %, sterkt trukket opp av 2004- resultatet. Ser vi bort fra dette året, hvor inntektene ble hjulpet av eiendomssalg, var gjennomsnittet på 2,3 %. Det er omtrent det snittet driftsmarginen ligger på i estimatet for de kommende år.

9.3.2 Finansinntekter

Historisk sett har Gyldendal hatt betydelige finansinntekter. Det kan derfor være aktuelt å ta med disse i verdivurderingen. Inntektene, som i hovedsak fordeler seg på renteinntekter og aksjeplasseringer, har utviklet seg slik:

(Tall i 1 000)

År	2006	2005	2004
Finansinntekter	24 618	18 841	16 951

Tabell 9.4: Utvikling i finansinntekter

Tall fra 2007 er ikke tilgjengelige, og derfor ikke nevnt her. Den eneste informasjonen vi får om finansinntektene fra dette året, er at verdistigningen på finansplasseringene har vært lavere enn normalt. Fra 2004 til 2006 har inntektene økt med nærmere kr 8 millioner. Størstedelen av denne økningen kommer fra renteinntekter. Gyldendal har flytende rente på sine plasseringer, og nyter i så måte godt av den generelle rentehevingen de siste årene. Gjennomsnittlig finansinntekt disse tre årene er på omtrent kr 20 millioner. På grunn av det relativt sett høye rentenivået, samt at størsteparten av Gyldendals finansinntekter skrives seg fra renteinntekter, kan man tenke seg at finansinntektene vil holde seg omtrent på det nivået de ligger på i dag. Derfor estimerer jeg finansinntektene til å ligge på kr 22 millioner gjennom fremtidsregnskapet.

9.3.3 Anleggsinvesteringer

Anleggsinvesteringer kan beregnes på følgende måte (Boye og Koekenbakker, 2006):

$$UB \text{ anleggsmidler} + \text{Avskrivninger} - IB \text{ anleggsmidler}$$

Hvor:

UB = Utgående balanse

IB = Inngående balanse

Ved å bruke denne modellen får vi følgende, historiske investeringstall for Gyldendal:

(Tall i 1 000)

År	2007	2006	2005	2004	2003	2002
UB anleggsmidler	854 500	700 800	533 541	459 165	471 998	471 163
Avskrivninger	50 600	44 468	44 090	48 462	48 644	50 259
IB anleggsmidler	700 800	533 541	459 165	471 998	471 163	479 234
Investeringer	204 300	211 727	118 466	35 629	49 479	42 188

Tabell 9.5: Utvikling i anleggsinvesteringer

Som kjent har Gyldendal de siste årene gjennomført et betydelig investeringsprogram bestående av Gyldendalhuset og nytt distribusjonssenter. Arbeidet ble startet i 2005, og skal i følge kvartalsrapporten for 4. kvartal 2007, slutføres første halvår 2008. Siden dette har påført selskapet betydelige investeringskostnader, har jeg valgt å ta med tall tilbake til 2002, for å få et bedre bilde av gjennomsnittlige investeringskostnader.

Investeringsprogrammet skal altså være gjennomført i løpet av første halvår 2008. Jeg mener det derfor vil være fornuftig å gå ut fra at investeringene vil reduseres fremover. For 2008 velger jeg å ta hensyn til at det kan være noen kostnader forbundet med innkjøring av de nye byggene igjen, og setter investeringene til kr 50 millioner. Videre regner jeg med beløpet vil falle ned mot de beløpene vi ser fra 2002 til 2004, justert noe for inflasjon og økte kostnader i forbindelse med å ivareta nybyggene med tanke på teknologi, etc.

På bakgrunn av dette mener jeg Gyldendals investeringer vil utvikle seg slik

(Tall i 1 000):

År	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Investeringer	50 000	45 000	46 000	47 000	48 000	49 000

Tabell 9.6: Fremtidig utvikling i investeringer

9.3.4 Avskrivninger

Tabellen under viser Gyldendals avskrivninger fra 2004 til 2007:

(Tall i 1 000)

År	2007	2006	2005	2004	2003	2002
Avskrivninger	50 600	44 468	44 090	48 576	48 644	50 259

Tabell 9.7: Utvikling i avskrivninger

Vi ser at avskrivningene holder seg relativt stabile gjennom perioden. Økningen fra 2006 til 2007 kommer fra avskrivning på driftsmidler. Dette kan stamme fra økte anleggsmidler som igjen er et resultat av investeringsprogrammet. Gjennomsnittlig er avskrivningene på nærmere kr 47 millioner. Tidligere avskrivninger ligger også rundt dette beløpet. I følge Kinserdal (2005) kan man over tid se på avskrivninger som et uttrykk for det som årlig bør forventes å måtte reinvesteres, for å opprettholde kapasiteten i selskapet. Basert på dette argumentet kan det være fornuftig å legge fremtidige avskrivninger tilnærmet lik fremtidige investeringer.

På bakgrunn av dette, velger jeg å sette avskrivningene til kr 50 millioner i fremtidsregnskapet.

9.3.5 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen ble diskutert i kapitel 7.4.3, og jeg minner bare om at tallet finnes ved å trekke kortsiktig gjeld fra omløpsmidler. Ser vi på forholdet mellom driftsinntekter og arbeidskapital får vi følgende tall:

(Tall i 1 000)

År	2007	2006	2005	2004
Driftsinntekter	1 855 800	1 649 700	1 514 700	1 502 400
Omløpsmidler	837 000	849 700	773 400	832 400
Kortsiktig gjeld	685 800	688 600	540 800	518 900
Arbeidskapital	152 000	161 100	232 600	313 500
<i>% av driftsinntekter</i>	<i>8%</i>	<i>10%</i>	<i>15%</i>	<i>20%</i>

Tabell 9.8: Utvikling i arbeidskapital

Av tabellen ser vi at mens driftsinntektene har økt med nærmere 25 %, er arbeidskapitalen halvvert. Endringen kan i stor grad tilskrives at den kortsiktige gjelden har økt som en følge av investeringene som er diskutert gjennom oppgaven. Investeringene er nesten gjennomført, og den det er lite som tilsier at den kortsiktige gjelden vil øke mye fremover.

På bakgrunn av dette estimerer jeg at arbeidskapitalen vil holde seg relativt stabil fremover, og kalkulerer med en økning på kr 2 millioner per år gjennom budsjettperioden.

9.4 Fremtidsregnskapet

Basert på de gjennomførte beregningene av sentrale størrelser, kan vi nå beregne følgende kontantoverskudd til totalkapitalen:

(Tall i 1 000)

År	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Driftsinntekter	2 004 264	2 164 605	2 337 774	2 478 039	2 626 722	2 784 325
Driftskostnader ekskl ordinære avskrivninger	1 922 303	2 070 225	2 229 242	2 365 997	2 510 956	2 664 614
Ordinære avskrivninger	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000
Driftskostnader	1 972 303	2 120 225	2 279 242	2 415 997	2 560 956	2 714 614
Driftsresultat	31 961	44 380	58 532	62 042	65 766	69 711
Finansinntekter	22 000	22 000	22 000	22 000	22 000	22 000
Sum inntekter	53 961	66 380	80 532	84 042	87 766	91 711
Skatt (28 %)	15 109	18 586	22 549	23 532	24 574	25 679
Driftsresultat etter skatt	38 852	47 794	57 983	60 510	63 192	66 032
Avskrivninger	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000
Investeringer	50 000	45 000	46 000	47 000	48 000	49 000
Endring i arbeidskapital	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
Kontantoverskudd	36 852	50 794	59 983	61 510	63 192	65 032

Tabell 9.9: Fremtidsregnskap

9.5 Diskontering av kontantoverskudd og verdsettelse

Vi husker fra kapittel 4.3.2 at man finner verdien av et selskap gjennom å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer med avkastningskravet, samt legge til en terminalverdi ved budsjettperiodens slutt. Jeg kommer til å benytte meg av konstant vekst- modellen som terminalverdi. Denne verdien skal vise estimert fremtidig utvikling i kontantoverskuddene, fra år 2013. Målet for pengepolitikken i Norge er en stabil inflasjon nær 2,5 % over tid (www.norges-bank.no). Jeg forventer at Gyldendals drift vil føre til kontantoverskudd som ligger noe over forventet inflasjon, og setter terminalverdien til 3,0 %.

