

Værdiansættelse af kundebasen

Valuation of the customer equity

Cand. Merc. FIR, Speciale

Copenhagen Business School – 17/5 2016

Vejleder: Peter Nordgaard

Antal anslag: 172.909

Antal normalsider: $172.909/2.275 = 76$, svarende til 80 sider med grafer og tabeller



Nicklas Rørholt(160990)

Abstract

There is a consistent agreement that companies' values consist of far more than just bottom line figures. Although this perception is widespread, the most extensive are the valuation models that are based on these exact parameters.

The aim of this thesis is to examine, if there is any applicable solution that values the companies accurately and whether this method is simple enough to apply in the future.

In relation to do this, an evaluation of the Customer Lifetime Value model will be conducted and compared to the most favorable valuation model i.e. Discounted Cash Flow. Furthermore, to ensure an in depth study of the Customer Lifetime Value, this thesis will focus on three different life stages regarding the growth of the firms. To obtain the most suitable results, an account of the models' structure, and the parameters that make them applicable, is essential. In addition, an analysis of each parameter, for each company, and a discussion of the given results, will be included, which will lead to an evaluation of the companies. Finally, the conclusion will include a final discussion of the findings.

Indholdsfortegnelse

1. Introduktion	3
1.1 Problemstilling	3
1.2 Problemformulering	4
1.3 Antagelser og afgrænsninger	5
1.4 Baggrund for Customer Lifetime Value	6
2. Beskrivelse af virksomhederne	8
2.1 Netflix	8
2.2 Visa	8
2.3 Gannett	9
3. Metode	9
3.1 Customer Lifetime Value	9
3.2 Discounted Cash Flow	12
3.3 Data	15
3.3.1 Antallet af kunder	15
3.3.2 Margin per kunde	17
3.3.3 Erhvervelsesomkostninger	18
3.3.4 Tilbageholdelsesgrad	18
3.3.5 Weighted average cost of capital	19
3.3.6 Growth	20
3.3.7 Free Cash Flow to the Firm	22
4. Resultater	23
4.1 Antallet af kunder	23
4.2 Margin per kunde	28
4.3 Erhvervelsesomkostninger	35
4.4 Tilbageholdelsesgrad	39
4.5 Weighted Average Cost of Capital	45
4.6 Growth	47
4.7 Free Cash Flow to the Firm	54
5. Værdiansættelse af virksomhederne	70
5.1 Customer Lifetime Value	70
5.2 Discounted Cash flow	73
6. Kritik	75
6.1 Pålidelighed	75
6.2 Gyldighed	78
7. Konklusion	80
8. Litteraturliste	82
8.1 Andet	82
8.2 Artikler	82
8.3 Bøger	82
8.4 Hjemmesider	82
9. Bilag	84
9.1 Antallet af kunder	84
9.2 Kunde estimer	85
9.3 Free Cash Flow to the Firm	90
9.4 Resultatopgørelse og balance	90
9.5 Værdien af kundebasen	94

1. Introduktion

Ifølge Holm et al. (2011), maksimerer man værdiskabelsen til sine aktionærer, hvis man maksimerer profitten på sine kunder¹. Forbes (2007)² beskriver sammenhængen som: *”For all the complicated valuation techniques value really boils down to business basics and common sense – management’s ability to manage customer relationships profitably.”* Trods, at han bruger en kvalitativ tilgang, er pointen ikke uvæsentlig som argument for at benytte kundebasen som en kilde til at vurdere en virksomheds værdi.

Der er en stigende enighed omkring, at en virksomheds værdi i lige så høj grad er påvirket af immaterielle aktiver som brands, kunder og ansatte, som af finansielle aktiver.

I et historisk perspektiv har værdiansættelse af virksomheder haft deres fokus på de finansielle aktiver, hårde data fra årsrapporterne mm. Ifølge Koller et al. (2010) findes der en række anerkendte værdiansættelsesmodeller: Discounted Cash Flow (DCF), The Economic Profit (EP), The Adjusted Present Value (APV), The Capital Cash Flow og The Economic Value Added (EVA). Disse modeller har alle deres fokus på netop denne slags parametre. Modellerne overser dog et vigtigt parameter for virksomhedernes profitabilitet, der også er en stor årsag til, hvordan de finansielle aktiver og de hårde tal fra årsrapporterne ender ud, nemlig kunderne.

1.1 Problemstilling

Customer Lifetime Value tager netop udgangspunkt i virksomhedernes kunder, men ikke blot den bløde side, modellen anvender også ”hårde tal”, som profitabilitet per kunde, omkostninger per kunde mm., for at angive et helhedsbillede af virksomhedens reelle værdi.

Umiddelbart lyder denne nye form for værdiansættelse som vejen frem, da den både beskæftiger sig med de hårdere tal, som profitabilitet og erhvervelsesomkostninger, men samtidig har rødder i de blødere værdier, som bevarelse af kundebasen og erhvervelse af nye kunder.

Hvordan kan det så være, at denne model ikke er fast inventar i virksomhederne endnu? Og hvordan kan det være, at man stadig vælger at anvende de anerkendte modeller?

Først og fremmest er modellen relativ ny. Den havde sit indtog i den finansielle verden omkring årtusindeskiftet, hvor der opstod et større behov for at måle værdien af kunderne. Derimod har

¹ Morten Holms 2011, 388

² Forbes 2007, 4

Discounted Cash Flow modellen været kendt siden 1930'erne, hvor Irving Fisher i sin bog "The Theory of Interest" og John Burr Williams artikel "The Theory of Investment Value" første gang ytrede sig omkring tilbagediskonteringen af cash flow i moderne økonomiske termer.

Dette er en af årsagerne til, at modellen endnu ikke er så udbredt, og de anerkendte nutidsværdismodeller stadig er at foretrække for mange virksomheder.

Men burde modellen, som efterhånden er femten år gammel, ikke være mere udbredt, specielt med det større fokus virksomhederne i dag har på kunderne?

1.2 Problemformulering

Derfor har denne opgave til formål at opstille et scenarie, der skal være i stand til at bevise, om Customer Lifetime Value metoden er i stand til at præcist fastsætte en værdi af virksomhederne, der tilnærmelsesvis kommer i nærheden af den værdi anerkendte modeller, som Koller nævner, vil komme frem til.

Uddybende, har opgaven til formål at beskrive tankegangen bag Customer Lifetime Value. Dernæst opstille en hypotese, og en efterfølgende test af modellens færdigheder, mere præcist om den tilnærmelsesvis rammer den samme værdi som de anerkendte modeller.

I samme ombæring skal der vurderes om modellen er anvendelig i det nuværende samfund, her tænkes specifikt på, om den er nem nok at arbejde med og hvor tidskrævende den er.

Derudover vil der være fokus på om modellen i fremtiden, vil være præcis og enkel nok til at blive et anerkendt værktøj til værdiansættelse af virksomheder. Yderligere, vil der blive vurderet om metoden har sine styrker i værdiansættelse af en bestemt slags virksomhed, og i hvilke virksomheder den eventuelt vil have sine svagheder.

Hvordan kan Customer Lifetime Value anvendes som værdiansættelses model, og hvor præcis og anvendelig er metoden i forhold til de anerkendte metoder?

For at opnå de bedste kriterier til besvarelse af denne problemformulering, vil der blive fokuseret på hvordan Customer Lifetime Value modellen fungerer, hvilke parametre der opbygger modellen, og hvordan disse påvirker den endelige værdi. En anden essentiel faktor, i forhold til den endelige konklusion, er, at have kendskab til de anerkendte værdiansættelsesmodeller, nærmere hvordan de fungerer, og hvilke parametre, der påvirker disse. Det sidste aspekt der undersøges, er hvilke fordele og ulemper, der er ved anvendelse af Customer Lifetime Value i forhold til de anerkendte

modeller. Her tænkes der på, om der er noget modellen kan gøre bedre end de nuværende, og er der scenarier hvor den overhovedet ikke er anvendelig.

1.3 Antagelser og afgrænsninger

Der vil blive taget udgangspunkt i Gupta et al. (2004)³ vedrørende værdiansættelsen ud fra Customer Life Value perspektivet. Der bliver i artiklen anvendt fem forskellige slags data til approksimationen af virksomhedernes værdier, number of customers, margin, acquisition cost, retention og discount rate. Da denne opgave er på dansk vil der fremover blive anvendt erhvervelsesomkostninger for acquisition cost og i stedet for retention vil der blive anvendt tilbageholdelsesgrad.

For at opnå de bedste resultater af testen, vil der blive taget udgangspunkt i tre forskellige virksomheder, der på hver sin vis vil teste hvorvidt, om Customer Lifetime Value modeller egner sig til alle virksomhedstyper, der befinder sig på forskellige "livsstadier". Mere konkret, vil der blive kigget på en virksomhed der vækstmæssigt er meget stabil, dertil en virksomhed som er i et tidligt livsstadie, og dermed i stor vækst, og en sidste virksomhed, hvor markedet er faldende, og dermed er i en negativ vækst. Især den vækstende virksomhed er interessant, da det ofte har været svært for de anerkendte modeller at komme med en præcis værdi af virksomheden, når virksomheden er i stor vækst og har en negativ indtjening.

Her er der en klar forventning omkring, at Customer Lifetime Value modellen vil være i stand til at abstrahere fra disse investeringer, så længe det drejer sig omkring investeringer i bygninger, produktionsanlæg osv.

De tre virksomheder der vil blive fokuseret på er: Visa, Netflix og Gannett. Virksomhederne er alle noteret på den amerikanske børs, hvilket giver mulighed for at finde offentlige tilgængelige årsrapporter og andet nødvendig information, der skal bruges til værdiansættelserne af virksomhederne.

Disse tre virksomheder er valgt ud fra tankegangen omkring, at de tilføjer forskellige elementer til analysen. Visa er en veletableret virksomhed, som har eksisteret siden 1958⁴. Netflix skal eksemplificere en vækstvirksomhed. Virksomheden erhvervede sig først rettigheder til videostreaming online⁵ i 2010, og er dermed relativ ny. Først skal estimeringen af Visas værdi vise,

³ Gupta et al. (2004)

⁴ Hjemmeside 1:

⁵ Netflix årsrapport 2014, 1

at Customer Lifetime Value virker som metode. Værdien af Visa kan estimeres ud fra standard værdiansættelsesmodeller som Discounted Cash Flow modellen, mens de anerkendte modeller har sine udfordringer, når de værdiansætter vækstvirksomheder som Netflix. Derfor vil opgaven dernæst undersøge, om approksimationen er så god, at den tilsvarende kan vurdere virksomheder som Netflix. Netflix havde et negativt frit cash flow for 2014⁶, hvilket skyldtes store investeringer i egen produktion af serier og promovering heraf. Derfor er Netflix et godt udgangspunkt for en alternativ værdiansættelse. Til slut er der Gannett, der er en veletableret virksomhed som Visa. Der er dog den forskel, at Gannett opererer på et marked der i høj grad er på vej nedad vækstmæssigt⁷. Denne virksomhed er medtaget for at sikre at modellen vil kunne anvendes i sådanne scenarier, og dermed sikre så dybdegående en analyse som muligt.

For at have en benchmarkingværdi til at vurdere, om modellen tilnærmelsesvis værdiansætter virksomhederne efter den nuværende standard, vil værdien, som beskrevet tidligere, blive sammenlignet med de anerkendte modeller. For at afgrænse opgaven, så der er mulighed for at opnå en dybdegående besvarelse af alle parametre af problemstillingen, vil Discounted Cash Flow modellen være den eneste anerkendte model, der vil blive anvendt som benchmarking.

Yderligere, vil der blive anvendt kvartal data fra 2015 og tilbage, i forhold til begge værdiansættelsesmetoder, kvartal data bliver benyttet for at matche den tilgang Gupta et al. (2004) anvender.

Der anvendes data for Netflix fra 2010, grundet ændringen fra DVD-segmentet til streaming segmentet. For Visa anvendes data fra 2007, dette skyldes omstruktureringerne i virksomheden. Ved Gannett er der sat en 10-årig grænse, hvorfor der anvendes data fra 2005.

1.4 Baggrund for Customer Lifetime Value

Konceptet har sine rødder i forbindelse med markedsføring, hvor det øgede fokus på kunderne har resulteret i dybdegående analyser af netop dette emne. Dwyer (1989)⁸ var en af de første teoretikere der prøvede at anvende en metode der kunne bestemme værdien af kunderne ved at dele kunderne op i loyale og ikke-loyale kunder, han lavede dog aldrig en matematisk model til fremtidig anvendelse.

⁶ Netflix årsrapport 2014, 43

⁷ Hjemmeside 2

⁸ Dwyer, R. F. (1989), 8

Den første reelle matematiske model blev lavet af Blattberg og Deighton⁹. Her blev der sat fokus på tilbageholdelsesraten og erhvervelsesomkostninger på kunderne. Modellen bestemmer den optimale graf af disse to elementer for den gældende virksomhed, men den har ikke taget hensyn for eventuelle begrænsninger af midler, eller den optimale deling af midlerne mellem tilbageholdelsesraten/fastholdelsesraten og erhvervelsesomkostninger på kunderne.

Beger og Nash (1998)¹⁰ havde en banebrydende tankegang i forhold til dette emne. Ideen bag denne var, at man skulle fokusere på langsigtede relationer til kunderne, frem for de kortsigtede, den overordnede ide i denne tankegang var, at man skulle ændre sin opfattelse af kunderne fra at være transaktioner, til at være nuværende og fremtidige relationer.

Denne ændring i tankegangen startede grundlaget for forbindelsen mellem Customer Lifetime Value og værdiansættelse af virksomheder. Herfra blev det normen, at kunderne blev anset som aktiver, der genererede fremtidige indtjening i stedet for at være udgifter, hvilket også betød, at kunderne blev set som investeringsmuligheder, og derfor var det nødvendigt at vurdere dem på en langsigtet basis.

Den stigende interesse for Customer Lifetime Value, bidrog til behovet for et decideret værktøj til at måle hele kundebasen, og ikke kun en enkelt kunde af gangen. Selvom Customer Equity allerede var blevet introduceret af Blattberg og Deighton (1996), er det først af Rust et al. (2004)¹¹ at det blev fuldkommen defineret:

”...to measure the equity, we first measure each customer’s expected contribution toward offsetting the company’s fixed costs over the expected life of that customer. Then we discount the expected contributions to a net present value at the company’s target rate of return for marketing investments. Finally we add together the discounted, expected contributions of all current customers”.

Anerkendelsen af Customer Equity som et vigtigt bidrag til at øge virksomheders værdi medførte, at Customer Equity ikke længere kun var et optimeringsværktøj til markedsføringsstrategier, men at det i høj grad blev anerkendt som et reelt aktiv for virksomhederne.

Da anerkendelse af kunderne som aktiver for virksomheder var blevet etableret, og Customer Lifetime Value kunne anvendes til at bestemme Cash flows fra kunderne, bevirkede det, at man nu fuldt ud kunne associere Customer Equity til virksomheders reelle værdi. Gupta et al. (2004)

⁹ Blattberg (1996), 136

¹⁰ Berger og Nasr (1998), 20

¹¹ Rust et al. (2004), 183

opstiller en reel matematisk model baseret på Customer Lifetime Values bestemmelser af Cash flows fra kunderne samt teorien bag Customer Equity. Artiklen anvender teorierne til at beregne værdierne på Amazon, Ameritrade, Capital One, Ebay og E*Trade ud fra kundebasen. Konklusionen på artiklen viser, at deres beregninger af kundebasen tilnærmelsesvis rammer markedsværdien på virksomhederne.

2. Beskrivelse af virksomhederne

Der vil i nedenstående afsnit blive redegjort for de omhandlende virksomheder, og deres baggrund om hvordan, de er endt i dag.

2.1 Netflix

I 1998 blev Netflix oprettet, dengang bestod deres service i udbringning af DVD'er. I 2007 blev koncernen udvidet med fokus på streaming tjenester. Inden 2010 var Netflix kun tilgængeligt for Amerikanske forbrugere, men blev dette år ekspanderet til Canada. I dag udbyder Netflix streamingtjenester til 190 forskellige lande, med omkring 75 millioner medlemmer, hvilket gør dem til den førende udbyder af streamingtjenester¹².

2.2 Visa

Første gang verdenen blev bekendt med Visa var i 1958, hvor den amerikanske bank, Bank of America, lancerede det første kreditkort til den almene kunde, altså middelklassen og mellemstore forhandlere i Amerika, kortet hed BankAmericard.

I 1974 ekspanderede virksomheden internationalt, og introducerede i 1975 det første debitkort. I 1976 ændrede virksomheden navn til at hedde Visa, ændringen skyldes ekspansionen til hele verdenen, hvor der nu var brug for et navn, der kunne udtales alle steder i verden. I 2007 lavede Visa en række omstruktureringer, hvilket medførte en ændring til Visa Inc¹³.

Selvom Visa i dag er ejet af banker, realinstitutioner og andre betalingsudbydere, fungerer Visa ikke længere som en bank, derimod agerer de mere som rammen for institutionerne. Visa tilbyder systemer, tjenester og regelsæt, der gør det muligt for forbrugere, forretninger, virksomheder og offentlige myndigheder at anvende elektroniske overførsler¹⁴.

¹³ Hjemmeside 1

¹⁴ <https://www.visa.dk/om-os/hvem-er-vi>

2.3 Gannett

Virksomheden har sine rødder helt tilbage fra starten af 1900-tallet, hvor grundlæggeren Frank Gannett i 1906 købte sin første andel i den amerikanske New York avis Elmira Gazette. Herfra købte Gannett flere nordøstlige amerikanske aviser, og til sidste spredte selskabet sig til hele landet¹⁵.

Gannett er i dag den største amerikanske avisudbyder, og står blandt andet bag USA TODAY, der første gang udkom i 1982, og i dag er den avis, som når ud til tredje flest mennesker¹⁶.

I 2013 blev selskabet delt i to separate organisationer, det ene med fokus på avis og deres digitale nyhedsplatforme, mens den anden organisation i dag står for TV stationer¹⁷.

3. Metode

Der vil i det følgende afsnit, blive redegjort for de anvendte metoder i opgaven. Yderligere, vil der blive argumenteret for overvejelserne omkring valget af netop disse. Herunder vil der blive fokuseret på indsamlingen og bearbejdningen af den anvendte data i de givne modeller, samt at afsnittet vil redegøre for introduktionen til de anvendte modeller, hvorefter problemstillinger, fordele/ulemper, uddybelser mm., bliver taget højde for løbende i opgaven.

3.1 Customer Lifetime Value

Der er i årenes løb blevet anvendt en lang række forskellige estimationer til vurdering af kundebasen som Berger et al. (1998)¹⁸, Damodaran (2001)¹⁹ eller Kotler et al. (2010)²⁰. Størstedelen af modellerne anvender en metode, hvor man redegør for Cash flows, diskonterer dem og til sidst summerer dem.

Til at vurdere værdien på de tre virksomheder, vil der blive taget udgangspunkt i Gupta et al. (2004) og deres estimation af kundebasen. Modellen diskonterer alle fremtidige Cash flows i forholdet mellem virksomheden og kunden.

¹⁵ Hjemmeside 4

¹⁶ Hjemmeside 5

¹⁷ Hjemmeside 6

¹⁸ Berger og Nasr (1998), 17

¹⁹ Damodaran (2001)

²⁰ Kotler et al. (2010), 53

Denne model tager udgangspunkt i fremtidige diskonterede indtægter fra kunderne. Disse indtægter er estimeret ud fra erhvervsesomkostningerne, tilbageholdelsesgraden, margin, antallet af kunder og diskonteringsfaktor. Den simple udgave ser således ud:

$$LV = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{m_t}{(1+i)^t}$$

Her er **m** margin for kunden på tidspunktet **t**, **i** er virksomhedernes discount rate og **t** tidspunktet, hvilket der er opgjort i kvartaler. Yderligere, bliver der i modellen tilføjet parameteret **r**, der er tilbageholdelsesgraden for kunderne, dette er for hver virksomhed et konstant parameter for at simplificere modellen en smule. Dette skal illustrere, at kunderne ikke forbliver i virksomheden for evigt. Dette parameter kan beskrives som den andel af kunderne, der er tilbage efter en tidsperiode. Med **r** tilføjet til modellen, ser den således ud:

$$LV = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{r * m_t}{(1+i)^t}$$

Modellen tager udgangspunkt i en uendelig tidshorisont. Gupta et al. (2004) vælger dette for at simplificere modellen, og kommer med følgende årsager til dette valg²¹. *"First, we do not need to arbitrarily specify the number of years that a customer is going to stay with the company. Second, the retention rate accounts for the fact that over time the chances of a customer staying with the company go down significantly. Third, the typical method of converting retention rate into expected lifetime and then calculating present value over that finite time period overestimates lifetime value. Fourth, both retention and discount rates ensure that earnings from distant future contribute significantly less to lifetime value. Finally, models with infinite horizons are significantly simpler to estimate.."*

Den første årsag er, at man slipper for at definere det eksakte antal år en specifik kunde, er hos selskabet. Dernæst så sørger tilbageholdelsesgraden for, at chancen for at kunder er i selskabet falder over tid. Den tredje årsag er, at med en tilbageholdelsesgrad kombineret med en forventet levetid for virksomheden, har tendens til at overestimere værdien af kundebasen. Tilbageholdelsesgraden og tilbagediskonteringsrenten sørger for, at de fremtidige bidrag ikke påvirker den nuværende værdi i særlig høj grad. Til sidst, simplificerer en uendelig horisont værdiansættelser betydeligt.

²¹ Gupta et al. (2004), 6

Herfra anerkender modellen også, at hver virksomhed får tilføjet et antal af nye kunder i hver periode. Antallet af nye kunder bliver beskrevet som n_t , dette antal vil blive tilføjet i hvert kvartal, til en erhvervelsesomkostning på c_t . Dette betyder, at der i den første periode i virksomheden vil være $n_0 * r$ af de nyerhvervet kunder tilbage.

Antallet af nyerhvervede kunder bliver hos Gupta et al. (2004) beskrevet som cohorts. Antallet af kunder og marginen for hver cohort ser således ud²²:

Number of Customers and Margins for Each Cohort

Time	Cohort 0		Cohort 1		Cohort 2	
	Customers	Margin	Customers	Margin	Customers	Margin
0	n_0	m_0				
1	$n_0 * r$	m_1	n_1	m_0		
2	$n_0 * r^2$	m_2	$n_1 * r$	m_1	n_2	m_0
3	$n_0 * r^3$	m_3	$n_2 * r^2$	m_2	$n_2 * r$	m_1
.	.	.	$n_3 * r^3$	m_3	$n_2 * r^2$	m_2
.	.	.	.	.	$n_2 * r^3$	m_3
.	.	.	.	.	.	.

Der bliver anvendt en fast margin per kunde for at simplificere modellen, da marginen kan variere over tid. Med den antagelse, vil værdien af n_0 nye kunder i t_0 være lig med:

$$LV_0 = n_0 \sum_{t=0}^{\infty} m_t * \frac{r^t}{(1+i)^t} - n_0 c_0$$

Ligeledes vil værdien af n_1 kunder være:

$$LV_1 = n_1 \sum_{t=1}^{\infty} m_{t-1} \frac{r^{t-1}}{(1+i)^{t-1}} - n_1 c_1$$

Herfra er det simpelt at diskontere værdien af LV_1 til LV_0 :

²² Gupta et al. (2004), 7

$$LV_1 = \frac{n_1}{1+i} \sum_{t=1}^{\infty} m_{t-1} \frac{r^{t-1}}{(1+i)^{t-1}} - \frac{n_1 c_1}{1+i}$$

Herfra kan man finde værdien af LV_k i t_0 :

$$LV_k = \frac{n_k}{(1+i)^k} \sum_{t=k}^{\infty} m_{t-k} \frac{r^{t-k}}{(1+i)^{t-k}} - \frac{n_k c_k}{(1+i)^k}$$

Modellen opererer altså efter at beregne nutidsværdien af hver ny kundegruppe der kommer hvert år, når dette er gjort, kan man summere værdierne og finde den samlede værdi af kundebasen.

Værdien af alle fremtidige kundesegmenter kan findes ved følgende:

$$Value = \sum_{k=0}^{\infty} \frac{n_k}{(1+i)^k} \sum_{t=k}^{\infty} m_{t-k} \frac{r^{t-k}}{(1+i)^{t-k}} - \sum_{k=0}^{\infty} \frac{n_k c_k}{(1+i)^k}$$

Den overstående model er bygget på en forudsætning omkring, at der kun kan komme kunder til hvert kvartal. I virkelighedens verden er dette dog ikke sandheden, men kundetilgangen bør ses som en kontinuerlig proces. Derfor bliver den endelige model en anelse anderledes, Gupta et al. (2004) benytter denne kontinuerlige model til estimering af kundebasen.

$$\int_{k=0}^{\infty} \int_{t=k}^{\infty} n_k m_{t-k} e^{-ik} e^{\left(-\frac{1+i-r}{r}\right) * (t-k)} dt dk - \int_{k=0}^{\infty} n_k c_k e^{-ik} dk$$

Customer Lifetime Value er anvendt, da værdien af kundebasen ikke kun måler værdien af kunder, men medtager den samlede værdi af alle tiltag virksomheden benytter. Customer Lifetime Value vil afspejle den økonomiske værdi af kunderne, og samtidig de tiltag, der er anvendt til at opbygge denne. Da de fleste pengestrømme kommer fra kundebasen, vil værdien i princippet afspejle værdien af virksomheden.

3.2 Discounted Cash Flow

Denne model er en indkomstbaseret værdiansættelsesmodel, der er baseret på diskonterede pengestrømme. Summen af de forventede fremtidige pengestrømmes værdi, der kan henføres til den pågældende virksomhed, tilbagediskonteres til tidspunkt 0.

Denne er valgt, da det er den mest populære værdiansættelses metode blandt nutidsværdi metoderne²³, der blandt andre også indeholder Economic Value Added og The Adjusted Present Value modellerne.

Værdiansættelse igennem denne model, er baseret ud fra Plenborg (2012) Financial Statement Analysis. Det har yderligere krævet en række antagelser mm., for at komme fra virksomhedernes historiske perioder til budget- og terminalperiode, hvilket anvendes til analysen. Metoden der anvendes til at komme fra de historiske data til de fremtidige data, er budgetforudsætninger. Disse fremkommer af 8 *Value drivers*²⁴, der er baseret på de strategisk og finansielle *Value drivers*²⁵.

Modellen kan specificeres til to forskellige metoder. Den ene metode bruges til at estimere ”Enterprise Value” af et selskab, mens den anden metode forsøger at estimere ”Equity Value” af selskabet.

The enterprise value approach

Modellen ser således ud:

$$Enterprise\ value_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Hvor **Free Cash Flow to the Firm(FCFF)** er de frie pengestrømme til virksomheden i periode **t**.

WACC er defineret som **Weighted Average Cost of Capital**.

Dette betyder ifølge denne model, at virksomhedens værdi kun er påvirket af de frie pengestrømme og **WACC**. De friepengestrømme har en positiv påvirkning på virksomhedens værdi, mens **WACC** har en negativ påvirkning.

Hvis man laver modellen om til en to-fasers model, kan den omskrives således:

$$Enterprise\ value_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g} * \frac{1}{(1 + WACC)^n}$$

The Equity Value approach

Metoden er specificeret ved følgende formel:

²³ Plenborg (2012), 174

²⁴ Plenborg (2012), 176

²⁵ Plenborg (2012), 175

$$\text{Market value of Equity}_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1 + r_e)^t}$$

Her er **Free Cash Flow to Equity** defineret som de frie pengestrømme til egenkapitalen i periode t og r_e er defineret som investorenes påkrævede afkast.

Som man kan se, er den eneste forskel på de to metoder parametrene, hvilket også indebærer, at en omskrivning af denne model til en to-fasers model vil se ud som Enterprise Value modellen, dog med en udskiftning af parametrene. Equity Value metoden er baseret på **FCFE** og r_e , mens Enterprise Value metoden er opbygget af **FCFF** og **WACC**.

$$\text{Market value of equity}_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1 + r_e)^t} + \frac{FCFE_{n+1}}{r_e - g} * \frac{1}{(1 + r_e)^n}$$

Den generelle forskel fra **FCFF** og **FCFE** er transaktionen med investorerne. Ved **FCFE** går en del af pengestrømmene tabt for virksomheden til investorerne.

I denne model er g defineret som vækst i de frie pengestrømme. Discounted Cash Flow modellen er, som det kan ses på formlerne, beskrevet i en to-faser model, hvilket består af en budget periode og en terminal periode. Budget perioden kommer til at strække sig fra 2016-2019, hvilket er afbilledet i det første led af den overstående formel. Dette led er grundlag for den største andel af det endeliggyldige værdiestimat af virksomhederne. For at kunne fastlægge pengestrømmene for den fremtidige periode 2016-2019, vil der blive lavet budgetforudsætninger for hver enkelt virksomhed. Det sidste led i denne to-fasers model, beskrives som terminal værdien af virksomheden. Denne periode er medtaget grundet antagelsen om, at virksomheden ikke stopper med at operere efter projektions perioden. Dette led kræver, at der bliver lavet nogle antagelser omkring de fremtidiges pengestrømmes vækst, g ²⁶.

Pengestrømmene findes ved følgende metode²⁷:

²⁶ Hjemmeside 7

²⁷ Plenborg (2012), 51

EBIT
+/- Justeringer fra ikke pengestrøms påvirkende aktiviteter (fx afskrivninger og provision)
+/- Ændringer i arbejdskapitalen (fx varelager, tilgodehavender og driftgæld)
+/- Skat
= Pengestrømme fra driften
+/- Anlægsinvesteringer
= Pengestrømme efter investeringer
+/- Finansielle poster
= Netto pengestrøm for perioden

Til forskel fra årets resultat, er pengestrømmene et mere retvisende redskab til at beskrive den reelle værdiskabelse i virksomhederne. Årets resultat medtager ikke likviditetspåvirkede aktiver som varebeholdning eller anlægsinvesteringer.

Hvis en virksomhed skaber et positivt årets resultat, baseret på store investeringer i anlægsaktiverne, vil det have en negativ pengestrøm i sidste ende, hvorfor årets resultat er misvisende som performance indikator.

Forskellen mellem r_e og **WACC**, er, at r_e tager højde for investorenes forventede afkast af deres investering, mens **WACC** tager højde for alle kilder af kapital.

Der vil i afsnit 3.3 Data blive redegjort for metoderne til at finde alle anvendte parametre.

3.3 Data

Det kommende afsnit vil tydeliggøre hvilke metoder, der er blevet taget i brug for at finde estimerne, der vil blive anvendt til udregningen af Customer Lifetime Value og Discounted Cash Flow modellerne. De reelle resultater vil blive fundet i afsnit 4. Resultater.

3.3.1 Antallet af kunder

Disse data bliver taget direkte fra virksomhedernes egne kvartal rapporter. Hos Visa og Gannett bliver der henholdsvis anvendt data perioden 2007-2015 og 2005-2015, mens der fra Netflix bliver anvendt data fra 2010-2015, dette skyldes, at Netflix i 2010 fik rettigheder til videostreaming på nettet, hvilket resulterede i en rivende udvikling i antallet af kunder hos virksomheden. Ved at anvende tidligere data, end fra 2010, vil det give et misvisende billede af Netflix, som den virksomhed den er i dag, mens at rapporteringen af antal medlemmer fra før 2010, er svær at

opdrive. Visa foretog en række ændringer i 2007, hvorfor denne periode er anvendt, mens der er sat en grænse ved 2005 for Gannett.

Det fremtidige antal af kunder skal også estimeres, her anvender Gupta et al. (2004) en S-formet kurve til udledningen af dette estimat, denne model er kendt under navnet "The Technical Substitution Model", og er kendetegnet ved, at den vokser i logistisk vækst. Den kan skrives som følgende:

$$N_t = \frac{M}{1 + C * \exp(-kMt)}$$

Hvor N_t er det totale antal kumulerede kunder, C er en konstant, $k * M$ er hældningen på kurven og t er antal kvartaler. M skal læses som det maksimale antal kunder virksomheden opnår, hvilket er muligt at finde grundet, at ligningen er s-formet. Heraf kan man aflæse de nyrehvervede kunder til tidspunkt t gennem:

$$n_t = \frac{dN_t}{dt} = kMN_t - kN_t^2 = k * N_t(M - N_t)$$

$$n_t = k * \frac{M}{1 + C * \exp(-kMt)} \left(M - \frac{M}{1 + C * \exp(-kMt)} \right)$$

Modellen er lignende den Gupta et al. (2004) og andre teoretikere som Fisher og Pry (1971) bruger. Det første der er nødvendigt at finde, er antallet af kunder i den omhandlende periode, og stigningen fra kvartal til kvartal. Disse data anvendes til at lave et punkt-diagram med dertilhørende tendenslinje og ligning.

Ligningen skal være en anden ordens polynomisk ligning, da den skal være tilpasset "The Technical Substitution Model".

Herfra fås en ligning, der ser således ud:

$$Ax^2 + Bx + C$$

Hvilket er passende for udregningen af nyrehvervede kunder:

$$kMN_t - kN_t^2$$

C her skal forstås som et konstant tal, og skal ikke forveksles med C fra N_t -modellen til at estimere antallet af kunder. Herfra findes k , der er symboliseret ved A og $k \cdot M$, der er symboliseret ved B, da det er hældningen på grafen. Fra disse to parametre kan M findes.

Det næste, der skal findes er C, hvilket findes ved at indsætte N fra et bestemt kvartal, samt det dertilhørende kvartal(t) i N_t -ligningen, for at kunne isolere C.

Med kendskab til alle parametrene, er det dermed muligt at finde antallet af nyrehvervede kunder på tidspunkt t. Yderligere, er det muligt at skabe en model, der skal efterligne ændringen i kunder for virksomheden, og dermed lave et forecast af antallet af kunder i de fremtidige perioder.

I forhold til udregningen af antallet af kunder hos Gannett, vil der ikke blive anvendt samme fremgangsmåde, som ved de to andre virksomheder, hvilket skyldes udviklingen i antal kunder hos virksomheden. Der vil dog stadig blive anvendt en lignende fremgangsmåde, med et par specifikationer, for at matche metoderne for alle virksomheder.

De reelle resultater laves i afsnit 4.1 Antallet af kunder.

3.3.2 Margin per kunde

Fremgangsmåden vedrørende estimeringen af virksomhedernes margin, er at måle indtjeningen op imod de omkostninger, der direkte er forbundet til indtjeningen på kunderne. Dette gøres for alle fire kvartaler i 2015. Herfra findes marginen for hvert enkelt kunde, ved at dividere den kvartal årlige margin med det antal af nuværende kunder i det pågældende kvartal, udregningen ser således ud:

$$\text{Margin per kunde} = \frac{\text{Indtjening} - \text{Omkostning}}{\text{Antaller af kunder}}$$

For at matche Gupta et al. (2004), anvendes der en konstant margin per kunde hos virksomhederne. Denne estimeres ud fra de sidste fire kvartalers gennemsnit. Gennemsnittet anvendes fordi der, ifølge Gupta et al. (2004), ikke er nogen signifikant tendens i margin per kunde, hvilket er blevet testet ved en regression.

Der vil i afsnit 4.2 Margin per kunde, blive gået mere i dybden omkring klassifikationen af både indtjening og de dertilhørende omkostningerne i hver virksomhed.

3.3.3 Erhvervelsesomkostninger

Denne variable skal estimere hver enkelt virksomheds omkostning per nyhvervet kunde. De to parametre der er forbundet med dette estimat, er antallet af nye kunder i en periode og virksomhedens markedsføringsomkostninger i den samme periode. Markedsføringsomkostningerne bliver divideret med differencen af kunder i den gældende periode, og den foregående periode. Udregningen ser således ud:

$$\text{Erhvervelsesomkostninger} = \frac{\text{Markedsføringsomkostningerne}}{\text{Antallet af nye kunder}}$$

Der bliver anvendt data fra hvert kvartal i 2015 til udregningen af dette parameter, gennemsnittet af alle fire kvartaler vil blive anvendt til den endegyldige værdiansættelse af virksomhederne. Gennemsnittet anvendes fordi der ifølge Gupta et al. (2004), ikke er nogen signifikant tendens i erhvervelsesomkostningerne, hvilket er blevet testet ved en regression, ligesom der blev gjort i forbindelse med test af margin per kunde.

Der er to forskellige markeds kræfter, der påvirker dette estimat. En forøgelse af konkurrencen på det gældende marked, vil resultere i en højere erhvervelsesomkostning per kunde. Dette vil medføre en lavere virksomhedsværdi, når man udregner Customer Lifetime Value. Den anden markeds kraft er virksomhedens størrelse, omdømme og kundernes kendskab til denne, hvilket påvirker erhvervelsesomkostningerne negativt.

De eksakte udregninger, samt de individuelle klassificeringer, vil blive taget hånd om i afsnit 4.3 Erhvervelsesomkostninger.

3.3.4 Tilbageholdelsesgrad

Tilbageholdelsesgraden er en af de mest kritiske variabler i forbindelse med at estimere værdien af en virksomhed ud fra kundebasen, dette skyldes at Customer Lifetime Value er yderst følsom overfor ændringer i denne variabel²⁸.

Tilbageholdelsesgraden defineres ved antallet af kunder, der er tilbage af nyhvervede kunder efter en periode. Dette betyder, at hvis en virksomhed med en tilbageholdelsesgrad på 75% erhverver 100 nye kunder i en periode, vil der være 75 kunder tilbage af de nyhvervede kunder når perioden slutter.

²⁸ Gupta et al. (2004), 12

Derfor kræver det også et præcist estimat af tilbageholdelsesgraden, for ikke at overestimere antallet af kunder i virksomheden, hvilket vil medføre en urealistisk høj virksomhedsværdi. Desværre er det sådan, at det er de færreste virksomheder, der oplyser information omkring deres tilbageholdelsesgrad. Derfor bliver tilbageholdelsesgraden for hver virksomhed til dels estimeret ud fra en kvalitativ tilgang, og til dels ud fra en kvantitativ tilgang, hvor den følgende formel²⁹ bliver anvendt:

$$\text{Customer retention rate} = \left(\frac{CE - CN}{CS} \right) * 100$$

Her er **CE** antallet af kunder i slutningen af en periode, **CN** er antallet af nye kunder i løbet af perioden, mens **CS** er antallet af kunder i starten af perioden.

Da virksomhederne er sparsommelige omkring informationen vedrørende deres tilbageholdelsesgrad, har det været nødvendigt med antagelser i forbindelse med udregningen af disse igennem formelen.

Grundet dette, vil både den kvalitative og kvantitative tilgang tages i betragtning, hvorefter det endelige resultat fremkommer.

De nærmere antagelser vedrørende det præcise estimat af tilbageholdelsesgraden for virksomhederne, vil blive præciseret i afsnit 4.4 Tilbageholdelsesgrad.

3.3.5 Weighted average cost of capital

Weighted average cost of capital eller **WACC** er den diskonteringsfaktor der vil blive anvendt til at værdiansætte de givne virksomheder, både ud fra Customer Lifetime Value og Discounted Cash Flow modellerne. Denne kan specificeres som en rente før skat, der tager hensyn til det givne aktivs risiko. **WACC** tager højde for de omkostninger der er forbundet med at anskaffe kapital til virksomheden, hvor både ejernes og långivernes afkastkrav er blevet overvejet.

Til forskel fra Gupta et al. (2004), vil der blive anvendt forskellig **WACC** for hver virksomhed. Virksomhederne opererer i forskellige erhverv, og der vil derfor være forskel i deres risiko, hvorfor det ville være forkert at anvende den samme **WACC** til at beregne værdierne i de forskellige virksomheder.

²⁹ Hjemmeside 8

En virksomhed er typisk finansieret gennem lån igennem bonds og egenkapital igennem aktier. Virksomhederne kan optage mere finansiering gennem den ene form, hvilket er årsagen til, at man anvender en gennemsnitlig kapitalomkostning.

Fremgangsmåden for udregningen af **WACC** ser således ud³⁰:

$$\mathbf{WACC} = r_E * \frac{E}{V} + r_D * \frac{D}{V} * (1 - t)$$

Hvor r_D er omkostningen for finansiering igennem låntyper som bonds mm., r_E er omkostningen for egenkapitals finansiering, hvilket blandt andet indeholder aktier. D er virksomhedernes gælds markedsværdi, mens E er virksomhedernes egenkapitals markedsværdi. V er virksomhedernes totale markedsværdi, hvilket også kan defineres som $D + E$. Til sidst har vi t , der er virksomhedernes skattesats.