Vi har nå kalkulert kontantoverskuddene til totalkapitalen etter skatt, avkastningskravet til totalkapitalen etter skatt, samt terminalverdien. I følge Boye (1998) kan man da regne ut verdien av totalkapitalen, eksklusiv den likvide beholdningen, med følgende modell:

$$\left(\frac{K_1}{(1+ak)} \right) + \left(\frac{K_2}{(1+ak)^2} \right) + \left(\frac{K_3}{(1+ak)^3} \right) + \left(\frac{K_4}{(1+ak)^4} \right) + \left(\frac{K_5 + \left(\frac{K_6}{(ak - vekst)} \right)}{(1+ak)^5} \right)$$

Hvor:

K_i = Kontantoverskudd år t

ak = Avkastningskrav

vekst = Fremtidig vekst i kontantoverskudd etter år 6 = terminalverdi

De diskonterte kontantoverskuddene blir som følger:

(Tall i 1 000)

År	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Diskonterte kontantoverskudd	34 506	44 531	49 240	47 278	1 277 128	

Tabell 9.10: Diskonterte kontantoverskudd

Basert på modellen over verdsettes Gyldendals total kapital til kr 1 452 683 000. Vi kan videre finne verdien av egenkapitalen ved å legge til den likvide beholdningen ved budsjettperiodens start og trekke fra rentebærende gjeld (Boye, 1998).

I følge 4.kvartalsrapporten for 2007, har konsernet en likvid beholdning på kr 27,7 millioner. Tidligere har jeg beregnet den rentebærende gjelden til kr 510 millioner. Ut fra disse tallene får vi følgende verdi av egenkapitalen:

	Verdi total kapitalen	1 452 683 000
+	Likvid beholdning	27 700 000
-	Rentebærende gjeld	510 000 000
=	Verdi egenkapitalen	970 383 000

Deler vi denne verdien på antall utestående ordinære Gyldendal aksjer, 2 352 240, får vi aksjeverdien:

$$\text{Aksjeverdi} = \frac{970\,383\,000}{2\,352\,240} = 413$$

Dette betyr at aksjen, gitt de forutsetningene og beregningene som er gjort, verdsettes til kr 413.

9.6 Oppsummering av fremtidsregnskapet og verdsettelsen

I dette kapitlet har jeg analysert og beregnet diverse sentrale verdidrivere i forhold til fremtidsregnskapet. Resultatene av dette er presentert i kapittel 9.4, hvor også kontantoverskuddene er lagt frem.

Videre har jeg benyttet avkastningskravet jeg kom frem til i kapittel 8, til å diskontere kontantoverskuddene. Dette gav meg en verdi av total kapitalen på i overkant av kr 1 450 millioner, mens egenkapitalen verdsettes til ca kr 970 millioner. Et av målene ved denne oppgaven var å komme frem til en estimert aksjeverdi på Gyldendal aksjen. Gjennom å dividere egenkapitalverdien på antall aksjer utstett av selskapet, får vi et resultat på kr 413.

10 Sensitivitetsanalyse og alternativ verdsettelse

10.1 Innledning

Jeg avsluttet forrige kapittel med å presisere at den beregnede verdien av Gyldendal aksjen er basert på diverse forutsetninger og beregninger. Jeg vil derfor gjennomføre sensitivitetsanalyser på de faktorene som jeg anser at det er knyttet størst usikkerhet til. I følge Boye (1998) går en slik analyse ut på å endre de usikre faktorene i positiv eller negativ retning, for å se hvordan verdien av selskapet utvikler seg. Faktorene som vil bli gjennomgått i dette kapitlet er avkastningskravet, driftsresultatet og terminalverdi.

I tillegg vil jeg beregne aksjeverdien basert på multiplikatormodellen P/E.

10.2 Sensitivitetsanalyse av avkastningskravet

Avkastningskravet består av flere faktorer som kan være vanskelig å beregne. Det er derfor naturlig å se på hvordan verdien av Gyldendal endrer seg ved bruk av et annet avkastningskrav. I utgangspunktet beregnet jeg kravet til totalkapitalen til 6,8 %. Blant annet på grunn av en lav betaverdi er dette kravet ganske lavt. Et høyere avkastningskrav vil gi følgende verdier av selskapet:

(Verdi- og egenkapitaltall i 1 000)

Avkastningskrav	6,8 %	7,5 %	8,0 %	8,5 %	8,8 %
Verdi	1 452 683	1 223 229	1 098 699	996 832	944 152
% av opprinnelig verdi	100 %	84 %	76 %	69 %	65 %
Verdi egenkapital	970 383	740 928	616 399	514 532	461 852
Aksjepris	413	315	262	219	196

Tabell 10.1: Sensitivitetsanalyse avkastningskrav

Av tabellen ser vi at en økning på 2 % vil medføre en reduksjon i totalverdien på hele 35 %, eller i overkant av en halv million. Med andre ord spiller avkastningskravet en stor rolle i beregningen av selskapsverdien.

10.3 Sensitivitetsanalyse av driftsmargin

Driftsresultatet består av de sentrale størrelsene driftskostnader og driftsinntekter. Ser vi på forholdet mellom driftsinntekter og driftsresultat – driftsmarginen, ligger estimatet på en jevn utvikling på 2,5 % over fremtidsbudsjettet. Beregningen av driftsinntektene kan være noe forsiktede, og jeg er interessert i å se på utviklingen i selskapsverdien med en høyere driftsmargin. Jeg vil også ta med noen eksempler på hva som skjer dersom driftsmarginen blir svakere enn ventet:

(Verdi- og egenkapitaltall i 1 000)

Driftsmargin	1,5 %	2,0 %	3,0 %	3,5 %
Verdi	1 021 516	1 245 507	1 693 500	1 917 497
% av opprinnelig verdi	70 %	86 %	117 %	132 %
Verdi egenkapital	539 216	763 207	1 211 200	1 435 197
Aksjepris	229	324	514	610

Tabell 10.2: Sensitivitetsanalyse driftsmargin

Vi ser at det samme skjer her som med avkastningskravet; små endringer fører til store utslag i verdi og aksjepris. Øker vi estimatet av driftsmarginen med 0,5 %, til 3 % vil beregningen av aksjeprisen stige med kr 100.

10.4 Sensitivitetsanalyse av fremtidig vekst

Terminalverdien har jeg satt til 3 %. Dette kan kanskje være et noe optimistisk syn på fremtiden, og jeg er interessert i å se hvordan verdien endrer seg med en noe svakere terminalverdi:

(Verdi- og egenkapitaltall i 1 000)

Terminalverdi	1,5 %	2,0 %	2,5 %
Verdi	1 104 102	1 196 088	1 309 466
% av opprinnelig verdi	76 %	82 %	90 %
Verdi egenkapital	621 802	713 788	827 166
Aksjepris	264	303	352

Tabell 10.3: Sensitivitetsanalyse terminalverdi

Vi ser at en lavere terminalverdi påvirker aksjeprisen negativt. En reduksjon på 0,5 % vil redusere selskapsverdien med så mye som 10 %.

10.5 Oppsummering sensitivitetsanalyse

En svakhet ved denne sensitivitetsanalysen er at jeg kun endrer en og en faktor. Virkeligheten er sjeldent så enkel, og en økning i for eksempel driftsmarginberegningene, kunne ført til at man også økte kravet til avkastningen. Dermed ville ikke utslagene på selskapsverdien blitt så stor.