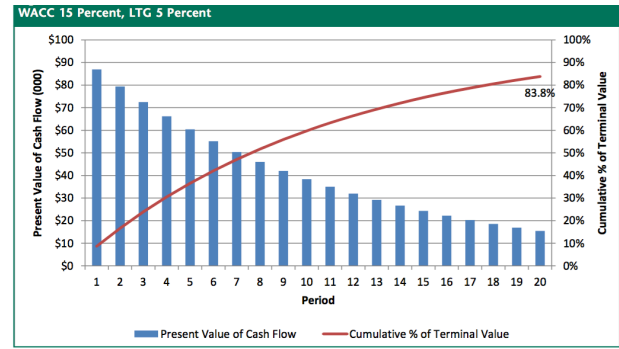
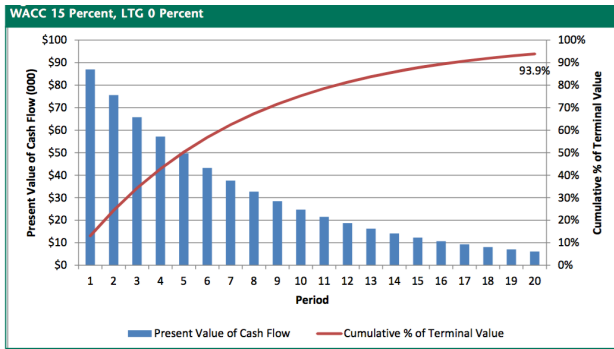
De nøjagtige estimater af virksomhedernes kapitalomkostning vil blive udregnet i afsnit 4.5 Weighted Average Costs of Capital, hvor en gennemgang af antagelser mm., også vil blive gennemgået.

3.3.6 Growth

Growth eller vækst skal forsøge at estimere udviklingen i virksomhedernes **FCFF** i terminalperioden. Alle virksomheder gennemgår en udvikling henover en årrække, hvilket væksten skal forsøge at efterligne i terminalperioden. Til beregning af dette parameter, er der ikke én rigtig metode, og estimatet vil være baseret på antagelser og spekulationer omkring virksomheden og dens miljø. For at opnå den mest korrekte vurdering af virksomhedernes fremtidige vækst og medbringe de mest vigtige aspekter i vurderingen, anvendes Rotkowskis og Cloughs artikel "*How to estimate the Long-term Growth Rate in the Discounted Cash Flow Method*".

Vigtigheden af at estimere den korrekte vækstrate er afbilledet i de nedenstående figurer, der opsummerer forholdet imellem vækstraten, **WACC** og nutidsværdien af pengestrømmene.

³⁰ Hjemmeside 9



Et præcis estimat af vækstraten er nær umulig at kunne forudsige, hvorfor der er anvendt både kvalitative og kvantitative data for at opnå den mest realistiske rate.

Damodaran (2002)³¹ beskriver en række parametre, der skal overvejes i forbindelse med at fastsætte en vækstrate. *"determined by a number of subjective factors—the quality of management, the strength of a firm's marketing, its capacity to form partnerships with other firms, and the management's strategic vision, among many others"*. Ydermere lægger Damodaran (2002) stor vægt på reinvesteringer i aktiverne. *"defining reinvestment broadly to include acquisitions, research and development, and investments in marketing and distribution allows you to consider different ways in which firms can grow"*.

Det er netop disse faktorer, der bliver overvejet i Rotkowski og Cloughs (2013) artikel i forbindelse med at bestemme vækstraten fra et kvalitativt synspunkt. Rowkowski og Clough (2013) fastlægger tre grundlæggende kilder til vækst fra reinvesteringer:

- Mulighed for at udnytte det eksisterende marked
- Nye internt udviklede aktiver
- Opkøb

Dermed bliver der i den følgende analyse af de tre virksomheder lagt vægt på disse tre vækstmuligheder fra et kvalitativt synspunkt, for at matche artiklen bedst muligt.

Fra det kvantitative synspunkt fokuserer artiklen på to hovedpunkter, historisk finansiell information og projekter ledelsen allerede har forudbestemt, dette kunne blandt andet være lancering af nye produkter, opkøb af virksomheder og lignende, der er forudbestemte til at foregå i terminalperioden.

Selvom det kan virke urealistisk at virksomheden kommer til at opleve en positiv eller negativ vækst i al fremtid, vil de værdier langt ude i fremtiden ikke påvirke den endelige værdi signifikant.

³¹ Damodaran (2002), 300

Størstedelen af terminalperiodens værdi er genereret af få pengestrømme lige efter den diskrete projekt periode. Dette er afspejlet i de to følgende figurerer fra Rotkowsky og Cloughs (2013).

Der vil i afsnit 4.6 Growth blive lavet en analyse af hver virksomhed med formålet om at estimere hver enkelt virksomheds vækst i terminalperioden efter Rotkowsky og Cloughs (2013)³² metode, de nærmere overvejelser og endelige resultater bliver angivet heri.

3.3.7 Free Cash Flow to the Firm

Ligesom **WACC** estimatet anvendes til værdiansættelsen af virksomhederne igennem Discounted Cash Flow modellen, er **FCFF** eller **FCFE** ligeledes en vigtig del af denne model. Som beskrevet i Afsnit 3.2 Discounted Cash Flow, vil der blive anvendt Enterprise Value modellen fremfor Equity Value modellen, hvorfor det er nødvendigt med en definition af **FCFF**.

Dette estimat anvendes som et finansielt performance målingsinstrument, der beskriver netto beløbet af penge, der er genereret af virksomheden, efter der er taget højde for udgifter, skat, ændringer i arbejdskapital og investeringer. Udregningen af dette estimat ser således ud³³:

$$\mathbf{FCFF} = \text{Operating Cash Flow} - \text{Expences} - \text{Taxes} - \text{Changes in NWC} - \text{Change in Investments}$$

Som beskrevet i afsnit 3.2 består fastlæggelsen af **FCFF** for hver enkelt virksomhed af en række budgetforudsætninger. Disse er lavet for at få de mest realistiske resultater af **FCFF** i budgetperioden. Budgetforudsætningerne fremkommer af de følgende Value drivers:

Omsætningsvækst, EBITDA/EBIT-margin, lånerente, effektiv skattesats, af- og nedskrivning i procent af immaterielle og materielle anlægsaktiver, immaterielle og materielle anlægsaktiver i procent af omsætningen, vare beholdninger i procent af omsætningen, tilgodehavender i procent af omsætningen, driftsgæld i procent af omsætningen og nettorentebærende gæld i procent af investerede kapital.

De gældende Cash flow fra virksomhederne, samt *Value driver* fremkomsten og budgetforudsætninger, bliver specificeret i afsnit 4.7 Free Cash Flow to the Firm.

³² Rotkowsky og Cloughs (2013), 13

³³ <http://www.investopedia.com/terms/f/freecashflowfirm.asp>

4. Resultater

Dette afsnit vil anvende metoderne fra afsnit 3.3, til at estimere de helt eksakte parametre for hver virksomhed. Yderligere, vil der blive begrundet og argumenteret for fremgangsmåder, antagelser, klassifikationer med mere.

4.1 Antallet af kunder

Jf., afsnit 3.3.1 Antallet af kunder, anvendes "The Technical Substitution Model" til at finde antallet af kunder for virksomhederne. Til dette, anvendes følgende model til at estimere antallet af nuværende kunder på tidspunkt t :

$$N_t = \frac{M}{1 + C * \exp(-kMt)}$$

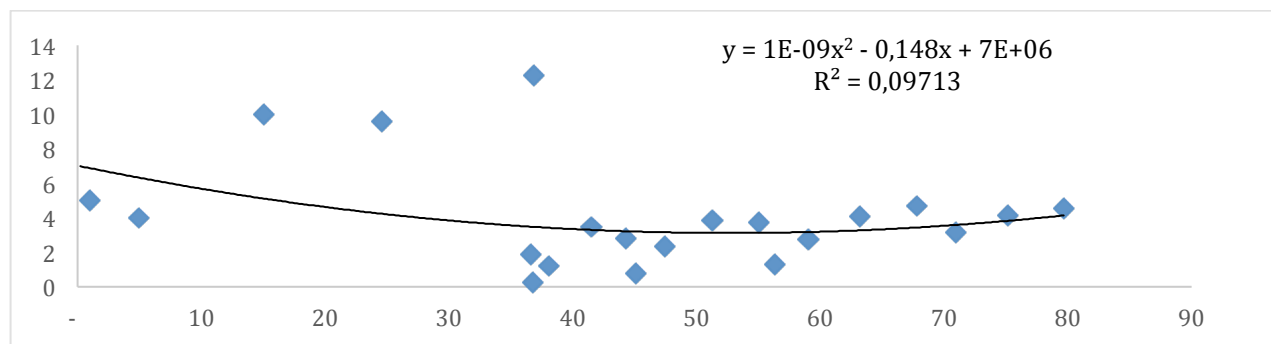
Og til antallet af ny erhvervede kunder anvendes denne model:

$$n_t = kMN_t - kN_t^2 = k * \frac{M}{1 + C * \exp(-kMt)} \left(M - \frac{M}{1 + C * \exp(-kMt)} \right)$$

Der vil i dette afsnit blive anvendt følgende metode til at estimere antallet af kunder til tidspunkt t , og antallet af ny erhvervede kunder på tidspunkt t for hver virksomhed. Der vil blive fremvist grafer, udregninger mm., i hver virksomheds afsnit.

Netflix

Se Bilag 1 for antallet af kunder i perioden 2010-2015. Med disse data er følgende punkt-diagram, tendenslinje og ligning fremkommet, tallene er i millioner.



Dermed fås følgende parametre for Netflix, med henblik på ligningen $n_t = kMN_t - kN_t^2$:

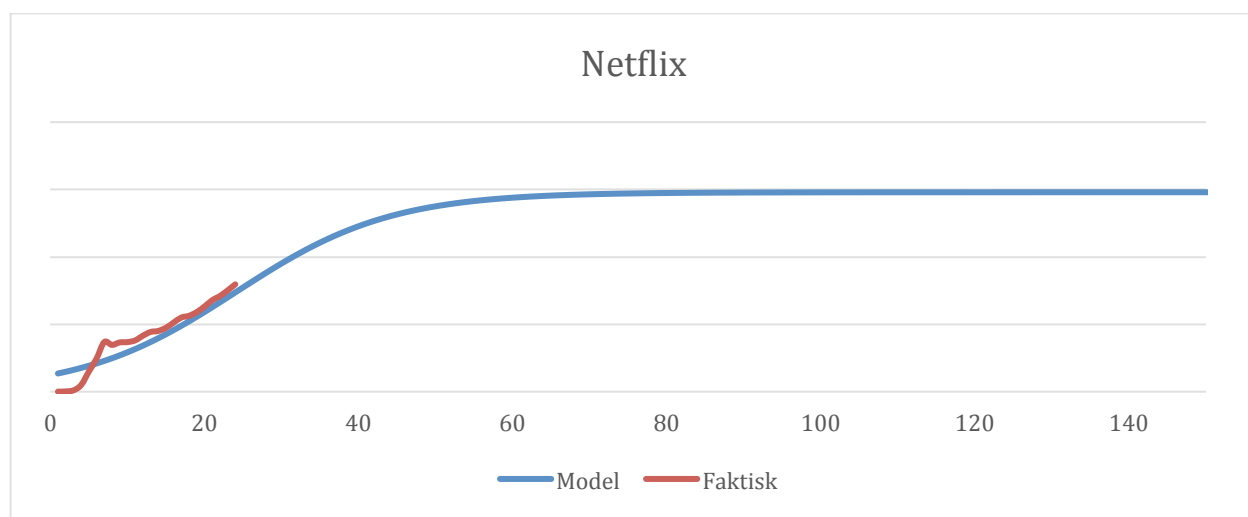
Netflix	
k	0,000000001
k*M	0,148
M	148000000

Med oversående data in mente, estimerer modellen det maksimale antal af kunder Netflix nogensinde opnår, som er 148 millioner, hvilket er omkring dobbelt så mange som de har i dag.

Til isoleringen af **C** for Netflix, er der anvendt $N_8 = 36.564.000$, hvilket har givet dette resultat af **C**.

Netflix	
N	36564000
M	148000000
T	8
C	9,9581

Med disse data er der igennem modellen N_t estimeret følgende kundeantal for Netflix:

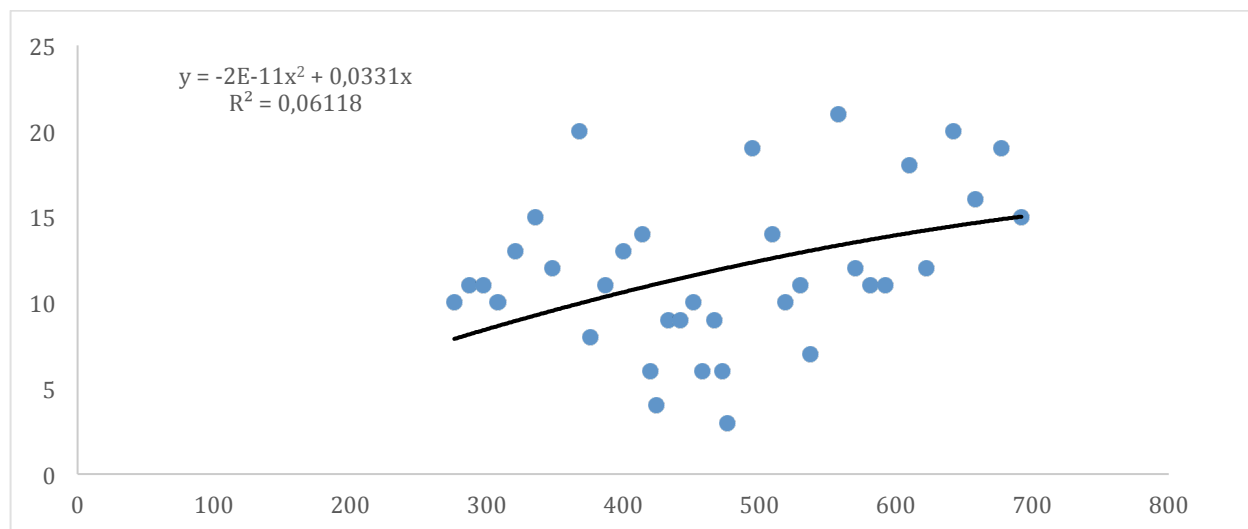


Modellen stemmer tilnærmelsesvis overens med det faktiske antal af kunder. Der er en del volatilitet inden for halvdelen af den faktiske periode, hvilket kan forklares med det lave antal af kvartaler modellen er udført i, og det faktum, at Netflix vil opleve store udsving i antallet af kunder baseret på markedsføringsindsatsen, både grundet konkurrenceniveauet i markedet, men også fordi virksomheden er så relativ ny, og ikke har det samme brand som for eksempel Visa. Desto tættere vi er på i dag, jo bedre bliver modellen til at estimere antallet. Dette kan blandt andet forklares ved, at Netflix er tættere på at være en etableret virksomhed i dag end i 2010.

Det samlede antal akkumulerede kunder forventes at ramme toppen efter omkring 60 kvartaler.

Visa

Se Bilag 1 for antallet af kunder og stigningen i perioden 2007-2015. Med dette datasæt er følgende punktdiagram, tendenslinje og ligning fundet, tallene er i millioner:



Fra disse data kan følgende parametre findes for virksomheden:

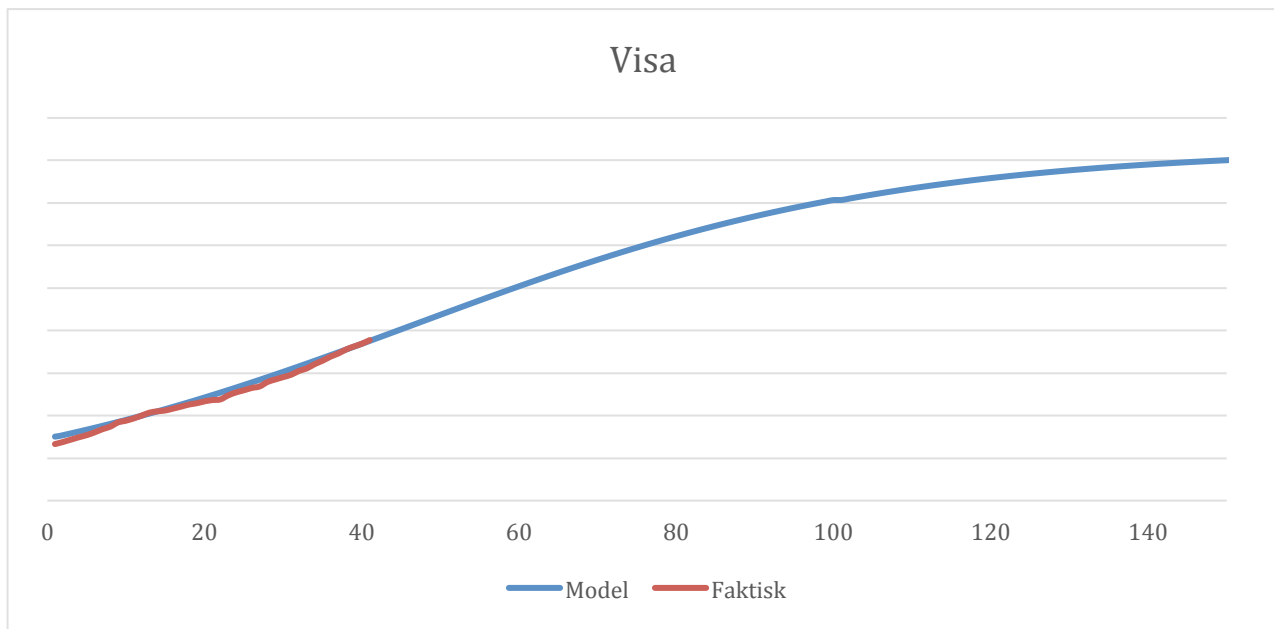
Visa	
k	2E-11
k*M	0,0331
M	1655000000

Ifølge modellen, opnår Visa et maksimalt antal kunder på 1.650.000.000. Der anvendes samme fremgangsmåde som ved Netflix til isolering af **C**.

Følgende data er brugt og estimeret:

Visa	
N	420000000
M	1655000000
T	14
C	4,6738

Dermed kan modellens antal af kunder estimeres:



Modellen rammer næsten antallet af kunder i den historiske periode, og må derfor anses for at være en passende model til udregningen af antallet af kunder for Visa. Til forskel fra Netflix's data, er der ikke de store udsving i den estimerede værdi, hvilket kan forklares ved, at Visa er en veletableret virksomhed, hvilket den også var fra $T=0$.

Modellen er baseret på logistisk vækst, hvilket foreskriver, at grafen vil være asymptote til M . Dette betyder at når N_t går mod M vil n_t gå mod 0 . Dette gør, hvis antagelsen om at virksomheden tjener penge på sine kunder holder, at værdien for virksomhederne vil blive overvurderet, grundet den manglende diffusionseffekt, når virksomheder når deres maksimale antal kunder.

Overvurderingen af virksomhedernes værdi bliver der dog vejet op for. n_t bliver uendelig lille da det er en andengradsligning som går mod 0 , samt at diskonteringsfaktoren sikrer, at værdier langt ude i fremtiden, vil have en ikke signifikant indflydelse på den samlede værdi, hvorfor modellen er en udmærket approksimation af ændringen i antallet af kunder.

Gannett

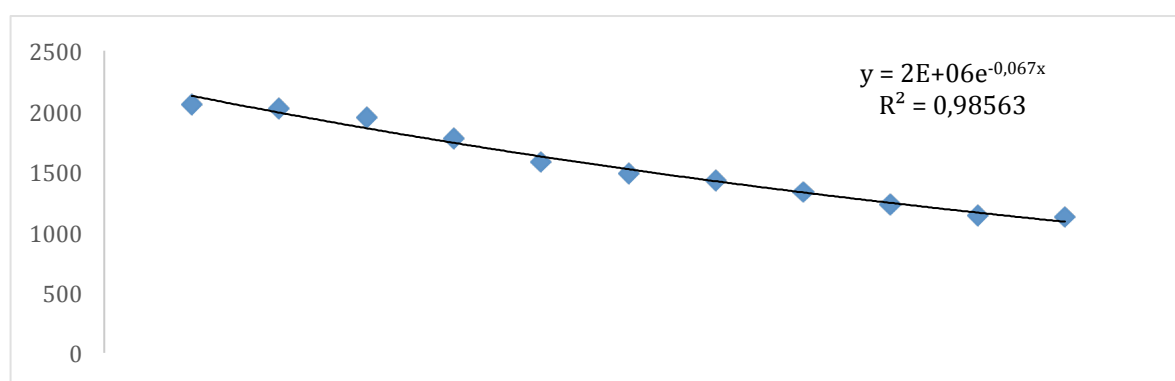
Der bliver som tidligere beskrevet, jf., afsnit 3.3.1, anvendes en anderledes fremgangsmåde til udregningen af antallet af kunderne hos Gannett. Dette skyldes, at den forventede ændring i antallet af kunder hos Gannett, ikke forventes at udvikle sig som i de to andre virksomheder.

Både Netflix's og Visas estimerede kundeantal er baseret på en forventning omkring en stigning i antallet af kunder, dette er ikke tilfældet med Gannett, hvilket kan ses på deres opgørelse af kunder i

den historiske periode, jf., bilag 1. For at finde kundeantallet hos Gannett, er deres årsrapport anvendt. I denne har de klassificeret deres kunder som circulation, hvilket består af en daily circulation og sunday circulation³⁴. For at kunne finde det årlige antal, er følgende udregning lavet:

$$Yearly\ circulation = \left(\frac{1}{7} * sunday\ circulation + \frac{6}{7} * daily\ circulation \right) * 365$$

Fremgangsmåden i dette eksempel er, at anvende dataene fra det historiske antal af kunder, til at lave et punktdiagram, tendenslinje og dertilhørende ligning. Forskellen fra de øvrige analyser er, at der ikke anvendes stigningen i antallet af kunder samt tendenslinjen bliver eksponentiel. Den eksponentielle ligning er valgt grundet tendensen i kundeantallet falder eksponentielt, hvilket er understøttet af den højeste R^2 . Følgende punktdiagram mm., er fundet:



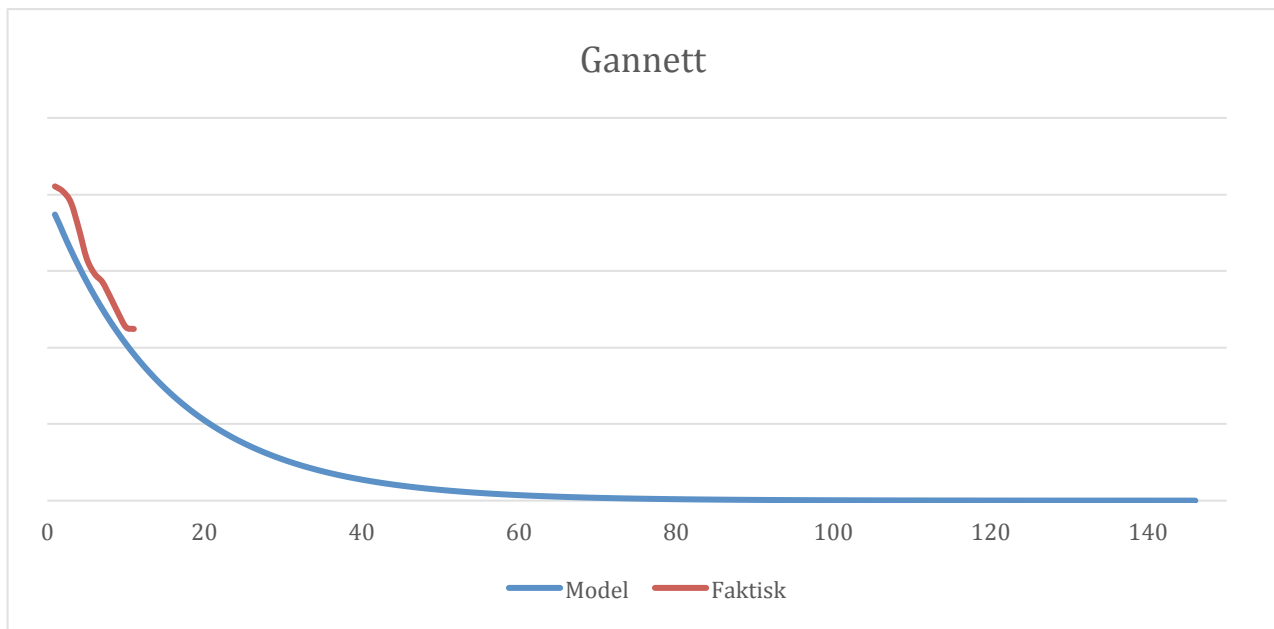
Se bilag 1, for de eksakte tal. Hermed anvendes følgende formel for Gannett:

$$n_t = 2000000 * e^{0,067*t}$$

Herfra anvendes ligningen til at lave en estimat af de fremtidige antal kunder på tidspunkt t .

De nøjagtige kundeestimer er at finde på Bilag 2, og giver følgende antal af kunder på tidspunkt t :

³⁴ Gannett årsrapport 2015, 26



Modellen underestimerer antallet af kunder i hele den historiske periode. En startværdi på 2.150.000 kunder i stedet for 2.000.000 i $T=0$, ville gøre, at modellen havde ramt det faktiske antal kunder langt mere præcist. Modellens estimat nærmer sig den rigtige antal igennem perioden, hvilket underbygger, at modellen er et passende estimat for det fremtidige antal kunder, hvilket ydermere kunne tyde på, at estimatet af kunder er bedre end en startværdi på 2.150.000, hvorfor modellen anvendes.

Antallet af ny erhvervede kunder vil i alle perioder være 0. Dette afspejler ikke virkeligheden, da Gannett igennem markedsføring mm., stadig er i stand til at erhverve nye kunder. Dog er faldet i antal af nuværende kunder større end antallet af ny erhvervede kunder. Der er ingen opdeling af disse grupper i Gannetts opgørelser, hvorfor det antages, at der ikke kommer nye kunder i perioden.

4.2 Margin per kunde

Genkald at margin per kunde for den givne virksomhed findes ved følgende:

$$\text{Margin per kunde} = \frac{\text{Indtjening} - \text{Omkostning}}{\text{Antaller af kunder}}$$

Gennemsnittet af de sidste fire kvartalers margin vil blive anvendt til udregningen af Customer Lifetime Value.

Den udfordrende del af udregningen af dette parameter findes ved klassifikationen af omkostningerne, der er tilknyttet til indtjeningen. Udfordringen består primært i at udelukke de rigtige omkostninger der ikke er forbundet til indtjeningen. Markedsføringsomkostningerne er ikke en del af denne udregning, da disse primært bruges til erhvervelsesomkostninger samt tilbageholdelsesgraden, hvorfor der bliver taget hånd om disse i de berørte afsnit.

Netflix

Til udregningen af margin per kunde for Netflix, er der anvendt 2015 *Quarterly Earnings*³⁵.

Netflix har i sin *Quarterly Earnings* rapport redegjort for deres indtjening og omkostninger som *revenues* og *costs of revenues* jf., årsrapporten³⁶. Det har derfor ikke været muligt at gå dybere til værks i forhold til at udelade eventuelle omkostninger, der ikke er tilknyttet indtjeningen. Det er absolut muligt, at en opdeling af *costs of revenues* havde resulteret i en udeladelse af nogle specifikke omkostninger. Der kan derfor her allerede opstå fejlestimer.

Markedsføringsomkostninger er klassificeret for sig selv i deres rapporter, hvilket gavner processerne både i henhold til margin per kunde og erhvervelsesomkostningerne, da disse ikke skal fjernes fra omkostningerne, og derved undgå antagelser og lignende.

Antallet af kunder, der er blevet anvendt, er direkte beskrevet i Netflix's *Quarterly Earnings*.

Her er rapporterne opdelt både i henhold til DVD-segmentet, international streaming og indenlandsk streaming. Man kunne med fordel kun have anvendt streaming segmentet, da Netflix i forbindelse med værdiansættelsen igennem Customer Lifetime Value, skal agere som et klassisk eksempel på en vækstvirksomhed i stor fremdrift. Ulempen ved at medtage DVD-segmentet er, at dette segment ikke agere på samme måde, som resten af virksomheden i henhold til deres udvikling. Dette segment har en tydelig nedadgående tendens i både kundeantallet og indtjeningen. Det har dog været nødvendigt at medtage DVD-segmentet grundet den manglende opdeling af posten *other operative expenses*. Den manglende opdeling og udelukkelse af DVD-segmentet, kunne skabe stor miskredit til resultaterne i forhold til margin per kunde, erhvervelsesomkostningerne og til værdiansættelsen igennem Discounted Cash Flow modellen. Der vil ikke blive gået yderligere i dybden med skilningen af de to segmenter.

Med disse pointer in mente, er følgende resultater udregnet for Netflix:

³⁵ Hjemmeside 11

³⁶ Netflix årsrapport 2015, 41

Netflix	1 Kvartal	2 Kvartal	3 Kvartal	4 Kvartal	Total/gennemsnit
Indtjening	1.573.129	1.644.694	1.738.355	1.823.333	6.779.511
Direkte omkostninger	851.724	924.612	965.856	1.025.192	3.767.384
Andre operative omkostninger	234.595	250.967	282.654	289.901	1.058.117
Markedsførings omkostninger	194.677	197.140	208.102	224.173	824.092
Profit	486.810	469.115	489.845	508.240	1.954.010
Profit margin	31%	29%	28%	28%	29%
Totale kunder, ultimo	62.274	65.551	69.168	74.762	271.755
Margin per kunde	7,82	7,16	7,08	6,80	7,21

Den overstående tabel viser Netflix margin per kunde. Tallene er opgjort i tusinde dollars, bortset fra både margin per kunde og profit margin, mens totale kunder er i tusinde. I 2015 svinger marginen per kunde fra \$7,08 til \$7,82 hvilket betyder der vil blive anvendt en margin i modellen på \$7,21 for netflix.

Visa

Til udregningen af dette estimat er der anvendt data fra deres *Operational Data* og *Earnings Release* rapporter fra både 2015 og 2016, under deres *Quarterly Results*³⁷. Deres indtjening og omkostninger er fundet under deres *Earnings release*, og antallet af kunder er fundet under *Operational Data*.

Visa har i deres rapporter redegjort for deres indtjening og omkostninger som *Operating Revenues* og *Operating Expenses*. Herfra har de yderligere opdelt deres indtjening og omkostninger. Under indtjeningsposten findes underposter som *service*, *data processing*, *international transactions* og *other revenues*, samt *client incentives*. Til udregningen af dette parameter er alle indtjeningsformer medtaget. *Client incentives* er en negativ post i deres omsætningsopgørelse, hvilket kan skabe tvivl om denne post som indtjening, om denne skriver Visa i deres årsrapport fra 2015 således³⁸:

"Client incentives consist of long-term contracts with financial institution clients and other business partners for various programs designed to build payments volume, increase Visa-branded card and product acceptance and win merchant routing transactions over our network. These incentives are primarily accounted for as reductions to operating revenues."

Visas regnskabspraksis er Financial accounting Standard Boards (FASB)³⁹.

³⁷ Hjemmeside 12

³⁸ Visa årsrapport 2015, 44

³⁹ Visa årsrapport 2015, 82

Omkring denne slags poster siger FASBs *ASC 605 revenue recognition* følgende omkring *customer payment and incentives*⁴⁰:

ASC 605-50 notes the following:

This Subtopic provides guidance on all of the following:

- a. A vendor's accounting for consideration given by a vendor to a customer (including both a reseller of the vendor's products and an entity that purchases the vendor's products from a reseller). Such consideration (including sales incentives) offered by a vendor on either a limited or a continuous basis to a customer may take various forms including discounts, coupons, rebates, and free products or services.*
- b. Accounting by a customer (including a reseller) for certain consideration received from a vendor.*
- c. A service provider's accounting for consideration given by the service provider to a manufacturer or reseller of equipment (see paragraph 605-50-25-13).*

Dermed bliver posten *client incentives* medtaget i omsætningen.

Visas omkostninger er også inddelt i flere underposter, denne post består af en række underposter som *personnel, marketing, network and processing, professional fees, depreciation and amortization, general and administrative* og *litigation provision*. I denne betragtning er både *marketing* og *litigation provision* ikke klassificeret som direkte omkostninger til den operationelle drift. Om de to omkostningsposter siger årsrapporten følgende:

"Marketing includes expenses associated with advertising and marketing campaigns, sponsorships and other related promotions of the Visa brand."

"Litigation provision is an estimate of litigation expense and is based on management's understanding of our litigation profile, the specifics of the cases, advice of counsel to the extent appropriate and management's best estimate of incurred loss as of the balance sheet date."

Begge omkostningstyper er undladt, da de ikke er direkte forbundet til indtjeningen, hvilket er et kriterium for udregningen af dette estimat.

Endvidere er Visas regnskabsår gældende fra september ti september, hvilket der er taget højde for og redigeret, så det nu er gældende fra januar til januar, for bedst muligt at matche fremgangsmåderne.

⁴⁰ Hjemmeside 13

Hermed er de følgende resultater opnået for Visa:

Visa	1 Kvartal	2 Kvartal	3 Kvartal	4 Kvartal	Total/gennemsnit
Indtjening	3.565	3.571	3.518	3.409	14.063
Direkte omkostninger	975	1.024	1.032	935	3.966
Andre omkostninger	194	264	224	190	875
Profit	2.590	2.547	2.486	2.474	10.097
Profit margin	73%	71%	71%	73%	72%
Totale kunder, ultimo	711	725	738	755	2.929
Margin per kunde	3,64	3,51	3,37	3,28	3,45

Den overstående tabel viser de endelige resultater efter omskrivningen. Resultaterne er i millioner dollars, undtagen profit margin og margin per kunde, mens totale kunder er opgjort i millioner. Resultatet viser en nedadgående tendens i Visas margin per kunde igennem 2015. Det første kvartal afsluttes med en margin på \$3,64, og det fjerde kvartal slutter med en margin på \$3,28. Dette er et fald på \$0,36 henover året, hvorfor den årlige margin er \$3,45.

Gannett

Her er brugt information fra deres investor relation side⁴¹, hvor både SEC Filings og deres årsrapport 2015, er anvendt til at finde frem til deres indtjening, omkostninger og antallet af kunder. Ligesom Visa, har Gannett opdelt deres indtjening og omkostninger på samme facon. Forskellen ligger i underposterne, der her består af *advertising*, *circulation* og *other* i indtjeningsdelen, mens omkostningsdelen består af *cost of sales and operative expenses*, *selling*, *general and administrative expenses*, *depreciation*, *amortization of intangible assets* og *facility consolidation and asset impairment charges*.

I forhold til Gannetts indtjening, er alle tre poster blevet anvendt. Man kunne have valgt at fravælge en del af posten *advertising*, nærmere betegnet, den digitale del af indtjeningen, der sker igennem digital reklamering. Dog har der ifølge årsrapporten også været en faldende tendens på netop det marked. "*Digital advertising revenues, which comprise retail, national and classified advertising, were \$424 million in 2015 and \$447 million in 2014, a 5% decrease on the prior year.*".

Da Gannett skal agere som et eksempel på en negativ vækstvirksomhed, skader det ikke at medtage disse resultater i forhold til den endegyldige konklusion.

I omkostningsdelen er der ikke blevet anvendt den fulde omkostning på *selling*, *general and administrative expenses*. Dette skyldes, at markedsføring ikke kan betegnes som direkte forbundet

⁴¹ Hjemmeside 14

til den operative indtjening. Det har ikke været muligt at finde en kilde på det eksakte beløb Gannett har brugt i forbindelse med markedsføring, og derfor antages det, at 20% del af denne post går til netop det. Antagelsen er baseret på benchmarking, ifølge Ann Bramsons artikel, omkring markedsførings budgetter⁴². Her findes den optimale andel af markedsføringsomkostninger mellem 1-10% af indtjeningen, 58% af alle virksomheder benytter under 4% af deres indtjening på markedsføring.

Et markedsføringsbudget på 5% af Gannetts indtjening, svarer til cirka 20% af *selling, general and administrative costs* posten.

Markedsføringen hos Gannett består af telemarketingsafdelinger, hvilket også ses i Danmark på lignende produkter. Derudover, har Gannett bl.a. også modtaget et sagsanlæg i en sag vedrørende telemarketing, hvilket der bliver refereret til i årsrapporten⁴³.

Ifølge The Wall Street Journal, er der tre gængse måder at erhverve nye kunder indenfor avisbranchen⁴⁴. Udover telemarketing findes der internet reklamer samt ”frivillige” tilmeldinger.

Artiklen redegøre for at Gannett erhverver 37,8% af sine kunder igennem telemarketing.

”Gannett Co., the largest newspaper publisher in the U.S., generates 37.8% of its subscribers through telemarketing, compared to 39.1% for the newspaper industry overall, said Tara Connell, a spokeswoman for Gannett. The publisher of USA Today and nearly 100 other U.S. newspapers has been working on plans to change how it solicits subscribers.”. Udover de tre former som artiklen nævner, kan mail-henvendelser yderligere tilføjes til listen.

Antallet af kunder hos Gannett er opgjort efter metoden der er nævnt i afsnit 3.3.1.

Yderligere, har det ikke været muligt at skaffe adgang til rapporterne vedrørende første og fjerde kvartal i 2015, hvorfor der ud fra de øvrige kvartals, halvårslige og årsrapporter er udregnet de manglende data, dette gøres for at matche den metode som brugt i forbindelse med værdiansættelsen af både Netflix og Visa.

Hermed findes det gennemsnit af kunder, Gannett når ud til per dag, og ganger det med antal dage på året. Der er ikke taget højde for eventuelle helligdage, fridage med mere.

Da det ikke har været muligt at finde Gannetts kundeantal i kvartårlige data, er de kvartårlige kundedata blevet udregnet igennem de kvartårlige indtjeningsdata, hvilket betyder, at der er blevet

⁴² Hjemmeside 15

⁴³ Gannett årsrapport 2015, 20.

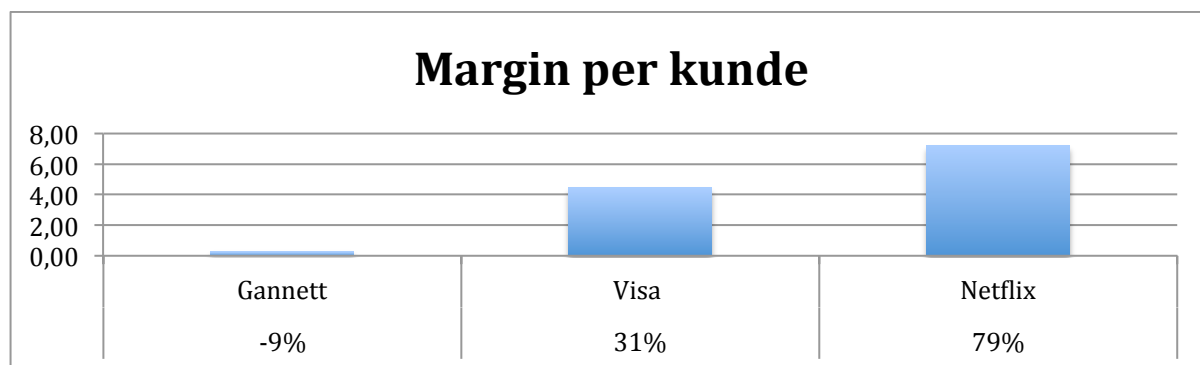
⁴⁴ Hjemmeside 16

anvendt samme procentandel, som i reelle tal betyder, at når første kvartals indtjening står for 24,72% af den samlede indtjening i 2015, så er det antaget at kundeantallet i første kvartal også er 24,72% af det samlede kundeantallet i 2015 jf., bilag 1.

Dette har medvirket til følgende resultater for Gannett:

Gannett	1 Kvartal	2 Kvartal	3 Kvartal	4 Kvartal	Total/gennemsnit
Indtjening	739.344	701.236	727.072	717.360	2.885.012
Direkte omkostninger	665.076	614.516	642.701	651.883	2.574.177
Markedsføringsomkostninger	35.755	34.607	35.377	35.666	141.404
Profit	74.268	86.720	84.371	65.477	310.835
Profit margin	10%	12%	12%	9%	11%
Totale kunder, ultimo	277.249	282.081	273.552	288.502	1.121.384
Margin per kunde	0,27	0,31	0,31	0,23	0,28

Gannets data er opgjort i tusinde dollars bortset fra profit margin og margin per kunde, mens totale kunder er opgjort i tusinde. Til forskel fra både Netflix og Visa er deres margin ikke så volatil. Den svinger fra \$226,95 til \$308,43 per kunde, hvorfor den endelige margin for 2015 er på \$277,67.



Overstående diagram viser fordelingen af virksomhedernes margin per kunde, i forhold til deres vækst i indtjeningen fra 2014 til 2015.

Man kan se en tydelig forskel i virksomhedernes margin per kunde. Tendensen viser en faldende margin fra Netflix til Gannett, der kunne forklares ved, hvor stor en vækst virksomheden er i. Som eksempel for en klassisk vækst bruges Netflix, hvilket også er den virksomhed med størst margin per kunde. Netflixs data viser en virksomhed, hvor der i øjeblikket er en stor indtjening, men endnu ikke et stort antal af kunder. Dog er stigningen i kunder markant større end i de to andre virksomheder.