Sett bort fra dette er det interessant å se hvor små endringer som skal til for å skape store differanser i total kapitalens verdi, som igjen påvirker anslaget for aksjekursen. På bakgrunn av dette kan man fastslå at en må være forsiktige med å benytte en verdivurdering som eneste incentiv til kjøp eller salg av aksjer og selskaper, spesielt uten å være kritisk til materialet som er lagt til grunn for verdsettelsen.

10.6 Verdsettelse med multiplikatormodell

Som nevnt i kapittel 4.4 skal jeg også vurdere Gyldendal ut fra en alternativ verdsettelsesmodell, for å se om resultatet vil avvike fra den verdien jeg fant ved bruk av kontantstrømbasert verdsettelse. Multiplikatormodellen jeg skal benytte meg av er P/E modellen. Jeg vil i dette kapitlet ikke bruke mye tid på teorien rundt modellen, da dette ble diskutert i kapittel 4, men avgrense meg til og kort definere modellen, samt regne ut verdien av Gyldendal basert på den.

10.6.1 P/E modellen

P/E står for pris / fortjeneste, og viser et gjennomsnittlig forhold mellom børskurs og resultat før ekstraordinære poster minus skattekostnad. Videre kan man finne verdien av en aksje ved å multiplisere fortjeneste per aksje med P/E tallet (Møller, 1989).

Gyldendals fortjeneste per aksje var for 2007 kr 3,84. I følge dagens næringsliv var P/E tallet for Gyldendal aksjen per 31.12.2007 på 20 (www.dn.no). Det gir følgende verdi av aksjen:

$$3,84 \times 20 = 76,8$$

Dette er et fryktelig lavt tall. Jeg velger å beregne verdien av aksjen basert på tall fra 2006, for å se om dette er like lavt:

$$8,75 \times 33 = 288,75$$

Vi ser at dette tallet er betydelig høyere.

P/E på 20 for 2007 betyr at det vil ta 20 år før børskursen er inntjent med dagens inntjening (www.nettopp.biz). Dette er noe høyt, og kan bety at investorene som investerer i Gyldendal opererer med et lavt avkastningskrav ($1/20 = 0,05$). Videre er et resultat per aksje på 3,84 unormalt lavt, og langt under tidligere år resultater. For 2005 er det samme tallet så høyt som 19. Dette forholdet kommenteres også i 4.kvartalsrapporten for 2007, hvor det svake resultatet begrunnes med betydelige investeringer. Styret anser heller ikke resultatet som tilfredsstillende.

Med bakgrunn av dette, samt den store forskjellen mellom aksjeverdiene mellom tall fra henholdsvis 2007 og 2006, kan man anta at P/E modellen er lite egnet for å beregne verdien av Gyldendal.

11 Gyldendal og etikk

11.1 Innledning

”Styret bør klargjøre selskapets verdigrunnlag og i samsvar med dette utforme etiske retningslinjer”.

Gyldendals årsrapport for 2006

Som nevnt i innledningen til denne oppgaven, skal jeg vie fokus til en etikkrelatert underproblemstilling. Gjennom prosessen med å verdsette Gyldendal har jeg gjennomgått mange av selskapets årsrapporter. Felles for dem alle er at det under overskriften ”eierstyring og selskapsledelse” nevnes at selskapet skal drives etter etiske retningslinjer. En annen fellesnevner er at rapportene sier lite eller ingenting om hvilke retningslinjer dette er, hvordan de følges opp, eller hvilken innvirkning de har på selskapets drift.

På bakgrunn av dette har jeg formulert følgende problemstilling:

”Hvilke etiske retningslinjer følger Gyldendal, og hvilken innvirkning kan fokus på etikk ha i forhold til konsernets økonomi”.

Kapitlet starter med en teoretisk del, hvor jeg ser nærmere på definisjonen av etikk og etisk teori. Videre vil jeg gå nærmere inn på problemstillingen og arbeidet med etikk i Gyldendal, før jeg avslutningsvis oppsummerer de svarene arbeidet gav.

11.2 Etikk

Etikk er et stort begrep med mange definisjoner. Falkenberg og Nordenstam (1998:13) definerer etikken som ”..summen av alle våre forestillinger om hva som er rett og feil, prisverdig eller forkastelig, både med hensyn til individer og deres handlinger og med hensyn til organisasjoner og sosiale systemer av ymse slag og deres atferd”. Etikken dreier seg altså om regler og tanker om hva som er rett og galt.

11.2.1 Ethiske modeller

Etikken kan tilnærmes på flere måter. I følge Vaags (2004) kan man dele etikken inn i grunnlagsetikk og områdeetikk. Under grunnlagsetikken finner vi deskriptiv etikk, normativ etikk og metaetikk. Jeg vil videre gå nærmere inn på disse etiske retningene.

11.2.1.1 Deskriptiv etikk

Deskriptiv etikk forsøker å beskrive moral uten å ta stilling til om den er god eller dårlig. Som nevnt innledningsvis handler etikken litt forenklet sagt om å skille mellom rett og galt. Selv om deskriptiv etikk ikke gjør dette skillet, informerer den om eksisterende alternativer som man videre kan vurdere handlinger ut fra (Vaags, 2004).

11.2.1.2 Normativ etikk

Innenfor den normative etikken tar man stilling til om en handling er rett eller gal. Det betyr at normativ etikk i stor grad baserer seg på den deskriptive etikken. Den normative etikken fokuserer i hovedsak på de etiske egenskapene ved en handling og etiske verdier; hvorfor er en handling etisk rett, og hva er etisk godt i seg selv. For å besvare disse spørsmålene er det utformet ulike etiske teorier. Jeg vil komme nærmere inn på noen av disse teoriene i kapittel 11.2.2 (Vaags, 2004).

11.2.1.3 Metaetikk

Metaetikken forsøker å analysere moralske begreper, normer og begrunnelser. Man kan si at metaetikken fokuserer på de forutsetningene som gjøres i innenfor den normative etikken (Vaags, 2004).

11.2.1.4 Områdeetikk

Den delen av etikken hvor de etiske teoriene kommer til anvendelse, kalles områdeetikken. Det er altså her etikken får sin praktiske betydning. I følge Vaags (2004), er det imidlertid ikke dekkende bare å se på områdeetikken som anvendelse av etisk teori. Den normative etikken dekker ikke alle de spørsmål og problemstillinger som finnes i ulike sammenhenger, noe som fører til at områdeetikken trekker veksler på normativ etikk.

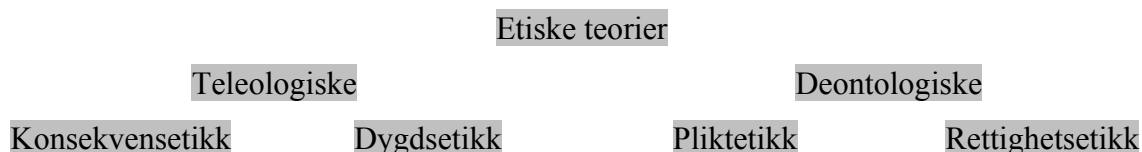
Man kan altså kort oppsummere det slik at den deskriptive etikken ser på den gjeldende moralen som forekommer, mens den normative etikken tar stilling til om handlingen er god

eller dårlig. Metaetikken går bak de spørsmålene som reises av normativ etikk og forsøker å analysere de forutsetningene som ligger til grunn for å kalle en handling for etisk rett eller gal. Områdeetikken kan defineres som den delen hvor de etiske teoriene anvendes.

Videre i kapitlet vil jeg fokusere på den normative etikken, og se nærmere på etiske teorier forbundet med denne.

11.2.2 Etiske teorier

Vi husker fra kapitel 11.2.1.2 at normativ etikk handlet om hva som gjør en etisk handling rett eller gal, og at det var utformet ulike teorier for å besvare på disse spørsmålene. I følge Salvesen og Repstad (2003) befinner de etiske teoriene pliktetikk og konsekvensetikk seg på ytterpunktene når man må foreta et etisk valg. Vaags (2004) derimot deler teoriene inn i teleologiske og deontologiske teorier, hvor pliktetikk og konsekvensetikk følger som undergrupper av disse igjen. Nedenfor skal jeg gjengi Vaags (2004) oversikt over de ulike teoriene, før jeg går nærmere inn på hver enkelt retning.