Visa eksemplificerer en stabil virksomhed, hvilket bedst kan ses på den enormt store indtjening og den store base af kunder, hvor udviklingen af kunder og indtjening begge er roligt stigende. Visas margin per kunde bærer præg af dette, og kan findes et stykke under Netflixs ditto.

Gannett præsenterer en virksomhed i fald. Her er både indtjening og kundebase roligt faldende, dette kan også ses i deres margin per kunde, som endnu er positiv men meget tæt på 0.

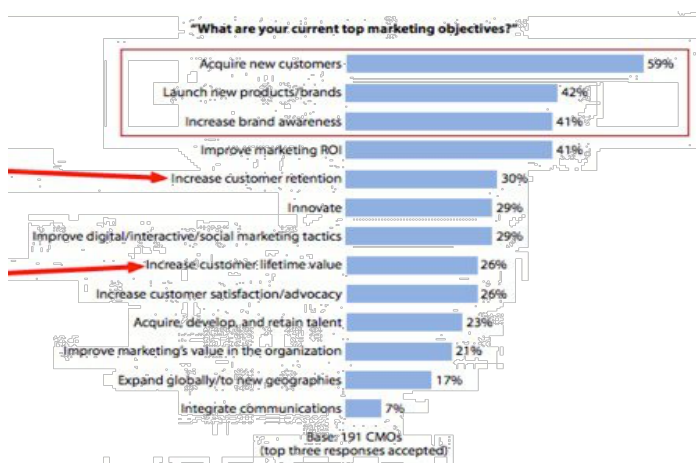
4.3 Erhvervelsesomkostninger

Til udregning af erhvervelsesomkostninger er følgende udregning blevet anvendt:

$$\text{Erhvervelsesomkostninger} = \frac{\text{Markedsføringsomkostningerne}}{\text{Antallet af nye kunder}}$$

De største besværligheder i forbindelse med udregningen af dette parameter er, at få klassificeret de rigtige omkostninger til markedsføringsomkostningerne.

Selvom både markedsføringsomkostningerne anvendes til både erhvervelse af nye kunder og fastholdelse af eksisterende kunder, er det ikke muligt at opdele disse, da der ikke er nok informationer omkring dette. Selvom det ikke er muligt at opdele disse to poster, er det ikke noget, der påvirker de endelige resultater. Mange undersøgelser viser, at der generelt bliver anvendt en større andel af midlerne på at erhverve nye kunder, fremfor fastholdelse af eksisterende kunder. Thomas (2001)⁴⁵ redegør for, at kun en meget lille andel af markedsføringsomkostningerne tilhører fastholdelse af kunder, heri beskrevet som tilbageholdelsesgrad. Ydermere, er dette også underbygget af Forrester Researchs undersøgelse fra 2011⁴⁶.



⁴⁵ Thomas, Jacquelyn (2001), 262

⁴⁶ Hjemmeside 17

Netflix

Til udregning af dette parameter, er data fra Netflix's *Quarterly Earnings* blevet anvendt, her er det muligt både at se antallet af kunder og markedsføringsomkostningerne per kvartal.

Hermed er følgende data for Netflix fundet:

Netflix	1 Kvartal	2 Kvartal	3 Kvartal	4 Kvartal	Total/gennemsnit
Markedsføringsomkostning	194.677	197.140	208.102	224.173	824.092
Nye Kunder	4.680	3.027	3.363	5.438	16508
Erhvervelsesomk. per kunde	41,60	65,13	61,88	41,22	52,46

Markedsføringsomkostningerne er opgjort i tusinde dollars, og antallet af nye kunder er opgjort i tusinde. Tendensen viser en meget volatil erhvervelsesomkostning for Netflix, der fra første til andet kvartal stiger cirka 50%, mens den falder omtrent 33% fra tredje kvartal til fjerde kvartal. Den mest iøjnefaldende årsag til dette er at finde i mængden af nye kunder i anden og tredje kvartal. De to kvartaler bærer præg af et relativt lille antal af nye kunder, hvilket bedst kan forklares ved årstiden, hvor de fleste mennesker har tendens til at vælge at være udenfor i de varmere måneder.

Netflix's erhvervelsesomkostninger for 2015 ender trods store udsving på \$52,46 per kunde.

Visa

Der er blevet anvendt samme datakilder som i udregningen margin per kunde i afsnit 4.2.

Visa har under deres *operating expenses* redegjort for deres markedsføring omkostninger.

Visa	1 Kvartal	2 Kvartal	3 Kvartal	4 Kvartal	Total/gennemsnit
Markedsføringomkostning	194	253	224	190	861
Nye kunder	13	14	13	17	57
Erhvervelsesomk. per kunde	14,92	18,07	17,23	11,18	15,35

De to omkostningsformer er opgjort i millioner dollars, mens kunderne er opgjort i millioner. Resultaterne viser en gennemsnitlig erhvervelsesomkostning per kunde på \$32,78 for Visa, hvilket vil blive anvendt til den efterfølgende værdiansættelse.

Gannett

Her er igen benyttet de samme data som til udregningen af margin per kunde. Som beskrevet i Afsnit 4.2, er det antaget, at markedsføringsomkostningerne består af 20% af deres *selling, general and administrative costs*. Det har ikke været muligt at opstøve andre eventuelle markedsføringsomkostninger i deres årsrapport. Det er bestemt en mulighed at

markedsføringsomkostningerne ikke hører ind under i denne post, men eventuelt er at finde i eksempelvis *other non-operating items* eller lign.

Med disse punkter in mente, er disse resultater fundet for Gannett opgjort i tusinde dollar, med undtagelse af erhvervelsesomkostninger per kunde:

Gannett	1 Kvartal	2 Kvartal	3 Kvartal	4 Kvartal	Total/gennemsnit
Markedsføringsomkostning	35755	34607	35377	35666	141404
Nye Kunder	(15)	5	(9)	15	-4
Erhvervelsesomk. per kunde	-2352,68	7161,47	-4147,86	2385,67	761,65

De overstående resultater giver hurtigt en fornemmelse om, at de overstående data ikke stemmer helt overens. Der er for hele 2015 et fald i antal kunder på 3944 tusinde, hvilket ikke stemmer overens med en positiv erhvervelsesomkostning for Gannett.

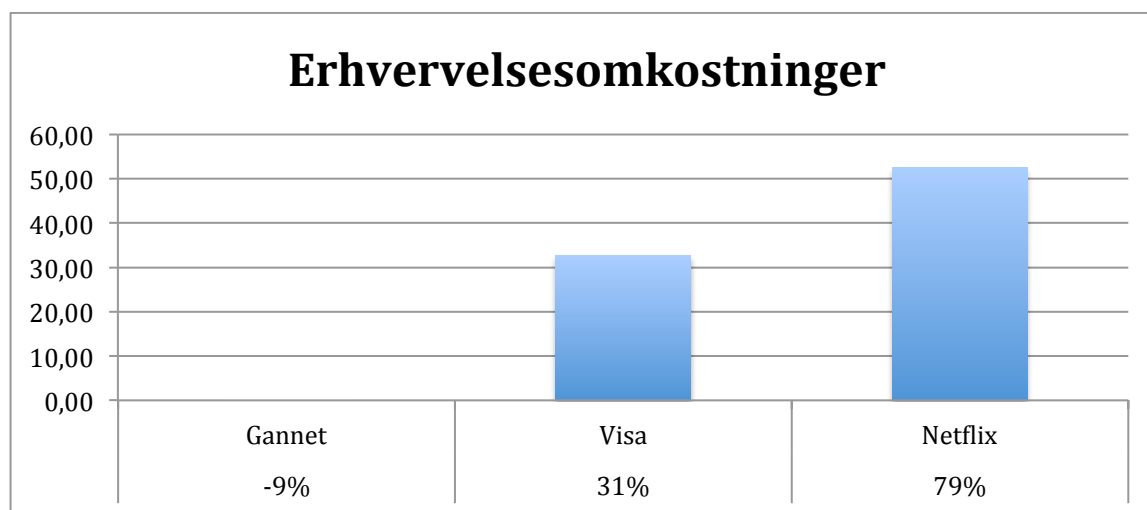
Hvis man derimod vælger at kigge på erhvervelsesomkostningerne som helhed for 2015, i stedet for at kigge på gennemsnittet af kvartalerne, har Gannett en erhvervelsesomkostning på -\$35853,17. Dette stemmer ikke overens med forudsætningerne for værdiansættelsesmetoden, her påvirker erhvervelsesomkostninger det endelige resultat på følgende måde:

$$\int_{k=0}^{\infty} \int_{t=k}^{\infty} n_k m_{t-k} e^{-ik} e^{\left(-\frac{1+i-r}{r}\right) * (t-k)} dt dk - \int_{k=0}^{\infty} n_k c_k e^{-ik} dk$$

Genkald at erhvervelsesomkostningerne er beskrevet ved **c**. En positiv erhvervelsesomkostning betyder i princippet, at virksomheden betaler et bestemt beløb for at erhverve en bestemt kunde, hvilket påvirker Customer Lifetime Value negativt. En negativ erhvervelsesomkostning betyder, at kunderne betaler ekstra beløb til selskabet, udover beløbet for produktet, der i princippet skulle øge det antal af midler selskabet har til markedsføring, hvilket ikke er i overensstemmelse med virkeligheden. Yderligere, vil en positiv erhvervelsesomkostning påvirke det sidste led af formlen negativt, og derfor virksomhedens værdi positivt, og dermed ødelægge den gængse tankegang bag ideen.

Hvis man kigger på denne problemstilling fra en hel anden vinkel, så betyder faldet i antallet af kunder for virksomheden overordnet set, at Gannett i 2015 ikke modtager nogle nye kunder, hvilket understreges af analyse i afsnit 4.1. Dette er ikke i overensstemmelse med virkeligheden, hvor Gannett naturligvis erhverver nye kunder, men antallet af kunder der forlader virksomheden blot er større. Denne antagelser tilpasser blot modellens præmisser, og dermed bliver

markedsføringsomkostningerne antagelsesvis kun anvendt til fastholdelse af eksisterende kunder, hvorfor det sidste led af Customer Lifetime Value formelen går i 0. Dermed bliver dette også værdien, som bliver anvendt til den endelige værdiansættelse.



Overstående diagram viser fordelingen af virksomhedernes gennemsnitlige erhvervelsesomkostninger i de fire kvartaler i 2015. Disse data har tilnærmelsesvis de samme tendenser som i margin per kunde udregningerne, hvorfor dette parameter også har tendens til at stige i takt med væksten i virksomheden. Dette kan forklares ved de relative høje markedsføringsomkostninger Netflix anvender, til at erhverve nye kunder. Netflixs samlede markedsføringsbudget for 2015 er på 824.092.000 dollars, mens Visas ditto er på 861.000.000 dollars.

Ud fra disse initiativer modtager Netflix 17.371.000 nye kunder i 2015, mens Visas kundebase stiger med hele 57.000.000 nye kunder.

Den store difference i virksomhedernes erhvervelsesproces' afkast, kan forklares ved deres kendskab til markedet, leverandører, brand med mere.

Udover markedsføringsomkostningerne, har Visa også *Cleint incentives*, der er tilknyttet netop disse parametre, der yderligere kan være årsagen til den store forskel. Her bliver der, udover fastholdelse og erhvervelse af nye kunder, anvendt store summer af midler på at pleje leverandørforhold, udvikle nye produkter mm.

4.4 Tilbageholdelsesgrad

Her har det ikke været muligt at finde nogle eksakte oplysninger omkring dette parameter i virksomhedernes egne data. Dermed bliver estimeringen af dette parameter lavet ud fra en kvalitativ og en kvantitativ tilgang. Genkald den kvalitative tilgang består af følgende formel:

$$\text{Customer retention rate} = \left(\frac{CE - CN}{CS} \right) * 100$$

Netflix

Netflix oplever store udsving i længden, som en specifik kunde gør brug af deres abonnement. Et sådan abonnement kan variere fra en måneds gratis prøveperiode til mere end 5 år. En undersøgelse har redegjort for, at et gennemsnitlig abonnement hos Netflix varer i 25 måneder⁴⁷, mens en anden undersøgelse viser, at 90% af kunder der vælger et prøvemedlemskab efterfølgende også er kunde hos Netflix efter prøveperioden. Dette er to modstridende oplysninger omkring tilbageholdelsesgraden hos Netflix, på den ene side er 25 måneder ikke et specielt langt kendskab til en kunde, mens 90% af alle nye kunder vælger at blive i selskabet er et rigtigt højt snit.

Markedet Netflix opererer i er generelt præget af mange substitutter, konkurrenter og lette adgangskrav, derudover er det utroligt let for kunderne at skifte fra det ene selskab til det andet. Substitutprodukterne er blandt andet TV, Youtube og ulovlig download. De største konkurrenter er Amazon, Hulu og HBO⁴⁸. Netflix nævner i deres årsrapport fra 2014, at truslen for nye indtrængere på markedet er høj, hvilket igennem nye teknologiske innovative tiltag, kan overbevise deres eksisterende kunder om at skifte abonnement. Disse faktorer påvirker alle Netflixs tilbageholdelsesgrad negativt.

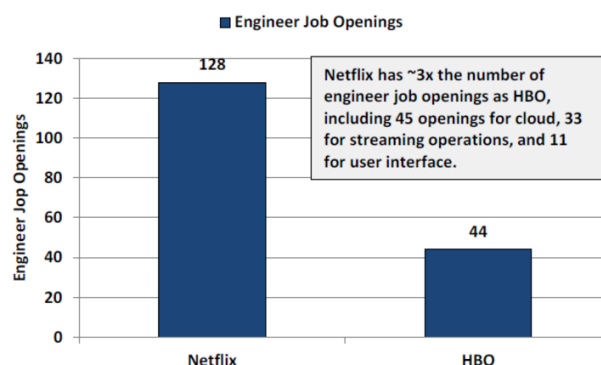
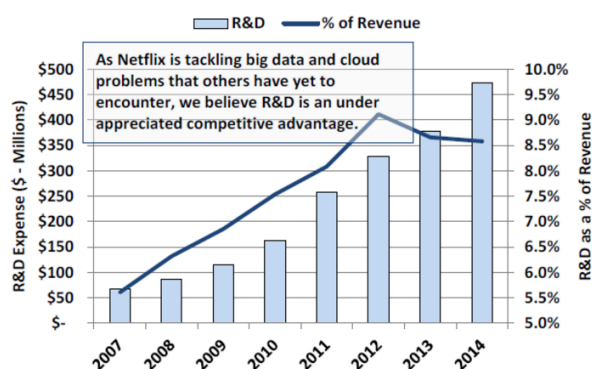
På den anden side, så er Netflixs komparative fordel deres store andel af investeringer i R&D, med fokus på bl.a. forbedring af lyd- og billedkvalitet⁴⁹ og deres cloud teknologi⁵⁰. Value Walks artikel omkring Netflix, anvender en Raymond James Research der påviser, at relativt til HBO, har Netflix tre gange så mange ingeniørjobs, hvilket stiller dem i en utrolig stærk position, både i dag men især i fremtiden:

⁴⁷ Hjemmeside 18

⁴⁸ Hjemmeside 19

⁴⁹ Netflix årsrapport 2014, 15

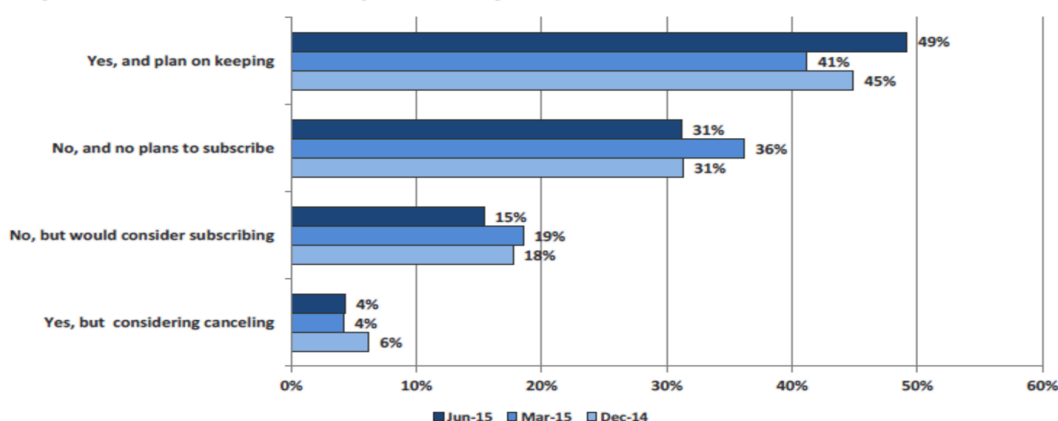
⁵⁰ Hjemmeside 20



Sources. Company filings, company job postings, Raymond James research

Raymond James Research har yderligere lavet endnu en undersøgelse, der er værd at tage med i overvejelserne omkring Netflix's tilbageholdelsesgrad.

Do you have a Netflix subscription today?



N=423. Source: Raymond James research.

Her kan det ses, at 49% af de adspurgte personer i undersøgelsen, har, og vil beholde Netflix som streamingtjeneste, mens kun 4% har tjenesten, men vil ikke forsætte abonnementet.

Ud fra disse data, er følgende retention rates fundet i det pågældende måneder:

Netflix	jun/15	mar/15	dec/14
Ja, beholde	49	41	45
Ja, afbestille	4	4	6
Totalt antal	53	45	51
Tilbageholdelsesgrad	92%	91%	88%

Dette eksempel tager udgangspunkt i, at undersøgelsen har adspurgt 100 mennesker, hvoraf 53 af dem havde Netflix. Dermed kan man estimere en tilbageholdelsesgrad, da 49 ud af 53 vælger at forsætte hos virksomheden.

Til anvendelse af tilbageholdelsesformlen, er de samme kundedata blevet anvendt som i Afsnit 4.2 og 4.3. Den svære del af denne udregning ligger i, at virksomheden ikke har opgivet et specifikt antal af kunder, der har forladt virksomheden. Til at løse dette, er Churn raten blevet anvendt.

Churn raten⁵¹ er tæt tilknyttet til tilbageholdelsesgraden, Churn kan beskrives som det modstridende parameter. Dette bestræber, at estimere antallet af kunder, der ikke vender tilbage til virksomhederne efter en periode. Park Associates har estimeret Netflixs Churn rate til at være 9% for et helt år⁵².

Det har medført følgende data og retention rate for Netflix:

Netflix	
Kunder primo	57.391
Kunder ultimo	74.762
Difference	17.371
Churn	6.729
Nye kunder	24.100
Tilbageholdelsesgrad	88,28%

Her er antallet af kunder primo fra fjerde kvartal 2014, og kunder ultimo er fra fjerde kvartal 2015, dermed matches churn raten, der er 9% for et helt år. Churn raten på 9% betyder, at 6.729 kunder i perioden har forladt virksomheden, dette tal er udledt fra kunder ultimo. Dermed modtager virksomheden 24.100(17.371+6.729) kunder fra 2014-2015.

$$Tilbageholdelsesgrad = \left(\frac{74.762 - 24100}{57.391} \right) = 88,28\%$$

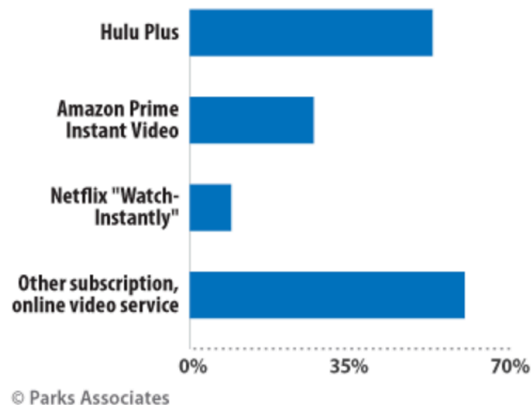
De kvantitative data peger på en høj tilbageholdelsesgrad mellem 88% og 92%. Der kan dog stilles spørgsmålstejn ved undersøgelsen og metoden hertil. Den pågældende artikel indeholder ikke nogen information over testgruppens størrelse, geografi eller lign. Endvidere, kan Netflixs Churn rate virke ret lav i forhold til konkurrenterne, hvilket stiller spørgsmålstejn ved det endelige resultat, i henhold til udregningen igennem formelen.

⁵¹ Hjemmeside 21

⁵² Hjemmeside 22

Subscribers Canceling OTT Service as a Percentage of Current Subscriber Base

Subscribers of Specified OTT Services
in U.S. Broadband Households



Dog påpeger Park Associates direktør, Brett Sappington, at det kan tyde på, at forbrugerne holder fast i Netflixs abonnement, og eksperimenterer med de andre tjenester.

“The high churn rate for many of these services suggests that consumers are holding onto their Netflix account while experimenting with the wide variety of other video subscription options.”

Med disse overvejelser in mente, og at de kvalitative data argumenterer for svære betingelser på markedet, vil der fremover blive anvendt en tilbageholdelsesgrad for Netflix på 85%.

Visa

Visa opererer primært indenfor transaktioner, dette sker blandt andet igennem deres udbud af diverse korttyper. For kunder er det meget simpelt at skifte kortudbyder, hvilket påvirker virksomhedens tilbageholdelsesgrad negativt. Dog har Visa et af verdens stærkeste brands, hvilket bl.a. understreges ved, at Visa ligger nummer 30 på Forbes liste over mest værdifulde brands - hele 23 pladser højere end MasterCard⁵³.

Endvidere blev det klargjort, at Visa ynder at benytte store summer af midler på netop at imødekomme en højere tilbageholdelsesgrad, hvilket beskrevet i afsnit 4.2 omhandlende *client incentives* og i afsnit 4.3 omhandlende deres markedsføringsomkostninger.

Bain og Company redegjorde i 2013, at omkring 3% af alle bankkunder skifter bank hvert år.

⁵³ Hjemmeside 22

Gupta et al. (2004) anvender en industri ekspert til redegørelsen af Capital One's tilbageholdelsesgrad. Eksperten foreslår en tilbageholdelsesgrad mellem 85% og 88% til North American Credit Cards.

For at matche Gupta et al. (2004), anvendes en tilbageholdelsesgrad for Visa på 88%, ikke kun fordi den stemmer overens med metoden, de anvender, men grundet, at en så høj tilbageholdelsesgrad også stemmer overens med de resterende kvalitative data, her hentydes til Visas brand, og at de bruger mange midler på stadig at forbedre sig.

Gannett

Virksomheden opererer i en negativt vækstende industri, hvor størstedelen af kunderne, har fundet, eller finder nye alternativer til produkterne. Som det også kan fornemmes i de øvrige parametre, der er blevet fundet, forventes en stor forskel i Gannetts og de to andre virksomheders resultater vedrørende tilbageholdelsesgraden. Forventningen kommer på baggrund af den store kundestrøm væk fra netop denne industri, hvor de to øvrige industrier har været betydelig bedre til at holde på kunderne.

Der er fire gængse metoder til at fastholde eller erhverve nye kunder på i avisbranchen.

Man kan opdele kunderne i grupper, efter hvilken måde den givne virksomhed har erhvervet kunden, grundet de forskellige tilbageholdelsesgrader hver erhvervelsesmetode har.

Ifølge The Wall Street Journal, har avisbranchen følgende tilbageholdelsesgrader efter et år forbundet på erhvervelsesmetoden⁵⁴.

Erhvervelsesmetoder	Tilbageholdelsesgrad	Andel af kunder	Andel af Tilbageholdelsesgrad
Frivillig tilmelding	60%	15,20%	9,12%
Internet	51%	21,00%	10,71%
Mail	50%	26,00%	13,00%
Telemarketing	28%	37,80%	10,58%
I alt	43,41%	100%	43,41%

Jf., afsnit 4.2 er 37,8% af alle Gannetts nyerhvervede kunder rekrutteret igennem telemarketing. Dermed har over en tredjedel af deres abonnementer en tilbageholdelsesgrad på 28%.

Herfra antages det, at mail står for omkring 25%, mens internettet står for omkring 20% og de frivillige tilmeldelser står for omkring 15% af erhvervelserne. Der er antaget en lineær negativ

⁵⁴ Hjemmeside 16

tendens her, grundet den mindre aggressive erhvervsform. Der er tillagt små justeringer fra antagelserne om de relative andele af kunder, for at opnå en samlet andel på 100%.

Dette giver en tilbageholdelsesgrad på 43,41% for Gannetts kunder.

Ved udregning af Gannetts tilbageholdelsesgrad igennem avisindustriens Churn rate, opnås en tilsvarende tilbageholdelsesgrad for virksomheden.

Gannett	
Kunder primo	292.446
Kunder ultimo	288.502
Difference	-3.944
Churn	173.101
Nye kunder	169.157
Tilbageholdelsesgrad	42,73%

Churn raten på 60% er opgivet af Clickz.com⁵⁵. Der er anvendt samme fremgangsmåde, som ved udregningen af Netflixs tilbageholdelsesgrads.

Yderligere, så påpeger The Wall Street Journal en difference i tilbageholdelsesgraden efter hvilken betalingsform kunderne anvender.

"The most effective way to hang on to subscribers is by offering so-called easy-pay programs, in which subscribers are automatically billed on their debit or credit cards." Artiklen tilskriver kunder med en lignende betalingsform, en tilbageholdelsesgrad på mellem 79% og 85%, gennemsnitter hertil er 82,5%, hvilket er markant større, end det ses på de tidligere udregnede resultater. Gannett nævner ligeledes i deres årsrapport, at en kunde har større tilbageholdelsesgrad, hvis de anvender sådanne betalingsformer.

"EZ Pay, a payment system which automatically deducts subscription payments from customers' credit cards or bank accounts, enhances the subscriber retention rate. At the end of 2015, EZ Pay was used by 63.7% of all subscribers at Gannett sites."

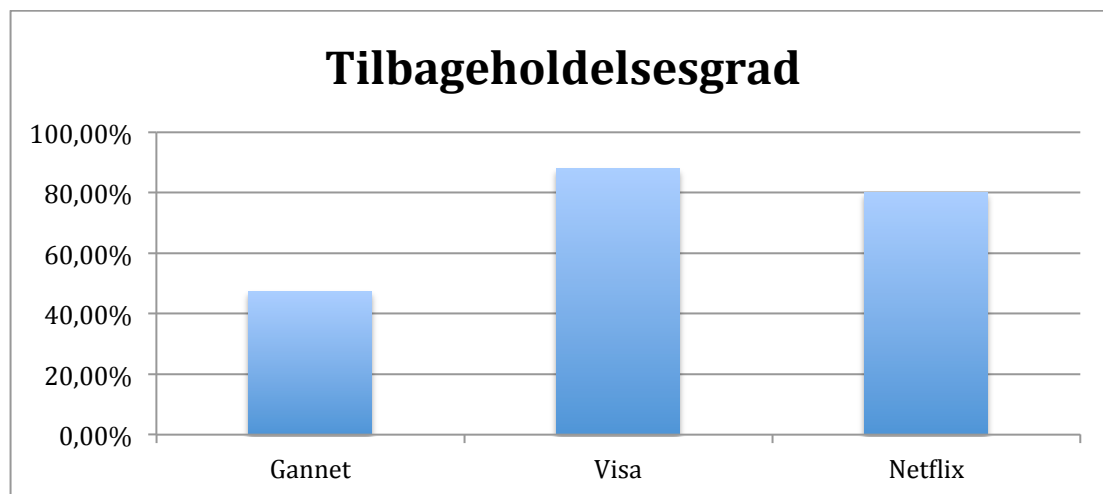
Disse punkter medfører, at Gannett står i en bedre situation end den almene konkurrent. Næsten to tredjedele af Gannetts kunder, har ifølge overstående postulater en markant højere tilbageholdelsesgrad end de tidligere fundet resultater påstår.

Dertil skal antagelsen tillægges, at alle Gannetts markedsføringsmidler bliver anvendt til at fastholde nuværende kunder.

⁵⁵ Hjemmeside 24

Med dette in mente, anvendes en tilbageholdelsesgrad på 47,5% for Gannett.

Afslutningsvis er følgende resultater fundet for de tre virksomheder:



Resultaterne viser ikke nogen signifikant tendens i forhold til tilbageholdelsesgraden og vækstgraden på virksomheden, der bl.a. kunne findes på margin per kunde og erhvervelsesomkostningerne. Dette viser nærmere, at tilbageholdelsesgraden er mere påvirket af industrien, brand, midlerne der bliver anvendt på at forbedre dette parameter og lignende.

4.5 Weighted Average Cost of Capital

Der vil i følgende afsnit blive gået i dybden med udregningen af virksomhedernes **WACC**. Der vil blive uddybet hvor de respektive parametre stammer fra, og overvejelserne bag disse. Genkald fremgangsmåden:

$$WACC = r_E * \frac{E}{V} + r_D * \frac{D}{V} * (1 - t)$$

Det er interessant at diskutere fremkomsten af de overstående parametre. Fremgangsmåden i forbindelse med at finde data til hver virksomhed har været ens, hermed menes, at der er blevet anvendt samme kilder. Parametrene er udledt fra samme årstal mm., hvorfor der bliver redegjort for fremgangsmåden vedrørende udledningen af hvert enkelt parameter, overordnet for alle tre virksomheder.

Den risikofrie rente og markedsrisikopræmien er den samme, da de tre virksomheder alle opererer på det amerikanske marked, hvorfor disse parametre er uændret. Den risikofrie rente er på 1,077% og er en 10 årig rente⁵⁶. Markedsrisikopræmien er på 5,5%⁵⁷.

Virksomhedsværdien er fundet på www.yahoo.com⁵⁸, dataene stammer fra d. 11 maj, her er anvendt *Enterprise Value*. Gælden stammer fra deres balanceopgørelse, her er der anvendt gennemsnittet af de samlede forpligtigelser for 2014 og 2015. Dette er den bogførte værdi, hvilket er brugt, da det er svært at finde frem til markedsværdien af gælden. Gennemsnittet af de to sidste år er brugt, da **WACC** skal anvendes til at tilbagediskontere alle de fremtidige data, hvorfor et enkelt udestående år, kan give et misvisende billede af virksomhedernes fordeling af gæld og egenkapital.

De to ratioer er **E/V** og **D/V** i den generelle **WACC** formel, altså andelen af gæld og egenkapital i forhold til virksomhedsværdien. Beta er fundet på samme side som egenkapital dataene.

Virksomhedens egenkapitalomkostning er fundet med **Capital asset pricing model** eller **CAPM**, fremgangsmåden er som følger:

$$\text{Egenkapitalomkostning} = \text{risikofrie rente} + \text{beta} * \text{markedsrisikopræmien}$$

Gældsomkostningen for Netflix er fundet ved at tage virksomhedernes gennemsnitlige renteudgifter for 2014 og 2015, og dividerer med gennemsnittet af gælden fra 2014 og 2015. Anvendelse af gennemsnittet er gjort på baggrund af samme overvejelser, som ved gældsandelen af virksomheden. Ved Gannett og Visa er der i de respektive regnskab ikke noteret nogen *interest expenses*, hvorfor der er blevet anvendt *bond yields*. S&P 500 har ratet Visa til ”A+”⁵⁹, mens Gannett har ”BB” som rating⁶⁰. Dette betyder andre vilkår i forbindelse med tegning af bonds, hvorfor de respektive gældomkostninger er forskellige. Visa kan låne penge til en rente på 4,01%⁶¹, mens Gannett med deres rating ikke er i stand til at låne penge, hvorfor der er antaget en rente på den i forvejen optaget gæld. Følsomheden i forhold til gældsomkostningen er ikke speciel stor, årsagen til dette er den lave

⁵⁶ Hjemmeside 25

⁵⁷ Hjemmeside 26

⁵⁸ Hjemmeside 27

⁵⁹ Hjemmeside 28

⁶⁰ Hjemmeside 29

⁶¹ Hjemmeside 30

gældsandel, derfor er antagelsen af renten ikke yderligere relevant for pålideligheden af det endelige resultat.

Skattesatsen er fundet ved at kigge på virksomhedernes skatteudgifter i deres resultatopgørelse, gennemsnittet af de to sidste år er blevet anvendt til de endelige udregninger.

Den nedenstående tabel er opgjort i tusinde dollars

	Netflix	Visa	Gannett
Egenkapital	38.201.394	173.885.000	1.628.592
Gæld	1.628.606	10.775.000	1.408
Virksomhedsværdi	39.830.000	184.660.000	1.630.000
E-ratio	95,91%	94,16%	99,91%
D-ratio	4,09%	5,84%	0,09%
Risikofri rente	1,08%	1,08%	1,08%
Beta	0,98	1,03	0,38
Markedsrisikopræmie	5,50%	5,50%	5,50%
Egenkapitalomkostning	5,41%	5,64%	2,76%
Gældsomkostning	5,62%	4,01%	6,00%
Skat	18,60%	29,62%	30,02%
WACC	5,38%	5,48%	2,76%

4.6 Growth

Det er ikke ualmindeligt, at omkring 75% af virksomhedens værdiansættelsesværdi igennem en Discounted Cash Flow model stammer fra terminalperioden⁶². Hvorfor det er essentielt at anvende den rigtige vækst rate i denne periode. Som beskrevet i afsnit 3.3.6 Growth, vil Rotkowsky og Cloughs (2013) artikel anvendes til at opnå det mest realistiske resultat.

De kvantitative data bliver anvendt som grundlag for den endelige vækstrate, mens de kvalitative data er med til at bestemme, hvordan virksomhedernes rate ændre sig fra de historiske data.

Netflix

I forhold til de kvalitative data, angående vækstmulighederne, er det især investeringer i Netflixs nuværende aktiver, der kan skabe vækst for dem. Her tænkes specifikt på investeringerne i deres R&D afdeling. Som beskrevet i afsnit 4.4, er der blandt andet en stor difference i antallet af ingeniører, som Netflix har ansat i forhold til HBO, samt den store andel af deres indtjeningen

⁶² Rotkowsky og Cloughs (2013), 9

bliver reinvesteret i R&D afdelingen. Fokus på at udvikle deres produkter internt, giver Netflix gode muligheder for vækst i terminal perioden.

Angående Netflixs muligheder for opkøb eller lign., rammer virksomheden en mur grundet deres store gæld, og skriver følgende vedrørende den problemstilling⁶³.

- *requiring us to dedicate a portion of our cash flow from operations to payments on our indebtedness, thereby reducing the availability of cash flow to fund working capital, capital expenditures, acquisitions and investments and other general corporate purposes;*
- *limiting our flexibility in planning for, or reacting to, changes in our business and the markets in which we operate; and*
- *limiting our ability to borrow additional funds or to borrow funds at rates or on other terms we find acceptable.*

Dermed er Netflixs nuværende situation så tynget af gæld, at virksomheden ikke har mulighed for at lave fremtidige planer omkring opkøb af virksomheder. Læg dertil, at Netflix ikke har en historik som en opkøbende virksomhed, hvorfor det må antages at denne mulighed ikke eksisterer for dem, i hvert fald ikke med nogen signifikant påvirkning på Netflixs vækstmuligheder.

Den store andel af gæld betyder dog ikke, at virksomheden ikke har nogen midler til rådighed i forbindelse med at udnytte det nuværende marked. I årsrapporten skriver Netflix følgende omkring deres likviditet og kapitale ressourcer⁶⁴:

"Our primary uses of cash include content acquisition and licensing, streaming delivery, marketing programs and payroll. Payment terms for certain content agreements require more upfront cash payments relative to the expense and therefore, future investments could impact our liquidity."

Især markedsføring, opkøb af rettigheder og licens øger vækstmulighederne for Netflix på deres eksisterende marked.

Vækstmulighederne, i forhold til de kvalitative data, for Netflix, kan opsummeres ved Igor Ansoffs vækstmatrice:

⁶³ Netflix årsrapport 2014, 10

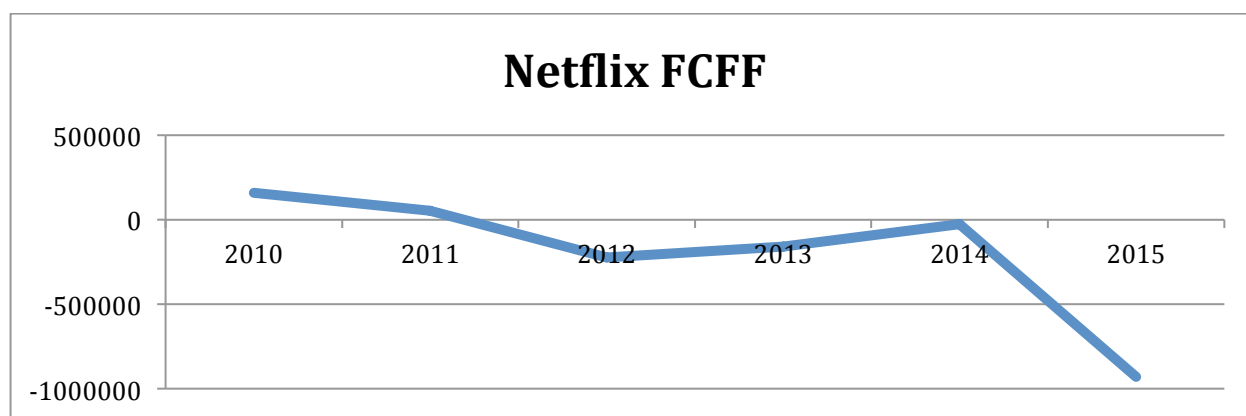
⁶⁴ Netflix årsrapport 2014, 25

	Nuværende produkter	Nye produkter
Nuværende markeder	Markedspenetrering	Produktudvikling
Nye markeder	Markedsudvikling	Diversifikation

Med de tidligere pointer in mente, står det klart, at Netflix primært opererer inden for det nuværende marked. Den vækststrategi som Netflix prioriterer højest, er produktudvikling, dette ses tydeligt ved reinvesteringerne. Ydermere anvendes en mindre del af virksomhedens midler til markedsføring, opkøb af rettigheder og licens, hvilket kan beskrives som markedspenetrering. Yderligere er der stadig et stort vækst potentiale i deres nuværende marked, hvilket, ligesom markedspenetrering, indgår under udnyttelse af deres eksisterende marked ifølge Rotkowski og Clough (2013).

Netflix kvantitative data stammer fra perioden 2010-2015, denne periode er medtaget grundet den massive vækst der har været for virksomheden, siden de introducerede streamingtjenesten. Tallet fra 2015 stammer fra deres operative pengestrøm på -\$749.439.000 og deres pengestrøm fra deres investerings aktiviteter på -\$179.192.000.

Deres Free Cash Flow to the Firm ser således ud i perioden:



De medtagne data er fra virksomhedens pengestrømsopgørelse, og alle tallene stammer direkte fra Netflixs årsrapporter 2010-2015, jf., bilag 3. Det overstående diagram er opgjort i tusinde dollars. Dataene inkluderer en maksimalt pengestrøm på \$160.320.000, og et minimum på -\$928.631.000. Der er en gennemsnitlig pengestrøm på -\$187.348.000 og en gennemsnitlig fald på -\$217.790.000 i den samlede pengestrøm hvert år, hvilket resulterer i en standard afvigelse på \$388.756.290.

Det store fald, i det sidste års pengestrøm, kan forklares med en enorm investering i *streaming content*, der steg med cirka 53% fra 2014 til 2015.

Ydermere, vil der blive anvendt **FCFF** for virksomheden i budgetperioden til at udlede det endelige estimat af væksten, hvorfor der i slutningen af afsnit 4.7 endegyldigt bliver fundet en vækst rate til virksomheden.

Visa

Der redegøres for Visas reinvesteringer i deres årsrapport, hvor deres kapital management bliver klargjort. Om disse midler siger Visa følgende⁶⁵:

"We believe the highest and best use of our excess capital is reinvesting organically in our business, followed by acquisitions, to further our growth. We treat decisions to invest our capital organically and through acquisitions as serious, independent, and analytically rigorous decisions. We do not target a specific amount but are happy if the number is large. The more we reinvest in our business, the better we feel about our future".

Dette er Visas første prioritet i forbindelse med anvendelse af deres kapital.

Reinvesteringerne i dem selv kan bemærkes igennem deres post *client incentives*. Her anvendes midlerne til at lave kontrakter med leverandører og finansielle institutter, hvilket har til formål at fremme deres salgsvolumen. Derudover bliver denne post også anvendt til forbedring af deres brand. Begge disse principper kan karakteriseres som udnyttelse af deres eksisterende marked.

17,79% af alle Visas operationelle udgifter er dedikeret på markedsføring⁶⁶. Markedsføringsposten er en ud af syv underliggende poster til deres samlede operationelle udgifter, hvilket også taler for en udnyttelse af deres eksisterende marked.

Client incentives anvendes yderligere til produktgodkendelse, hvilket betyder, der også bliver anvendt midler til internt udviklede produkter.

Det sidste der nævnes som en høj prioritet for Visa, er opkøb. Dette er ikke noget virksomheden er bange for at foretage sig, bl.a. offentliggjorde Visa et opkøb af Visa Europa i 2015⁶⁷.