Figur 11.1: Etiske teorier (Vaags, 2004:85)

11.2.2.1 Teleologiske teorier

Teleologiske teorier kjennetegnes ved at de besvarer spørsmål om en etisk handling er rett eller gal ved å se på handlingens konsekvenser (Falkenberg og Nordenstam, 1998). Man ser altså ikke på handlingen i seg selv, men fokuserer på hva handlingen fører til. I følge Vaags (2004) trekkes det et skille mellom teoriene som fokuserer på nære konsekvenser av handlingen på den ene siden, og de som fokuserer på konsekvensene for et helt samfunn eller liv på den andre. Dette skillet trekkes mellom henholdsvis konsekvensetikk og dygdsetikk.

Konsekvensetikk

Konsekvensetikken sier at en handling er etisk rett i kraft av de konsekvensene som følger handlingen. I denne retningen innenfor etikken analyserer man situasjonen og setter opp en form for kostnads- og nytte analyser, hvor man utreder alternativene av en handling. Den

handlingen som kommer best ut i forhold til alle berørte parter, er den konsekvensetisk rette (Salvesen og Repstad, 2003).

Utilitarismen er en av de største retningene innenfor konsekvensetikken. John Stuart Mill og Jeremy Bentham er to klassiske representanter for denne måten å tenke på. Det sentrale innenfor utilitarismen er i følge Vaags (2004), å maksimere det gode for flest mulig. På bakgrunn av dette utarbeidet Bentham ”nytteprinsippet”; en metode for å avgjøre hvilket handlingsalternativ som er det beste. Denne metoden går blant annet ut på å lage en liste over mulige alternativer, for så å avgjøre konsekvensen av disse basert på faktorer som intensitet, varighet, sikkerhet, osv. Det handlingsalternativet som kommer ut med den høyeste verdien er det beste (Salvesen og Repstad, 2003).

Mill går et skritt videre og hevder at lykke ikke bare er et gode, men *det gode*. Altså er lykke det endelige målet for alle våre ønsker, og alt annet som betyr noe, gjør det på grunn av at det fører til lykke (Vaags, 2004).

Dygdsetikk

Dygdsetikk kjennetegnes av at man fokuserer på det gode liv eller det gode samfunn. De etiske egenskapene ved en handling avhenger altså av hvorvidt den føyer seg inn i det gode liv eller samfunn. For å kunne realisere disse kravene, er man avhengige av å kunne utvise visse dygder, for eksempel visdom eller måtehold (Vaags, 2004).

Mange av de klassiske greske filosofene var dygdsetikere. En av disse er Aristoteles, som mente at det gode for mennesker er lykke. For å oppnå lykke må mennesket realisere flere spesifikke dygder, slik at det oppnår sin form fullt ut. Disse dygdene deler Aristoteles opp i intellektuelle dygder, som klokskap, på den ene siden, og moralske dygder, som å være rettferdig og ærlig på den andre siden (Vaags, 2004).

Vi kan kort oppsummere med at både konsekvensetikken og dygdsetikken ser på det etiske ved en handling gjennom konsekvensene av den. Forskjellen ligger i at mens konsekvensetikken ser på konsekvensene på kort sikt, fokuserer dygdsetikken på konsekvensene for livet eller samfunnet som helhet.

11.2.2.2 Deontologiske teorier

Deontologiske teorier er den andre hovedtypen av etiske teorier. I motsetning til teleologiske teorier, som knytter etikken opp mot konsekvenser av en handling, knytter de deontologiske teoriene etiske egenskaper til en moralsk plikt eller rettighet. Sagt på en annen måte konsentrerer deontologiske teorier oppmerksomheten rundt feltet før handlingsvalget foretas (Salvesen og Repstad, 2003)

Man kan dele disse teoriene inn i to undergrupper: pliktetiske teorier og rettighetsetiske teorier (Vaags, 2004).

Pliktetikk

Klare oppfatninger av hva som er rett og galt kjennetegner pliktetikken. Disse oppfatningene er ferdig formet før en konkret handlingssituasjon oppstår. Med andre ord kan man si at pliktetikken opererer med absolutte rette og gale svar, uansett situasjon (Salvesen og Repstad, 2003). Pliktetikken hevder at en handling er etisk påbudt eller forbudt gjennom visse plikter, som igjen uttrykkes gjennom normer. Et eksempel på dette kan være at det er etisk riktig å holde et løfte (Vaags, 2004).

Immanuel Kant er en av de mest betydningsfulle filosofene innenfor pliktetikken. Han formulerte følgende grunnprinsipp: Handle bare etter den maksime som du samtidig mener kan bli en allmenn lov. Med maksime menes her en allmenn handlingsregel. Kant mener at etikken ikke kan avgjøres av følelser, men at fornuften må utgjøre grunnlaget, fordi fornuften gjør oss i stand til å skille mellom etisk rett og galt (Falkenberg og Nordenstam, 1998).

Rettighetsetikk

Rettighetsetikken vurderer en handlings etiske egenskap ut fra visse rettigheter alle mennesker har, og som andre har plikt til å anerkjenne og ivareta. Et mye brukt eksempel på denne type etikk er FNs menneskerettighetserklæring (Vaags, 2004).

Tradisjonelt skiller man mellom legale rettigheter; samfunnets myndighet til å legalisere rettigheter, og menneskerettigheter; rettigheter mennesker har eller burde ha i kraft av å være menneske. Menneskerettighetene kan deles inn i sivile, politiske, økonomiske og sosiale, og kulturelle menneskerettigheter. Kort fortalt kan man si at rettighetsetikkens grunntanke er likhet for alle mennesker, uansett samfunnsmessig eller politisk tilhørighet (Vaags, 2004).

11.2.2.3 Oppsummering etiske teorier

Kort oppsummert kan man si at de etiske teoriene teleologi og deontologi skiller seg fra hverandre ved at den førstnevnte konsentrerer seg om konsekvensene av en handling når den vurderer dens etiske egenskaper, mens den siste ser på situasjonen i forkant av handlingen. Konsekvensene teleologien er opptatt av kan være både på kort sikt og for hele samfunn og livsløp. Deontologiens grunnlag ligger i de plikter og rettigheter mennesker og samfunn har og burde ha (Falkenberg og Nordenstam, 1998).

11.3 Gyldendal og etikk

Etter at jeg nå har presentert grunnleggende etisk teori, vil jeg gå nærmere inn på hvordan Gyldendal forholder seg til etikken. Som nevnt i innledningen har selskapet utviklet etiske retningslinjer, og oppgavens underproblemstilling er altså som følger:

”Hvilke etiske retningslinjer følger Gyldendal, og hvilken innvirkning kan fokus på etikk ha i forhold til selskapets økonomi”.

Analysen baserer seg på intervjuer gjennomført på e-post med visekonsernsjef i Gyldendal Jon Østbø, samt dokumentet ”kjøreregler for tillitskapende holdning”, som inneholder de selskapets etiske retningslinjer.

11.3.1 De etiske retningslinjene

Gyldendals etiske retningslinjer er utformet i et dokument kalt ”kjøreregler for tillitskapende handling”. I følge visekonsernsjef Østbø gjelder dette dokumentet for alle datterselskapene og de samarbeidende selskapene i konsernet. Dette dokumentet er delt opp i eksterne og interne forhold. Under vil jeg kort gjennomgå de etiske retningslinjene vi finner i dokumentet. Hele dokumentet finnes i appendiks B. Når jeg videre i kapitlet bruker benevnelsen konsern, henviser jeg til alle enkeltelskapene i Gyldendalkonsernet.