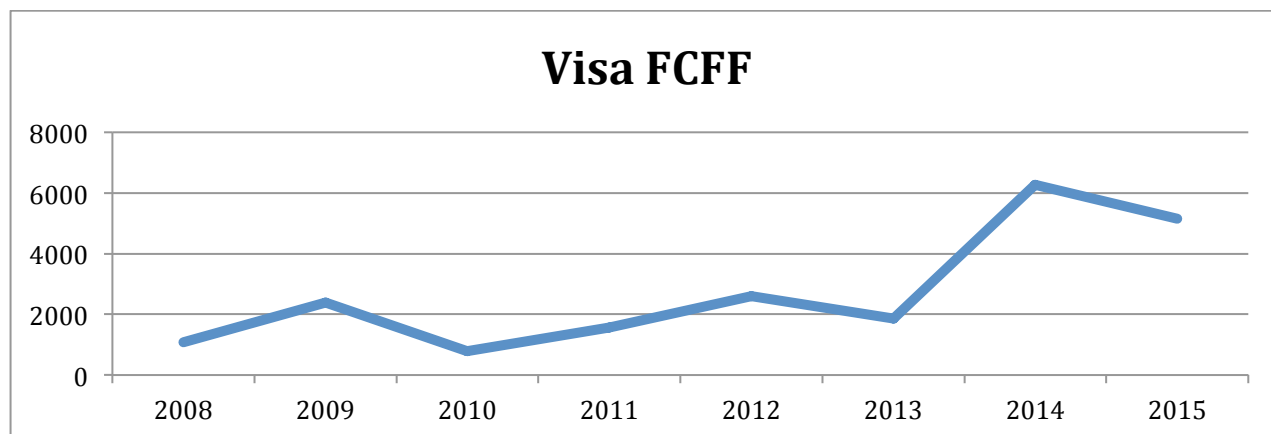
Dermed indeholder Visas prioriteter vedrørende deres investeringer både fokus på at udnytte det eksisterende marked, lave internt udviklede produkter og opkøb, hvorfor det må antages, at i forbindelse med de kvalitative vækstmuligheder, står Visa rigtig stærkt i fremtiden.

⁶⁵ Visa årsrapport 2015, 11

⁶⁶ Visa årsrapport 2015, 6

⁶⁷ Hjemmeside 31

De kvantitative data i henhold til Visa stammer fra perioden 2007-2015, jf., bilag 3. I denne periode så det således ud for Visa, opgjort i millioner dollars:



De medtagne data er fra virksomhedens pengestrømsopgørelse, hvor de ovenstående data stammer fra de operationelle- og investeringsaktiviteter i virksomheden. Tallene stammer direkte fra Visas årsrapporter 2007-2015. Pengestrømme fra år 2015 er fundet ved deres operative pengestrøm på \$6.584.000.000, plus deres pengestrømme fra investeringer på -\$1.435.000.000, hvilket giver en samlet pengestrøm til virksomheden på \$5.149.000.000.

Dataene inkluderer en maksimal pengestrøm på \$6.264.000.000 og et minimum på \$787.000.000, hvilket resulterer gennemsnitlig pengestrøm på \$2.712.375.000, og en gennemsnitlig stigning på \$580.571.429 i den samlede pengestrøm hvert år. Dette giver en standard afgivelse i pengestrømmene på \$1.965.914.105 årligt. Ved brug af solver-funktionen i Excel, findes en årlig stigning i Visas **FCFF**, for hele den historiske periode på 21,48%.

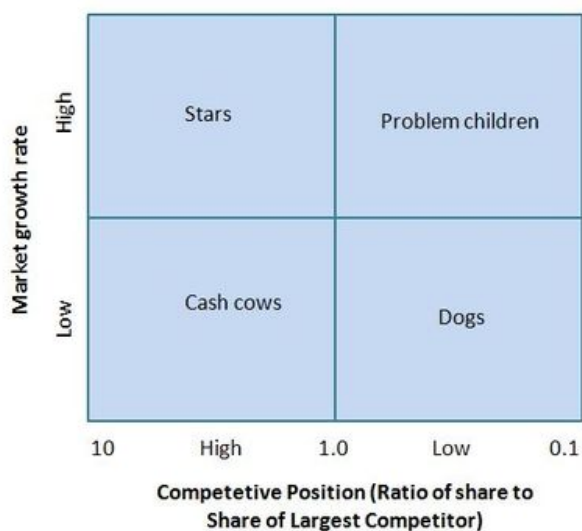
De historiske data viser en tydelig opadgående tendens, selvom Visa, med deres historik in mente, har virkelig gode vækstmuligheder, må det forventes, at den nuværende udvikling er svær at efterligne.

Der bliver yderligere anvendt data fra virksomhedens **FCFF** i budget- og terminalperiode til det endelige estimat af Visas vækstrate, hvorfor der i Afsnit 4.7 bliver redegjort endegyldigt for dette estimat.

Gannett

Gannett står i en meget anderledes situation end de to foregående virksomheder. Markedet oplever en negativ vækst, hvilket tvinger virksomheden til at agere helt anderledes end de to andre virksomheder.

Ved at anvende BCGs vækst matrice⁶⁸ kan der dannes et overblik over, hvordan Gannett agerer i deres nuværende situation.



Gannett er placeret i Cash Cow-feltet, da der ikke foregår nogen vækst inden for deres branche, samt at de står for en relativ stor andel af markedet. Strategien i en sådan situation kan kobles på Rotkowski og Cloughs (2013) artikel, vedrørende udnyttelse af det eksisterende marked.

Aaker og McLoughlin (2010) beskriver den optimale ageren, når man som virksomhed befinder sig i Cash Cow-feltet, ved strategien ”The Milk Strategy”.

Overordnet set, handler strategien omkring at høste de resterende pengestrømme ved at sænke investeringerne og de operative udgifter. Ideen bag dette er, at virksomheden har bedre tiltag at anvende disse midler til. Der findes to underliggende strategier hertil. En hvor virksomheden hurtigt høster de sidste pengestrømme, ved at minimere udgifterne vedrørende brand, og maksimere de kortsigtede pengestrømme, hvilket kan resultere i et hurtigt exit fra det givne marked.

I den anden underliggende strategi sænker virksomhederne de langsigtede investeringer, og bibeholder de operationelle udgifter til markedsføring, service osv.

Gannett beskriver i deres årsrapport et lignende tiltag⁶⁹. Der blev i 2015 startet et omkostningsminimerings projekt, med et mål om at opnå en besparelse på \$67 millioner. Dette

⁶⁸ Aaker & McLoughlin (2010), 265 og 271

⁶⁹ Gannett årsrapport 2015, 4

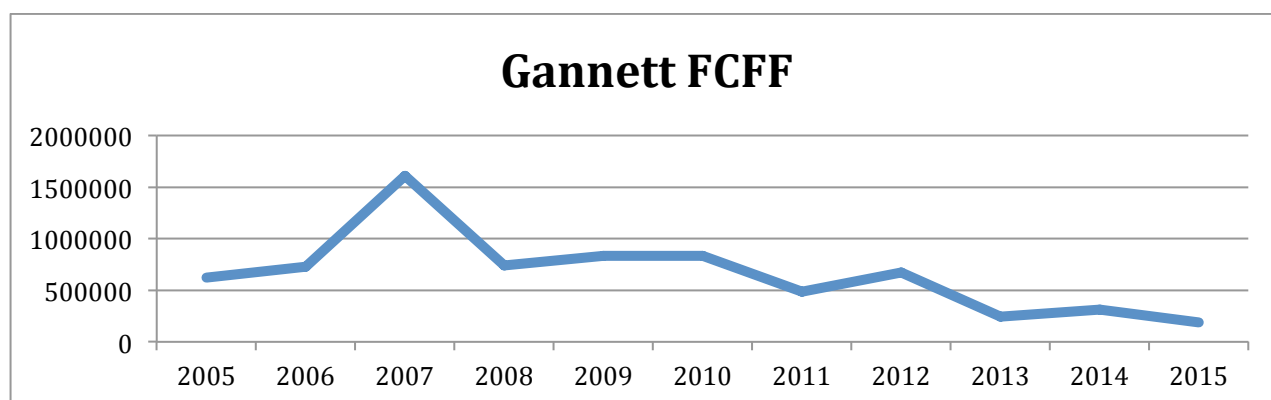
skulle primært foregå ved at nedsætte distributionsomkostningerne, og omkostningerne til *back office* som regnskab, IT og HR. Dette betyder også, at Gannett, i forhold til deres udnyttelse af de eksisterende marked, ikke står særlig stærkt i fremtiden.

I henhold til internt udviklede produkter, ser Gannetts muligheder en kende bedre ud. Virksomheden erkender den umiddelbare udfordrende situation vedrørende markedet, og forbereder sig ifølge årsrapporten på en større omvæltning af deres organisation. I dag får Gannett 77% af deres indtjening igennem reklamer fra printsegmentet, mens den resterende del kommer gennem den digitale platform. Jf., deres regnskab ses det, at reklamedelen står for 55,58% af al indtjening i 2015⁷⁰. Derfor starter Gannett med en ny strategi kaldet ”Digital-first Focus”. Ifølge Rotkowski og Clough (2013), kan dette anses som internt udviklede produkter, hvilket giver virksomheden en bedre mulighed for at vokse i fremtiden.

Det sidste kvalitative perspektiv er vedrørende opkøb. Her har Gannett før i tiden været rigtig aktive. Dette afspejles i deres aktiviteter i 2015, hvor virksomheden i maj opkøbte Romanes Media Group, og i juni opkøbte den resterende del af Texas-New Mexico Newspapers Partnership.

Yderligere, er en overtagelse af Journal Media Group sat i værk som blandt andet tilføjer 15 nye aviser til virksomheden. Dette må antages at forsætte i fremtiden, hvorfor Gannets vækstmuligheder i forhold til opkøb er rigtig stærke.

Gannetts historiske **FCFF** data ser således ud, de reelle tal kan findes i bilag 3:



Alle dataene stammer fra Gannetts årsrapporter 2005-2015. År 2013-2015 vil blive taget betydeligt i betragtning, grundet opdelingen af Gannetts til to selvstændige organisationer i 2014⁷¹, både i overstående diagram og i afsnit 4.7, er regnskabet fra disse år kun fra deres avisdel af selskabet,

⁷⁰ Gannett årsrapport 2015, 37

⁷¹ Hjemmeside 32

hvilket også indeholder opgørelser over deres digitale platform, mens årene forinden, også indeholder resultater fra deres *broadcasting* aktiviteter.

De historiske data viser en maksimalt pengestrøm på \$1.610.698.000, og et minimalt på \$187.708.000. Den gennemsnitlige pengestrøm er på \$661.384.000, og den gennemsnitlige vækst er på -\$43.268.000. En udregning af den gennemsnitlige vækstrate ved brug af solver-funktionen, giver en vækst på -11,27% igennem årene. Med et specifikt fokus på år 2013-2015, vil en lignende udregning give et resultat på -12,79%.

Det endelige estimat af Gannetts vækstrate, kræver en vurdering af budgetperiodens **FCFF**, hvorfor det endegyldige estimat findes i afsnit 4.7.

4.7 Free Cash Flow to the Firm

Som beskrevet, findes virksomhedernes **FCFF** ved en række budgetforudsætninger, der er nævnt i afsnit 3.3.7 Free Cash Flow to the Firm. Fremkomsten af disse, vil i det næste afsnit blive diskuteret, yderligere vil der blive klargjort, hvilke budgetforudsætningerne der er gældende for de givne virksomheder i budgetperioden. Herfra, vil der for hver virksomhed blive fundet de givne pengestrømme i perioden.

De givne *Value drivers* er fundet i perioden 2010-2015, hvilket er gældende for hver virksomhed, for at matche de givne resultater bedst muligt. Alle *Value drivers* er fundet ud fra virksomhedernes resultatopgørelse, samt deres balance, hvilke stammer fra virksomhedernes årsrapporter i de givne år.

Der er *Value drivers*, som findes ved nøjagtig samme fremgangsmåde, tre følgende *Value drivers* er udregnet ud fra følgende principper, hvilket er ens i alle tre virksomheder:

$$\text{Omsætningsvækst}(2015) = \frac{\text{Omsætning}(2015)}{\text{Omsætning}(2014)} - 1$$

$$\text{Effektiv skattesats} = \frac{\text{Resultat før skat}}{\text{Årets skat}}$$

$$\text{Nettorentebærende gæld i procent af investeret kapital} = \frac{\text{Nettorentebærende gæld}}{\text{Investeret kapital}}$$

Disse parametre er fundet ved følgende fremgangsmåde:

$$\text{Nettorentebærende gæld} = \text{Rentebærende forpligtigelser} - \text{Rentebærende aktiver}$$

$$\text{Investeret kapital} = \text{Operationelle aktiver} - \text{Operationelle forpligtigelser}$$

Lånerenten er ens for alle tre virksomheder og er i alle årene 3,3%. Denne er valgt grundet, at den amerikanske lånerente har været 3,3% siden 2009⁷².

De resterende *Value drivers* fremkomster, bliver specificeret i henhold til hver virksomhed.

Udover en vurdering af de historiske data, vil der blive anvendt data fra analysen i afsnit 4.6, til redegørelsen af budgetforudsætningerne til budget- og terminalperioden.

Netflix

Resultatopgørelsen og balancen er anvendt til udregningerne, begge opgørelser er at finde i Bilag 4. Tallene er opgjort i tusinde dollars i tabellerne, bortset fra procentsatserne.

Afskrivningerne stammer fra Netflixs pengestrømsopgørelse, og er fratrukket *operative income* for at finde EBITDA-marginen.

I forbindelse med deres immaterielle og materielle anlægsaktiver, er der anvendt *properties and equipment* og *other non-current assets*.

Varebeholdningen består af *content*-posterne, her er både *prepaid*, *current* og *non-current* medtaget. Netflix har ikke nogen tilgodehavender, hvorfor det ikke har været muligt at medtage tilgodehavender i procent af omsætningen. Dette er heller ikke nødvendigt for at kunne lave en værdiansættelse af virksomheden, da ændringen i tilgodehavender vil være 0 i alle de fremtidige år, og dermed ikke påvirke de endegyldige pengestrømme.

Driftsgælden består af *content liabilities*, *accounts payable*, *deffered revenue* og *non-current content liabilities*. Dette er alle de operative poster Netflix har i deres passiv balance. *Content liabilities* og *non-current liabilities* refererer, til den gæld Netflix har i forbindelse med at opkøbe rettigheder til film, serier mm., hvilket derfor tilhører den operative del af virksomheden. Om *accounts payable* skriver Netflix i deres årsrapport⁷³:

"the Company had unpaid property and equipment included in accounts payable of \$11.8 million and \$6.8 million". Dette er dermed også gæld, der er etableret i forbindelse med driften af virksomheden. *Deferred revenue* refererer til forudbetalinger eller omsætning til et produkt eller lign., som ikke er leveret endnu, hvorfor denne post også indgår under den operative del af virksomheden.

⁷² Hjemmeside 33

⁷³ Netflix årsrapport 2014, 52

Den resterende del af passiv balancen tilhører dermed den finansielle del. *Accrued expenses* kunne medtages til den operative del, da løn, renter og skat indgår, og lønnen er en operativ post. Renter og skat indgår i den finansielle, og posten er derfor medtaget her.

Hermed er Netflixs passiv balance opdelt i operative og finansielle poster.

Netflix	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Forpligtigelser(O)	404.282	1.910.452	2.699.409	3.445.775	4.169.240	5.415.595
Forpligtigelser(F)	287.621	515.934	523.808	633.227	1.015.552	2.563.850

Opdelingen af Netflixs aktivposter ser således ud:

De operationelle er *current content*, *prepaid content*, *other current assets*, *non-current content*, *property and equipment* og *other non-current assets*.

Other current og *other non-current assets* beskriver Netflix i deres årsrapport som operationelle aktiver, hvor det indgår i årets opgørelse af operationelle aktiver og forpligtigelser⁷⁴.

De finansielle aktiver er *cash and cash equivalents* og *short-term investments*.

I årsrapporten skriver Netflix følgende⁷⁵:

"Interest and other income (expense) consists primarily of interest earned on cash, cash equivalents and short-term investments and foreign exchange gains and losses on foreign currency denominated balances".

Dette medfører følgende opdeling af aktiverne:

Netflix	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Aktiver(O)	631.680	2.271.385	3.219.812	4.212.158	5.434.004	7.892.156
Aktiver(F)	350.387	797.811	748.078	1.200.405	1.608.496	2.310.715

Herfra er der fundet virksomheden investeret kapital og rentebærende gæld:

Netflix	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Investeret kapital	227.398	360.933	520.403	766.383	1.264.764	2.476.561
Rentebærende gæld	-62.766	-281.877	-224.270	-567.178	-592.944	253.135
Rentebærende gæld + EK	227.398	360.933	520.403	766.383	1.264.764	2.476.561

Dermed fås følgende *Value drivers* for Netflix:

⁷⁴ Netflix årsrapport 2014, 43

⁷⁵ Netflix årsrapport 2014, 24

Netflix	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Middel
Omsætningsvækst i alt		48%	13%	21%	26%	23%	26%
EBIT-margin	11%	10%	0%	4%	6%	4%	6%
Effektiv skattesats	40%	37%	44%	34%	24%	14%	32%
Anlægsaktiver % af omsætning	23%	23%	21%	18%	16%	14%	19%
Varebeholdninger % af omsætning	8%	6%	6%	6%	6%	7%	6%
Driftsgæld % af omsætning	20%	63%	80%	87%	90%	106%	74%
Rentebærende gæld % af IK	19%	60%	75%	79%	76%	80%	65%

Efter en række overvejelser og efterfølgende antagelser omkring budgetperioden ender Netflixs budgetforudsætninger således:

Netflix	2016	2017	2018	2019	Terminal
Omsætningsvækst i alt	22,0%	18,0%	18,0%	16,0%	14,0%
EBITDA-margin	5,0%	5,0%	5,5%	5,5%	6,0%
Lånerenten	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Effektiv skattesats	26,0%	30,0%	32,0%	33,0%	33,0%
Anlægsaktiver % af omsætning	6,0%	5,0%	5,0%	4,0%	5,0%
Varebeholdninger % af omsætning	100,0%	95,0%	95,0%	90,0%	90,0%
Driftsgæld % af omsætning	75,0%	72,5%	70,0%	67,5%	65,0%
Nettorentebærende gæld i % af IK	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%

Overvejelserne omkring omsætningen er, at omsætningen vil forsætte med at vokse i perioden. Især investeringer i R&D og markedsføring understøtter dette. Netflix er yderst effektive til at udnytte deres marked, hvilket blandt andet kan ses på deres markedsandel, der forecastes til at være på omkring 35%⁷⁶. Omsætningsvæksten er især forbundet på *Value drivers* fra år 2012, 2013, 2014 og 2015, grundet Netflixs fokus på streaming segmentet herfra, hvorfor de resultater er mere realistiske for den fremtidige drift. Den seneste pengestrøm fra Netflix, bærer præg af en enorm stigning i investeringerne i deres *content assets*, hvilket må forventes at påvirke især de første par år af Netflixs omsætning i budgetperioden, hvorfor der forventes en høj vækst i år 2016, 2017 og 2018. Herfra forventes yderligere vækst, dog ikke i samme tempo. Markedet må på dette tidspunkt forventes at være relativt mættet i forhold til i dag, hvilket betyder en lavere vækst i omsætningen. EBITDA-marginen forventes at holdes stabil, en større indtjening er ofte skabt på baggrund af højere udgifter. Den minimale ændring skal ses på baggrund af, at Netflix i disse år bliver en mere etableret virksomhed, hvorfor de kan begynde at nyde noget af deres hårde arbejde. Som en

⁷⁶ Hjemmeside 34

etableret virksomhed, kræver det ikke ligeså store investeringer i markedsføring mm., da ens brand allerede er stærkt.

Den effektive skattesats er varierende i hele budgetperioden, dog har Netflix tidligere oplevet store udsving i denne. Dette sker ofte på baggrund af store ændringer i *interest expenses*, dette er forsøgt efterlignet. Den lave skattesats i 2016 er forbundet til den lave skattesats i 2015, hvor investeringer medførte store *interest expenses*, hvilket resulterer i lavere skattesats. Denne må forventes at stige, grundet at Netflix ikke forventer nogle store nye investeringer foreløbigt jf., afsnit 4.6.

De immaterielle og materielle anlægsaktiver i procent af omsætningen, er i perioden 2010-2015 stabil. Dette forventes også i den fremtidige periode. Faldet skyldes forventningen omkring, at Netflix ikke foretager nogle store investeringer.

Varebeholdningen har foreløbigt være stigende igennem hele forløbet, især i 2015 foretog Netflix store investeringer i denne. Der forventes i budgetperioden ikke enorme investeringer i *content assets*, hvorfor denne post er faldende herigennem. Med investeringen i 2015, og små investeringer løbende, forventes der dog stadig at holde en høj varebeholdningsratio. Den forhøjede værdi i terminalperioden skal efterligne, at der med afdraget på driftsgælden igen er plads til nye investeringer.