Eksterne forhold

- Respekt og fortrolighet
 - De som kontakter et selskap i konsernet skal oppleve å bli behandlet med respekt, fortrolighet og faglig dyktighet. Det er medarbeidernes ansvar å sørge for at dette skjer, enten gjennom og selv gi denne behandlingen eller sørge for at de rette ressursene i konsernet blir tatt i bruk.
 - Bokbransjen er spesiell ved at den får tilgang til personlig og sensitivt materiale. Dette medfører en plikt til å opptre fortrolig og varsomt.

- Gaver og tjenester
 - Medarbeiderne i konsernet skal ikke ta i mot gaver eller lignende som kan sette en i et avhengighetsforhold. Alle har et ansvar for å opptre slik at de gaver og invitasjoner en får, ikke setter tilliten til uavhengighet i fare.
 - Konsernet skal heller ikke tilby gaver eller lignende til andre, som kan sette dem i et avhengighetsforhold til Gyldendal.

- Forhold til familie og forbindelser
 - Medarbeiderne i konsernet skal på arbeidsplassen ikke opprette, eller ha ansvaret for, forhold til personer eller leverandører som man er i familie med, eller har andre nære personlige eller økonomiske relasjoner til.
 - I tvilstilfeller skal saken klargjøres med nærmeste overordnede.

De etiske retningslinjene som gjelder for eksterne forhold legger mye av ansvaret over til medarbeiderne, og deres egenskaper. Dette kan minne om dygdsetikk. Både intellektuelle og moralske dygder vektlegges, for eksempel respekt og varsomhet.

Interne forhold

- Respekt og fortrolighet
 - Bedriftskulturen i konsernet skal preges av trygghet og åpenhet. For å oppnå dette skal medarbeidere behandles med respekt, og interne forhold med fortrolighet, mens konflikter skal behandles med diskresjon.

- Ledelse og personlige forhold
 - Ledelse skal utøves på grunnlag av saklige og faglige vurderinger. Nære familieforhold eller vesentlige økonomiske relasjoner skal ikke finnes mellom ledere og medarbeidere i samme linje, eller mellom personer i samme ledergruppe.

- Arbeidsoppdrag til andre medarbeidere
 - Som hovedregel bør medarbeidere ikke engasjere andre ansatte til oppdrag utenom den enkeltes faste jobb. Slike oppdrag kan vanskeliggjøre en kritisk og uavhengig vurdering av det arbeid som utføres.
 - Unntak kan gjøres dersom en medarbeider innehar en spesiell kompetanse som er nødvendig for gjennomføringen av oppdraget. Dette skal avklares med egen leder i forkant av en eventuell intern engasjering.

- Arbeid for alle
 - Medarbeidere i konsernet skal ikke påta seg oppdrag for konkurrerende bedrifter, eller for andre virksomheter på områder som hører inn under vedkommendes arbeidsområde i konsernet.
 - Konsernet er en kunnskaps- og kompetansebedrift, hvor utvikling av disse egenskapene er en viktig investering. Dette bør behandles deretter og avspeiles i regelen ovenfor.

- Forhold som gjelder egen arbeidssituasjon
 - Dersom en av konsernets ansatte deltar på reiser eller andre arrangement som representant for selskapet, skal vedkommende legge vekt på å opptre og utføre oppdragene på en tillitsvekkende og profesjonell måte. Dette for å hindre at aktiviteten blir sett på som en personlig gode av andre.

- Varsling
 - Blir ansatte i konsernet kjent med klart kritikkverdige forhold i virksomheten, skal dette varsles om.
 - Som hovedregel tas slike forhold opp med overordnede, personalavdeling eller selskapets ledelse. Gjør sakens natur dette vanskelig, skal det varsles til styreformann eller selskapets revisor.

- Arbeidsmiljøloven skal verne den som varsler mot negative reaksjoner fra selskapet.

Igjen ser vi klare likhetstrekk mellom de etiske retningslinjene og dygdsetikken. Punktene inneholder krav til egenskaper medarbeiderne må inneha og utvise. Jeg vil komme nærmere tilbake til hvilken etisk teori Gyldendal følger under oppsummeringen senere i kapitlet.

11.3.2 Oppfølging og fornying

Det er ikke nok bare å ha et dokument som sier at man skal opptre etisk, dersom man ikke kontrollerer at retningslinjene blir fulgt. Et spørsmål jeg tok opp med Østbø var derfor hvordan det etiske dokumentet blir formidlet til medarbeiderne, samt hvordan det kontrolleres at retningslinjene overholdes, og hvordan eventuelle brudd behandles.

Ved ansettelse i Gyldendal blir man gjort kjent med de etiske retningslinjene, forteller Østbø. Disse ligger også ute for alle på intranettet i de ulike selskapene. Selskapet vurderer hvordan eventuelle regelbrudd skal behandles fra situasjon til situasjon, og har ingen overordnede rutiner på dette. I tillegg påpeker Østbø at de fleste mulige avvik fra retningslinjene blir avverget ved at uklare spørsmål drøftes på et tidlig stadium.

I følge Østbø rapporterer ledelsen i konsernselskapene en gang i året til konsernledelsen om hvorvidt reglene er kjent blant de ansatte og om eventuelle brudd på dem. Konsernledelsen rapporterer så videre til styret i morselskapet Gyldendal ASA. På spørsmål om endringer i de etiske retningslinjene er svaret at de endres i takt med endringer i omgivelsene eller internt. Den siste endringen skjedde i 2007, da punktet om varsling ble tatt med i regelverket.

11.3.3 Etikk og økonomi

Man kan tenke seg at enkelte bedrifter velger å opptre og fremstå som etisk, med den ideen at det vil være det mest økonomisk lønnsomme for selskapet. Derfor spurte jeg Østbø i hvilken grad Gyldendals etiske retningslinjer var påvirket av tanken på økonomi kontra samfunn, og i hvilke grad etikken har påvirket økonomien.

Gyldendal ser på det som økonomisk fornuftig å ha et etisk regelverk, samtidig som Østbø påpeker at de etiske retningslinjene og økonomien ikke påvirker hverandre. Videre sier han at

selskapet ikke driver noen form for markedsføring av seg selv som et etisk selskap, og trolig ikke kommer til å gjøre dette i fremtiden heller.

Selv om selskapet mener det er økonomisk fornuftig å ha dette etiske regelverket, kan man tolke uavhengigheten mellom økonomi og etikk som at konsernetikken er laget med samfunnet for øye, og ikke med en økonomisk baktanke

11.4 Oppsummering

Kapitlet startet med en definisjon av etikk, og en kort gjennomgang av etiske modeller og etisk teori. Videre så jeg nærmere på Gyldendals etikk, og da spesielt de etiske retningslinjene selskapet har streket opp i dokumentet ”kjøreregler for tillitskapende handling”.

Basert på den informasjonen visekonsernsjef Jon Østbø gav, kom jeg frem til at Gyldendals etikk satte strenge krav til visse egenskaper, eller dygder, ved den enkelte medarbeider. Dette kan tyde på at etikken i selskapet kan grupperes under den etiske teorien dygdsetikk. I følge Vaags (2004), kjennetegnes denne teorien blant annet av at den henviser til det gode samfunn. Gyldendals etiske retningslinjer kan sies å være utarbeidet slik at de skal skape et godt og rettferdig økonomisk samfunn, noe som støtter opp under kategorisering av etikken som dygdsetikk.

Videre viste intervjuet at Gyldendals etikk og økonomi ikke påvirket hverandre utover det som må anses som rimelig og uunngåelig. Altså er ikke selskapets etikk preget av økonomiske baktanker.

Jeg mener at jeg gjennom kapitlet har fått tilfredsstillende svar på problemstillingens spørsmål angående de etiske retningslinjene, og deres innvirkning på selskapets økonomi.

12 Avslutning

12.1 Innledning

Utgangspunktet for oppgaven var å komme frem til et fornuftig verdiesestimert for konsernet Gyldendal, gjennom å bruke verdsettelsesmodellen kontantstrøm til total kapital. I tillegg viet jeg plass til en etikkrelatert underproblemstilling, hvor konsernets etiske retningslinjer ble presentert og satt i sammenheng med etisk teori.

12.2 Hovedproblemstilling

Basert på strategiske analyser og regnskapsanalyser, beregnet jeg fremtidige kontantstrømmer frem til 2013 for selskapet. Gjennom å diskontere kontantstrømmene til total kapital, kom jeg frem til at verdien av Gyldendals total kapital er kr 1 452 683 000. Legger vi til den likvide beholdningen og trekker fra rentebærende gjeld, får vi en estimert verdi av egenkapitalen på kr 970 383 000.

Siden Gyldendal er notert på Oslo Børs, vurderte jeg denne verdien opp mot den reelle aksjekursen. Gjennom å dividere den beregnede verdien av egenkapitalen, kr 970 383 000, med antall aksjer, 2 352 240, får vi en estimert aksjekurs på kr 413. Den 02. mai 2008 var den virkelige aksjekursen på kr 425 (www.oslobors.no). Dette gir en differanse på kr 12. Gjennom oppgaven har jeg fulgt kursutviklingen for Gyldendalaksjen, og funnet at den har holdt seg på rundt kr 400. Av dette kan man kanskje si at den kontantstrømbaserte verdsettelsesmodellen egner seg godt til å verdivurdere selskaper, eventuelt at aksjen er fornuftig priset i forhold til fremtidige kontantstrømmer.

Med dette i tankene gjennomførte jeg også sensitivitetsanalyser på noen sentrale faktorer i verdsettelsesmodellen. Blant annet avkastningskravet og driftsmarginene ble endret, for å se hvilket utslag det gav på selskapsverdien. Resultatet viste at en marginal endring i de ulike parametrene betydde store endringer i Gyldendals verdi. Gjennom å benytte P/E modellen fikk jeg et anslag på aksjekursen på ca kr 77 – over 5 ganger så lavt som den verdien kontantstrøm til total kapital gav.

De resultatene sensitivitetsanalysen og verdsettelsen med P/E modellen avslørte, understreker at verdsettelse ikke er noen eksakt vitenskap (Kinserdal, 2005).

12.3 Underproblemstilling

Den etiske problemstillingen dreide seg om å finne ut hvilke etiske retningslinjer Gyldendal hadde, og om disse hadde noen innvirkning på selskapets økonomi. Grunnlaget for å svare på dette fikk jeg gjennom å intervju visekonsernsjef i Gyldendal Jon Østbø.

Basert på de svarene Østbø gav kom jeg frem til at Gyldendals etikk kunne kategoriseres som dygdsetikk, samt at etikken og økonomien ikke påvirket hverandre i nevneverdig grad.

12.4 Avsluttende kommentar

Arbeidet med oppgaven har vært slitsomt og tidkrevende, men fremfor alt lærerikt og utfordrende. Gjennom å opptre som en ekstern investor har jeg vært nødt til å forholde meg til offentlig informasjon, noe som til tider har gjort arbeidet med å finne og bearbeide informasjon krevende. Oppgaven har etter hvert kommet opp i et sidetall langt over det som ble lagt som krav for denne type arbeid. Men i stedet for å fokusere på å holde meg innenfor et visst antall sider, har jeg heller forsøkt å få oppgaven til å fremstå som ryddig og oversiktlig, slik at den skal være grei å lese og orientere seg i.

Til slutt vil jeg påpeke at siden verdsettelsen er gjennomført over flere måneder, kan ulike forhold ha endret seg siden jeg vurderte dem. Denne oppgaven må på ingen måte ses på som en oppfordring til kjøp eller salg av Gyldendalaksjen.

Litteraturliste

Bøker

Barney, J. (2002) *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*, 2. utgave, Prentice Hall, New Jersey

Boye, K. (1998) *Verdsettelse*, 1. utgave, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo

Boye, K., Dahl, G.A. (1997) *Verdsettelsesmodeller*. Eget kapitel i boken: Dahl, G., Hansen, T., Hoff, R., Kinserdal, A. (1997) *Verdsettelse i teori og praksis*, 1. utgave, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo, s. 3-37

Boye, K., Koekebakker, S. (2006) *Finansielle emner*, 14. utgave, Cappelens Forlag AS, Oslo

Boye, K., Meyer C. B. (2000) *Fusjoner og oppkjøp*, 1. utgave, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo

Bredesen, I. (2001) *Investering og finansiering*, 2. utgave, Gyldendal Norsk Forlag AS, Oslo

Dahl, G., Hansen, T., Hoff, R., Kinserdal, A. (1997) *Verdsettelse i teori og praksis*, 1. utgave, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo

Eklund, T., Knutsen, K. (2003) *Regnskapsanalyse med årsoppgjør*, 7. utgave, Gyldendal Akademisk AS, Oslo

Falkenberg, A., W., Nordenstam, T. (1998) *Etikk i næringslivet*, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo

Gjesdal, F., Johnsen, T. (1999), *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*, 1. utgave, Cappelen Akademisk forlag, Oslo

Hill, C., Jones, G., (2007), *Strategic Management Theory*, 7. utgave, Houghton Mifflin Company, Boston, New York

- Holme, I. M., Solvang, B. K. (1996) *Metodevalg og Metodebruk*, 3. utgave, Tano AS, Otta
- Jacobsen, D, I. (2005) *Hvordan gjennomføre undersøkelser*, 2. utgave, Høyskoleforlaget AS, Kristiansand
- Johannessen, A., Kristoffersen, L., Tufte, P. A. (2004) *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag*, 2. utgave, Abstrakt forlag, Oslo
- Johnsen, T. (1997) *Avkastningskrav*. Eget kapitel i boken: Dahl, G., Hansen, T., Hoff, R., Kinserdal, A. (1997) *Verdsettelse i teori og praksis*, 1. utgave, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo, s. 39-73
- Kinserdal, A. (2005) *Finansiell rapportering og analyse*, 13. utgave, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo
- Kinserdal, A. (2005) *Finansregnskap med analyse*, 13. utgave, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo
- Møller, B. (1989) *Bedriftsverdsettelse*, 1. utgave, Ad Notam Forlag AS, Oslo
- Roos, G., von Krogh, G., Roos, J. (2002) *Innføring i Strategi*, 3. utgave, Fagbokforlaget AS, Bergen
- Salvesen, P. L., Repstad, K. (2003) *Jobbe med etikk*, 1. utgave, Det Norske Samlaget, Oslo
- Selnes, F. (1999) *Markedsundersøkelser*, 4. utgave, Tano Aschehoug, Otta
- Thoresen, O. (2006) *Verdsettelse av aksjer*, 1. utgave, Hegnar Media, Oslo
- Tellefsen, J. T., Langli, J. C. (2005) *Årsregnskapet*, 8. utgave, Gyldendal Norsk Forlag AS, Oslo
- Vaags, R.. H. (2004) *Etikk*, 2. utgave, Fagbokforlaget AS, Bergen

Internetsider- og artikler

Arks hjemmeside. ”Om ark”. Nedlastet 18.mars 2008 fra <http://www.ark.no/om/>

Aschehougs hjemmeside. ”Selskapsstruktur”. Nedlastet 20.februar 2008 fra <http://www.aschehoug.no/?marketplaceId=100&languageId=1&siteNodeId=666022>

Bokhandlerforeningens hjemmeside. Kontinuerlig nedlastet gjennom hele oppgaveskrivningen for oppdatert informasjon fra www.bokhandlerforeningen.no.

Cappelen Damms hjemmeside. ”Om forlaget”. Nedlastet 26. mars 2008 fra <http://www.cappelendam.no/main/katalog.aspx?f=1051>

Dagens Næringsliv. Estimer i forhold til Gyldendalaksjen. Nedlastet 17.april 2008 fra http://www.dn.no/finans/portal/estimates?newt__category=estimates&newt__ticker=GYL&newt__context=oslo

Forretningsbibliotek på nett. Nedlastet 17.april 2008 fra <http://www.nettopp.biz/nettopp/login?marketplaceId=1&languageId=1&&mainFrameURL=http%3A//www.nettopp.biz/nettopp/search2tester%3FlimitContentTypesArray%3Dterm%26method%3DdoGeneralSearch%26searchText%3Dverdivurdering>

Forleggerforeningens hjemmeside. Kontinuerlig nedlastet gjennom hele oppgaveskrivningen for oppdatert informasjon fra www.forleggerforeningen.no.

Gjedrem, S. ”Gjennomføringen av pengepolitikken”. Nedlastet 19.februar 2008 fra http://www.norges-bank.no/Pages/Article___18097.aspx

Gyldendals hjemmeside. Kontinuerlig nedlastet gjennom hele oppgaveskrivningen for oppdatert informasjon fra www.gyldendalasa.no.

Gyldendal Norsk Forlags hjemmeside. Kontinuerlig nedlastet gjennom hele oppgaveskrivningen for oppdatert informasjon fra www.gyldendal.no

Klassekampen. ”Trange tiden for trykkeriene”. Nedlastet 22.februar 2008 fra
http://www.klassekampen.no/49999/mod_article/item/null

Norges Banks hjemmeside. ”Nøkkeltallsanalyse av Oslo Børs”. Nedlastet 09.april 2008 fra
<http://www.norges-bank.no/Upload/62686/Nøkkeltallsanalyse.pdf>

Norges Banks hjemmeside. ”Pengepolitisk rapport”. Nedlastet 18.april 2008 fra
http://www.norges-bank.no/Pages/Article____12123.aspx

Norges Banks hjemmeside. ”Statsobligasjoner”. Nedlastet 02.april 2008 fra
http://www.norges-bank.no/Pages/Article____55496.aspx

Samarbeidsutvalget for bibliotekstatistikk. ”Statistikk for boksalg 2007”. Nedlastet 20.februar 2008 fra <http://samstat.wordpress.com/2008/01/24/statistikk-for-boksalg-2007/>

Stakkestad, B. ”Lavere BNP-vekst i 2008/2009”. Nedlastet 19. februar 2008 fra
<http://www.eu-norge.org/Politikkomrader/Okonomi/Rapporter/finansrapport+november+07.htm>

Statistisk sentralbyrå ”Den sterke veksten i norsk økonomi fortsetter”. Nedlastet 19. februar 2008 fra <http://www.ssb.no/vis/emner/09/01/knr/main.html>

Appendiks A

Intervjuskjema

Skjema sendt til visekonsernsjef i Gyldendal Jon Østbø i forbindelse med den etikkrelaterte underproblemstillingen.

Først vil jeg takke for at du tar deg tid til å besvare disse spørsmålene. Hvis noe er uklart er det bare å sende meg en e-post. Dersom du ønsker du at denne undersøkelsen skal være konfidensiell så kan det ordnes.

Som sagt så stiller jeg disse spørsmålene i sammenheng med at et av kravene til bacheloroppgaven ved HHB, er at den skal inneholde en etikkrelatert underproblemstilling. I den forbindelse har jeg valgt å se nærmere på Gyldendals etiske retningslinjer.

1. Under overskriften "Eierstyring og selskapsledelse" i årsrapporten for 2006 skriver dere at styret skal utforme etiske retningslinjer i samsvar med selskapets verdigrunnlag". Disse retningslinjene skal være utformet i et dokument kalt "Kjøreregler for tillitskapende handling". Er det mulig å få tilsendt dette dokumentet?
2. Hvordan følges de etiske retningslinjene opp, altså hvordan kontrollerer ledelsen at etikken Gyldendal skal følge blir overholdt?
3. I hvilken grad fornyes og revideres disse retningslinjene sett i forhold til endinger i samfunnet generelt og konsernet spesielt?
4. Enkelte bedrifter velger å være etiske med den ideen at det er det mest økonomiske. I hvilken grad er Gyldendals etiske retningslinjer påvirket av tanken på økonomi kontra samfunn?

5. Et selskap kan drive så etisk riktig det bare vil, tjener det ikke penger går det konkurs. Har Gyldendals etikk påvirket selskapets økonomiske situasjon? Dersom den har det; i hvilken retning og grad?
6. Driver konsernet noen form for markedsføring av seg selv som et etisk selskap, eventuelt kan dette skje i fremtiden?

Dersom det er noe du mener jeg burde ha med i forbindelse med dette arbeidet, skal du bare ta det med.

Senere sendte oppfølgingsspørsmål:

7. Har selskapet noen form for "bruksanvisning" for hvordan brudd på etikken skal behandles, eller vurderes det ut fra situasjonen?
8. Hvilke tiltak har selskapet for å sikre at de ansatte kjenner til de etiske retningslinjene?

Appendiks B

De etiske retningslinjene i Gyldendal.

De etiske retningslinjene i Gyldendal, tilsendt av visekonsernsjef Jon Østbø.

Kjøreregler for tillitskapende samhandling

A Eksterne forhold

1 Respekt og fortrolighet

Alle som har kontakt med GNF har krav på å bli behandlet med faglig dyktighet, respekt og fortrolighet. Medarbeidere i GNF har ansvaret for at de henvendelser de får eller de eksterne kontakter de har, får en tillitskapende behandling. Hvis medarbeideren selv ikke kan gi den beste behandlingen, skal medarbeideren sørge for at andre ressurser i konsernet blir tatt i bruk.

Alle har ansvar for at eksterne forhold, private eller forretningsmessige, som de får kjennskap til gjennom arbeidet, blir behandlet fortrolig.

Forlagsvirksomhet er en spesiell virksomhet gjennom at vi også får tilgang til arbeide og materiale som kan være svært personlig eller sensitivt for de som kommer til oss. Ofte kan det være vanskelig, selv for erfarne forlagsfolk, å vurdere omfanget og betydningen av den åpenheten som enkeltpersoner viser oss. Dette pålegger oss en plikt til ekstra varsomhet.

2 Gaver og tjenester

Ingen medarbeidere i GNF skal ta i mot gaver eller tjenester som kan sette en i et avhengighetsforhold til eksterne kontakter, eller opptre slik at andre kan tro man kommer i et slikt forhold.

Vi skal heller ikke gjøre noe som setter forbindelser i tilsvarende forhold til oss.

Det betyr at vi skal være på vakt mot gaver og lignende som går ut over det som er vanlige og utbredte hilsener, for eksempel til jul. Større gaver skal vi si nei til. Vi skal ikke la

leverandører eller andre betale reiser, opphold eller lignende for oss. Det betyr at vi selvsagt skal la oss invitere ut av forbindelser, men det påhviler alle et ansvar for at dette ikke får en form som kan sette tilliten til vår, eller den enkeltes, uavhengighet i fare.

3 *Forhold til familie og forbindelser*

Ingen medarbeidere i GNF skal på arbeidsplassens vegne opprette eller ha ansvaret for forhold til personer eller leverandører som man er i familie med, eller har andre nære personlige eller økonomiske relasjoner til.

I tvilstilfelle skal saken alltid klareres med nærmeste overordnede.

B Interne forhold

1 *Respekt og fortrolighet*

Kolleger skal behandles med respekt, og interne forhold skal behandles med fortrolighet.

En bedriftskultur preget av trygghet og åpenhet forutsetter at personlige og arbeidsmessige forhold for den enkelte, konflikter mellom medarbeidere eller konsernets forretningsmessige forhold behandles med diskresjon og som bedriftsinterne forhold.

2 *Ledelse og personlige forhold*

Alle medarbeidere skal kunne føle seg trygge på at ledelse utøves på grunnlag av saklige og faglige vurderinger.

Ledere med linjeansvar skal ikke ha medarbeidere i sin linje som man har nære familieforhold eller vesentlige økonomiske relasjoner til. Det samme gjelder mellom medlemmer av samme ledergruppe.

3 *Arbeidsoppdrag til andre medarbeidere i GNF*

Medarbeidere bør som hovedregel ikke engasjere andre ansatte i GNF til oppdrag utenom den enkeltes faste jobb. Slike interne oppdrag kan gjøre det vanskeligere å være kritisk og uavhengig i vurderingen av arbeidet som utføres.

I tilfeller der en medarbeider sitter på en spesiell kompetanse som er nødvendig for å få utført en oppgave på en tilfredsstillende måte, kan vedkommende allikevel engasjeres. I slike tilfeller skal den som ønsker å engasjere en kollega avklare dette med egen leder og lederen til den som skal utføre oppgaven.

4 *Arbeid for andre*

Medarbeidere i GNF skal ikke påta seg oppdrag og engasjement for konkurrerende virksomhet. De bør som hovedregel heller ikke påta seg oppdrag for andre virksomheter på områder som hører inn under vedkommendes arbeidsområde i GNF. I tvilstilfelle skal saken alltid klareres med nærmeste overordnede.

Eventuelle oppdrag eller oppgaver for andre må ikke skje i et slikt omfang at det går ut over medarbeiderens jobb i GNF.

Når medarbeidere i GNF normalt ikke bør arbeide for andre på sitt eget fagområde, avspeiler det de spesielle forholdene i kunnskaps- og kompetansebedrifter. Utvikling av medarbeidernes kunnskap og kompetanse er en viktig del av bedriftens investeringer og bør behandles deretter.

5 *Forhold som gjelder egen arbeidssituasjon*

Medarbeidere som deltar på reiser, arrangement og i representasjon på GNFs vegne, bør legge særlig vekt på at oppdragene utføres tillitvekkende og profesjonelt. Slike aktiviteter kan av andre oppfattes som personlige goder, og bør derfor utføres på måter som ikke kan bidra til å skape mistanke om at hensynet til personlige ønsker veier tyngre enn hensynet til GNFs behov.

6 *Varsling*

GNF ønsker at klart kritikkverdige forhold i virksomheten som den enkelte blir kjent med, skal varsles. Dette kan gjelde økonomiske eller kriminelle forhold, klare brudd på interne regler eller allmenne etiske regler, eller forhold som gjelder farlig arbeid, trakassering, diskriminering m.m.

Som hovedregel skal slike forhold tas opp med overordnede, personalavdeling eller selskapets ledelse. Hvis saken gjør dette vanskelig, skal varsling rettes til styreformann eller selskapets revisor.

En medarbeider som varsler kritikkverdige forhold på en forsvarlig måte, har etter arbeidsmiljøloven et sterkt vern mot negative reaksjoner fra selskapet.

Appendiks C

E-post korrespondanse

E-post fra Haakon Buer på Børsprosjektet NHH, hvor formålet var å skaffe betaverdien for Gyldendal.

Det viste seg at vi ikke har oppdaterte kurser for betaverdien og kursperioden ble derfor ikke lengre enn til 31.10.2005

Indeks: OSEBX

Beta-estimat: 0,23

Standardfeil til estimat: 0,28

T-verdi: 0,80

Forklaringsgrad: 4,12%

Antall observasjoner: 17 (månedlige)

Kursperiode: 30.12.2003 – 31.10.2005

E-post fra Finansdirektør i Gyldendal Tor Brauti, hvor formålet var å finne den rentebærende gjelden for konsernet Gyldendal.

Per 31.12.2007 var den rentebærende gjelden 393 MNOK. Dette gjelder samlet for morselskapet – Gyldendal ASA og datterselskapene (Gyldendal Norsk Forlag og Ark Bokhandel), men ikke andeler fra felleskontrollerte virksomheter eller tilknyttede selskaper. Av de felleskontrollerte er det kun Forlagssentralen som har rentebærende gjeld, som er på 234 mnok ved årsskiftet. Gyldendal har en eierandel på 50%.

Appendiks D

Resultatregnskap for Gyldendal, hentet fra årsrapporten for 2006, den senest publiserte årsrapporten under oppgavearbeidet.

	Konsernet (Beløp i 1000 kr)		
	2006	2005	2004
Salgsinntekter	1 632 606	1 475 769	1 425 315
Andre driftsinntekter	17 110	58 960	77 118
Driftsinntekter	1 649 716	1 514 729	1 502 433
Varekostnader	755 962	653 203	599 171
Lønnskostnader	414 127	376 775	367 618
Ordinære avskrivninger	44 468	44 090	48 576
Andre driftskostnader	404 306	381 071	379 715
Driftskostnader	1 618 863	1 455 139	1 395 080
Driftsresultat	30 853	59 590	107 353
Inntekt fra investering i datterselskaper			
Inntekt fra investering i tilknyttede selskaper	1 312	1 433	1 205
Renteinntekter	12 600	8 025	10 556
Andre finansinntekter	5 610	4 115	3 535
Verdiendring markedsbaserte verdipapirer	5 096	5 268	1 655
Rentekostnader	26 482	15 070	19 395
Andre finanskostnader	2 883	1 311	3 266
Netto finansposter	-4 747	2 460	-5 710
Resultat før skattekostnad	26 106	62 050	101 643
Skattekostnad	5 521	17 428	22 182
Årets resultat	20 585	44 622	79 461
Fortjeneste per aksje:			
Ordinært	8,75	18,97	33,78
Utvannet	8,75	18,97	33,78

Balanse for Gyldendal, hentet fra årsrapporten for 2006, den senest publiserte årsrapporten under oppgavearbeidet.

	Konsernet (Beløp i 1000 kr)	
	31.12.06	31.12.05
Eiendeler		
Immaterielle eiendeler	104 719	117 456
Goodwill	123 385	123 385
Utsatt skattefordel	0	0
Immaterielle eiendeler	228 104	240 841
Bygninger og tomter	107 088	31 650
Inventar og driftsmidler	159 517	121 670
Varige driftsmidler	266 605	153 300
Aksjer i datterselskap	0	0
Andeler i tilknyttede selskaper	2 709	2 647
Aksjer i andre selskaper	860	860
Pensjonsmidler	10 512	10 529
Andel anleggsmidler i felles kontrollerte virksomheter	189 114	120 366
Langsiktige fordringer	3 084	5 198
Finanstelle anleggsmidler	206 079	139 400
Anleggsmidler	700 788	533 541
Varer	335 327	293 702
Kundefordringer	122 543	49 242
Andre fordringer	74 630	99 781
Fordringer	197 173	149 023
Markedsbaserte aksjer	32 681	29 966
Markedsbaserte grunnfondsbevis	0	2 074
Andel omløpsmidler i felles kontrollerte virksomheter	264 095	278 902
Investeringer	296 776	310 942
Bankinnskudd, kontanter og lignende	20 438	19 756
Omløpsmidler	849 714	773 423
Eiendeler	1 550 502	1 306 964

	Konsernet (Beløp i 1000 kr)	
	31.12.06	31.12.05
Egenkapital og gjeld		
Aksjekapital (2 552 240 a kr 10)	25 522	25 522
Egne aksjer	-469	-488
Overkursfond	137 720	137 720
Innskutt egenkapital	160 773	160 754
Fond for vurderingsforskjeller	82 206	79 596
Annen egenkapital	344 314	344 047
Opptjent egenkapital	426 520	423 643
Sum egenkapital	587 293	584 397
Pensjonsforpliktelse	40 785	38 233
Utsatt skatt	5 811	2 799
Avsetning for forpliktelser	46 596	41 032
Gjeld til kredittinstitusjoner	105 024	67 090
Andel langsiktig gjeld i felles kontrollerte virksomheter	116 960	67 404
Annen langsiktig gjeld	6 000	6 248
Annen langsiktig gjeld	227 984	140 742
Gjeld til kredittinstitusjoner	205 006	98 306
Leverandørgjeld	152 634	132 595
Skyldig offentlige avgifter	29 610	24 008
Andel kortsiktig gjeld i felles kontrollerte virksomheter	166 754	188 841
Annen kortsiktig gjeld	134 645	97 043
Kortsiktig gjeld	688 629	540 793
Gjeld	963 209	722 567
Egenkapital og gjeld	1 550 502	1 306 964