Driftsgælden forventes at falde igennem perioden, dette er især grundet forventningen om færre investeringer i *content assets* over perioden.

Den nettorentebærende gæld i forhold til investeret kapital, er i perioden 2010-2015 meget svingende, overordnet set er der en tendens at spore i denne *Value driver*. Det kan forventes, at Netflix fremadrettet kommer til at have en positiv *Value driver* her. Dette skyldes, at Netflix fremadrettet ikke kommer til at lave ligeså store investeringer relativt til virksomheden, som der foretages i opstart fasen. År 2015 var første år, hvor den rentebærende gæld var positiv, hvilket betyder, at de finansielle gældsposter var større end de finansielle aktiver, dette er også en tendens, som forventes at fortsætte i fremtiden, hvor det primært er operative aktiver der stiger, hvilket forventeligt er finansieret af de finansielle gældsposter. Den nettorentebærende gæld er sat til 10% igennem hele budget- og terminalperioden, netop fordi den er så svær at forudsige.

Fremgangsmåden for herfra at finde virksomhedens **FCFF** i budgetperioden, er at anvende budgetforudsætningerne til at opstille en fiktiv resultatopgørelse, en fiktiv balance og en fiktiv opgørelse af den investerede kapital, nettorentebærende gæld og egenkapital. Disse opgørelser anvendes til at lave en pengestrømopgørelse i budgetperioden, og dermed finde **FCFF**.

Den generelle fremgangsmåde er, at anvende den forventede stigning i omsætningen til at finde det givne års omsætning, hvorefter årets EBITDA ved EBITDA-marginen af omsætningen findes. Hermed haves den første post i pengestrømsopgørelsen.

Fra EBITDA subtraheres afskrivninger og amortiseringer, hvorefter de finansielle poster fratrækkes EBIT, hvilket resulterer i resultatet før skat. Skatten findes ved at anvende den effektive skattesats af resultatet før skat, og pengestrømme fra drift(før ændringer i arbejdskapital) kan findes.

Til at finde ændringerne i arbejdskapitalen og anlægsinvesteringerne, skal virksomhedens balance anvendes. I dette fiktive eksempel, består denne af immaterielle og materielle anlægsaktiver, varebeholdning og tilgodehavender på aktivsiden, mens passivsiden består af driftsgæld og langfristet gæld.

De immaterielle og materielle anlægsaktiver, findes ved de immaterielle og materielle anlægsaktivers procentdel af omsætningen, hvilket er samme fremgangsmåde med hensyn til varebeholdning og tilgodehavenderne.

Driftsgælden findes ligeledes ved denne metode, mens den langfristede gæld opgøres som nettorentebærende gæld. Den nettorentebærende gæld er fundet ved procentdelen af den investerede kapital, der er fundet ved differencen i driftsaktiver og driftsgæld.

Ændringen i varebeholdning for 2016, er fundet ved at anvende følgende ligning:

$$\text{Ændring i varebeholdning 2016} = -(\text{Varebeholdning2016} - \text{Varebeholdning2015})$$

Ændringen i tilgodehavender findes efter samme princip, mens ændringerne i driftsgæld for 2016 findes ved følgende ligning:

$$\text{Ændring i driftsgæld 2016} = \text{Driftsgæld2016} - \text{Driftsgæld2015}$$

Herfra kan pengestrømmen fra drift findes, dette gøres ved at addere pengestrømmen fra drift(før ændringer i arbejdskapital) med summen af ændringerne i arbejdskapitalen.

Anlægsinvesteringerne for 2016 er fundet ved at anvende følgende ligning:

$$\begin{aligned} \text{Anlægsinvesteringer 2016} = \\ i/m \text{ anlægsaktiver2016} - i/m \text{ anlægsaktiver2015} + A/A \text{ 2016} \end{aligned}$$

Her er **i/m** immaterielle og materielle anlægsaktiver, mens **A/A** er afskrivninger og amortiseringer. **FCFF** for virksomheden findes ved at subtrahere anlægsinvesteringerne fra pengestrømmen fra drift.

De reelle resultatopgørelser og balancer og kan findes på bilag 4. Opgørelser af investeret kapital og nettorentebærende gæld ud fra budgetforudsætningerne redegøres for i hvert afsnit. De enkelte antagelser, klassifikationer med mm., er redegjort for i hvert virksomheds afsnit.

Nedenstående tabel viser pengestrømsopgørelsen for Netflix.

Netflix	2016	2017	2018	2019	Terminal
EBITDA	413550,17	487989,20	633409,98	734755,58	913768,76
Skat	87259,25	123244,11	175088,34	215689,71	266413,85
Pengestrøm fra drift (før ændring i arbejdskapital)	326290,92	364745,09	458321,64	519065,88	647354,91
Ændring i varebeholdning	-1052188,42	-1000791,41	-1668923,07	-1082555,25	-1683258,24
Ændring i tilgodehavender	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ændring i driftsgæld	1134378,57	872590,86	985738,19	955873,25	881706,70
Pengestrømme fra drift	408481,06	236544,54	-224863,24	392383,88	-154196,63
Anlægsinvesteringer	677126,63	60047,48	162695,60	28008,24	318483,15
FCFF	-268645,57	176497,05	-387558,84	364375,64	-472679,78

De historiske pengestrømme ligger i intervallet imellem -\$928.631.000 og \$160.320.000, hvilket er afspejlet i budget- og terminalperioden. Der forekommer ligeledes en del variationer i begge perioder, hvorfor der ikke er nogen tydelig tendens i tallene.

Med disse oplysninger in mente, og diskussionen i afsnit 4.6, er det bedste grundlag for en vækstrate til Netflix etableret.

Genkald den kvalitative diskussion fra afsnit 4.6, hvor Netflix står i en særdeles favorable situation i forhold til produktudvikling, hvilket refererer til det som Rotkowski og Cloughs (2013) beskriver som internt udviklede produkter. Derudover var der et mindre, men dog betydeligt, fokus på markedsføring, hvilket kan refereres til som udnyttelse af det eksisterende marked, eller som markedspenetrering ifølge Ansoff. Yderligere, er vækstmulighederne i det nuværende marked en stor fordel for Netflix. I forbindelse med opkøb er der grundet den store andel af gæld ikke mulighed for dette, samt en historik som et ikke opkøbende selskab.

Selvom Netflixs historiske data, i forbindelse med FCFF og deres FCFF i budget og terminalperioden er negative, forventes det at udviklingen i markedet, Netflixs stærke positioner herigennem deres reinvesteringer mm., alt i alt, vil skabe en positiv vækst for Netflix i terminalperioden. Med forventninger om at deres vækstrate ikke holder en ligeså høj kadence, som

deres omsætningsvækst, samt en mætning af markedet vil forekomme i terminalperioden, estimeres Netflixs vækstrate til 10%.

Visa

Resultatopgørelsen og balancen er anvendt til udregningerne, begge opgørelser er at finde i Bilag 4. Der er kun medtaget resultater fra 2010-2015, for at matche fremgangsmåden, der bruges ved Netflix. Tallene i tabellerne er opgjort i millioner dollars, bortset fra procentsatserne.

I EBITDA-marginen for Visa, er der undladt både afskrivninger og renteudgifter, og EBITDA består dermed af *cost of revenue*, *selling/general/administrative expenses*, *unusual expenses* og *other operating expenses*.

Yderligere, er der i balancen opgjort et akkumuleret beløb af afskrivninger, hvorfor dette er blevet summeret med det beløb, som er opgjort i resultatopgørelsen for at finde af- og nedskrivninger i procent af immaterielle og materielle anlægsaktiver.

De immaterielle og materielle anlægsaktiver, som er medtaget, er, *property/plant/equipment*, *goodwill* og *intangibles assets*.

Der har ikke været nogen opgørelse over en decideret varebeholdningen, hvorfor denne *Value driver* ikke er medtaget.

Tilgodehavender er opgivet som *total receivables*, mens den eneste post der kan kategoriseres som driftsgæld er *accounts payable*. Visa beskriver i deres årsrapport *account payable*, som et operationelt aktiv, på samme måde som Netflix gjorde det⁷⁷.

Visas finansielle aktiver består af *cash and cash equivalents*, *short term investments*, *cash and short term investments*, *current portion of tax assets*, *long term investments* og *other long term assets*.

Dette giver følgende opdeling af aktiverne:

Aktiver	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Aktiver(O)	28.412	29.950	31.520	28.331	30.668	27.572
Aktiver(F)	4.996	4.810	9.126	8.566	8.778	12.203

Visas operative forpligtigelser består af *accounts payable* og *deferred income tax*. Visa opgør deres ændringer i operationelle aktiver og passiver, hvori *deferred income taxes* indgår⁷⁸.

⁷⁷ Visa årsrapport 2015, 72

⁷⁸ Visa årsrapport 2015, 72

Accrued expenses indgår i opgørelsen som en rentebærende forpligtigelse, da denne post blandt andet indeholder en put option og derivater ifølge årsrapporten⁷⁹, og da denne post ofte indeholder, renteudgifter og skat. Posten *other current liabilities*, er klassificeret som en rentebærende forpligtigelse, om den skriver Visa blandt andet⁸⁰:

”Classification in current liabilities reflects the fact that this obligation could become payable within 12 months at September 30, 2015”.

Disse klassifikationer giver følgende forpligtigelser:

Visa	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Forpligtigelser(O)	4.724	4.823	4.210	4.333	4.292	3.400
Forpligtigelser(F)	3.670	3.500	8.173	4.753	6.864	6.125

Herfra kan den investerede kapital og den rentebærende gæld findes:

Visa	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Investeret kapital	23.688	25.127	27.310	23.998	26.376	24.172
Rentebærende gæld	-1.326	-1.310	-953	-3.813	-1.914	-6.078
Rentebærende gæld + EK	23.688	25.127	26.677	23.057	25.499	23.764

Hermed kan overblikket over Visas *Value drivers* findes:

Visa	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Middel
Omsætningsvækst i alt		14%	13%	13%	8%	9%	11%
EBITDA-margin	38%	36%	76%	35%	36%	31%	42%
Effektiv skattesats	36%	36%	3%	31%	30%	30%	28%
Af/nedskrivning % af omsætning	6%	6%	7%	8%	9%	10%	8%
Anlægsaktiver % af omsætning	316%	283%	251%	225%	213%	188%	246%
Tilgodehavender % af omsætning	22%	21%	13%	14%	13%	8%	15%
Driftsgæld % af omsætning	59%	52%	40%	37%	34%	24%	41%
Rentebærende gæld % af IK	-6%	-5%	-3%	-16%	-7%	-25%	-10%

Budgetforudsætningerne for Visa ender således:

Visa	2016	2017	2018	2019	Terminal
Omsætningsvækst i alt	8,0%	9,0%	7,0%	6,0%	5,0%
EBITDA-margin	31,0%	30,0%	29,0%	28,0%	25,0%
Lånerente	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Effektiv skattesats	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%

⁷⁹ Visa årsrapport 2015, 92

⁸⁰ Visa Årsrapport 2015, 59

Af/nedskrivning % af anlægsaktiver	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Anlægsaktiver % af omsætning	170,0%	160,0%	150,0%	140,0%	135,0%
Tilgodehavender % af omsætning	11,0%	10,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Driftsgæld % af omsætning	24,0%	22,0%	20,0%	18,0%	15,0%
Rentebærende gæld % af IK	-7,0%	-9,0%	-16,0%	-6,0%	-9,0%

Visa forventes at forsætte deres stigning i omsætningen. Deres fokus på markedsføring, opkøb og reinvesteringer og især *client incentives* spiller en rolle heri. Terminalperiodens resultat skyldes en forventning omkring, at deres nuværende kadence ikke kan fastholdes for evigt. Dette betyder ikke, at de 5% i omsætningsvækst er sat for højt, da størstedelen af terminalperiodens værdi stammer fra de første par år af denne, dermed har resultater om tyve år, ikke så stor påvirkning på det endelige resultat.

EBITDA-marginen forventes at holdes stabilt. År 2012 er ikke medtaget i vurderingen grundet den abnorme høje *unusual expense*. Variationerne i budgetperioden har til formål at efterligne de reelle resultater, fra 2010-2015 der også svinger.

Afskrivningerne i forhold til immaterielle og materielle anlægsaktiver stiger i periode 2010-2015, hvorfor det forventes at foresætte i budgetperioden.

Den effektive skattesats er i de historiske data faldende igennem hele perioden, gennemsnittet ender på 28%, hvilket anvendes som skattesatsen igennem hele den fremtidige periode.

Det akkumulerede antal af anlægsaktiver stiger stabilt i den historiske periode, dette er også afbilledet i budgetperioden, dog er stigningen mindre end væksten i omsætningen, både i den historiske periode og budgetperioden, hvorfor anlægsaktiverne i forhold til omsætningen forsætter med at falde i budgetperioden.

I den historiske periode er der ingen signifikant tendens i tilgodehavenderne, dog stiger omsætningen nok til, at der forekommer et fald i procentdelen i forhold til omsætningen. Dette er forsøgt efterlignet i budgetperioden. 11% er valgt som udgangspunkt, grundet det unormalt lave antal af tilgodehavender i 2015, der (jf. Bilag 4) er \$1.155.000.000, hvilket er det laveste i hele perioden.

Driftsgælden er faldet i løbet af hele den historiske periode, hvilket forventes at forsætte i løbet af budgetperioden ligeså.

Den nettorentebærende gæld i procent af investeret kapital, er relativ stabil fra 2010-2015. Der forekommer dog to store investeringer i 2012 og 2015, hvorfor de to år er så forskellige fra de andre resultater. Der forventes løbende investeringer i årene, fremover blandt andet igennem opkøb, hvorfor 2018 er forskellig fra de andre resultater i budgetperioden.

Den generelle fremgangsmåde vedrørende udregningen af estimatet **FCFF**, er redegjort for i Netflix's afsnittet. Med denne fremgangsmåde in mente, fås følgende pengestrømsopgørelse for Visa i budget og terminalperioden:

Visa	2016	2017	2018	2019	Terminal
EBITDA	4647,02	4901,86	5070,16	5189,04	4864,73
Skat	730,33	786,91	832,21	871,76	773,69
Pengestrøm fra drift (før ændring i arbejdskapital)	3916,69	4114,95	4237,95	4317,29	4091,04
Ændring i varebeholdning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ændring i tilgodehavender	-493,94	14,99	60,46	-94,41	-83,40
Ændring i driftsgæld	197,70	-3,00	-98,04	-160,85	-416,98
Pengestrømme fra drift	3620,44	4126,94	4200,37	4062,03	3590,67
Anlægsinvesteringer	1438,37	2751,04	2179,69	1795,88	2425,88
FCFF	5058,82	6877,98	6380,07	5857,91	6016,55

Budgetperiodens pengestrømme stiger med 4,43% over perioden, og pengestrømme er i det hele taget mindre volatile end i den historiske periode, som havde en årlige stigning på 21,48%, jf., 4.6 Growth. Årsagen bag den høje stigning er især at finde i stigningen, i de operative pengestrømme fra 2014, hvor Visa introducerede en ny metode, til nemme og sikre betalinger online, igennem alle enheder⁸¹. Hvis der kun fokuseres på perioden 2008-2013, bliver den årlige stigning 11,36%, hvilket er tættere på den forventede stigning i de fremtidige pengestrømme.

Faldet i stigningen kan blandt andet forklares ved forventningen om, at et sådanne tiltag, som den elektroniske betalings på alle enheder, er unik at kunne introducere i dag. Yderligere, er det tydeligt, at omstruktureringerne i 2007, har haft utrolig positivt påvirkning på virksomhed, denne kadence forventes ikke at kunne holdes for evigt. Fra 2014 til 2015, har Visas pengestrømme et fald, hvilket understreger hypotesen omkring et unikt tiltag i 2014, hvorfor det også forventes at pengestrømmene falder yderligere, hvorefter Visas FCFF forventes at stige stødt over de resterende perioder.

Jf., afsnit 4.6, hvor intervallet for Visas pengestrømme er fra \$2.712.375.000 til \$6.264.000.000. De fremtidige pengestrømme ligger fint omkring dette interval, år 2017 og 2018 overskrider den øvre grænse.

⁸¹ Hjemmeside 1

Budgetforudsætningerne har generelt skabt realistiske resultater i budget- og terminalperiode, der er naturlige stigninger og summer i posterne, jf., Bilag 4.

Med pengestrømmene fra budget- og terminalperioden for Visa, samt diskussionen fra Growth-afsnittet, er det nu muligt at komme med et estimat af virksomhedens fremtidige vækstrate.

Genkald de mest indflydelsesrige faktorer fra afsnit 4.6, reinvesteringer igennem *client incentives*, hvilket skaber større salgs-volumen og bedre markedsføring, der kan beskrives, som udnyttelse af deres eksisterende marked ifølge Rotkowski og Clough (2013). Opkøb er også en del af deres fremtidige strategi, som det har været førhen, hvilket, som udnyttelsen af det eksisterende marked, gør, at Visa står enormt stærkt i forhold til vækstmuligheder i fremtiden.

Visas **FCFF** i den historiske periode stiger med 21,48% årligt i gennemsnit, hvilket især er påvirket af deres ultimative bedste år i 2014, hvor deres cash flow fra deres operative del stiger med 138% fra året forinden, jf., bilag 3. Året efter falder deres **FCFF** en smule, budgetperioden efterligner disse op- og nedture, der forekommer i **FCFF**.

Det er især denne stigning fra 2014, der har påvirket den høje samlede vækstrate. Det forventes ikke, at der, som i 2014, kommer stigninger på dette niveau, og det forventes heller ikke, at den nuværende kadence i omsætningen kan holdes til evig tid, hvorfor den endelige vækstrate er 2,5% for Visa, hvilket nogenlunde stemmer overens med pengestrømmene i budgetperioden, ved udregning af vækstraten fra 2016-terminal periode igennem solver i excel. Denne udregning gav en stigning på 4,43% årligt, hvilket forventes, at kunne forbedres med de diskuterende tiltag.

Gannett

Resultatopgørelsen og balancen, der er anvendt til de kommende udregninger er at finde i Bilag 4.

Der er kun medtaget resultater fra 2010-2015, for at matche fremgangsmåden, der bruges ved Netflix. Tallene i tabellerne er opgjort i tusinde dollars undtagen procentsatserne.

Den fundne EBITDA-margin er fundet ved at anvende det operationelle resultat, plus afskrivninger og amortiseringer i forhold til den totale omsætning.

De immaterielle og materielle anlægsaktiver, består hos Gannett af *property, plant and equipments*, *goodwill* og *intangible assets*.

Varebeholdningen består af *inventories*, mens tilgodehavender er *account receivable* og *other receivables*.

Driftsgælden indeholder posterne *accounts payable* og *deferred income*.

De rentebærende aktiver består af *cash and cash equivalents*, *assets for sale* og *investments and other assets*. Om *assets for sale* skriver Gannett følgende⁸²:

"Assets held for sale: In accordance with the guidance on the disposal of long-lived assets under ASC Topic 360, "Property, Plant and Equipment" (ASC Topic 360), we reported assets held for sale at Dec. 27, 2015 of \$12.3 million and at Dec. 28, 2014, of \$18.4 million."

Da dette aktiv ikke længere bruges i den operationelle del af virksomheden, og indenfor en kort periode bliver omdannet til likvider, er dette et finansielt eller rentebærende aktiv.

Der med er opdelingen af Gannetts aktiver således:

Gannett	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Aktiver(O)	6221	6105	5904	2148	2231	2155
Aktiver(F)	596	512	476	347	154	273

De operationelle forpligtigelser består af *accounts payable* og *deferred income*, hvorfor opdelingen af passivside ser således ud.

Gannett	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Forpligtigelser(O)	852	879	844	419	396	472
Forpligtigelser(F)	3547	3225	2986	810	1051	897

Hvilket giver følgende investeret kapital og nettorentebærende gæld i de givne år for virksomheden.

Gannett	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Investeret kapital	5369	5226	5060	1729	1835	1683
Rentebærende gæld	2951	2714	2510	463	898	624
Rentebærende gæld + EK	5369	5226	5060	1729	1835	1683

Med disse fundet er det fulde overblik over Gannetts *value driver* nu tilgængeligt:

Gannett	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Middel
Omsætningsvækst i alt		-4%	2%	-38%	-5%	-9%	-11%
EBITDA-margin	23%	20%	21%	13%	12%	10%	16%
Effektiv skattesats	29%	23%	29%	21%	24%	25%	25%
Af/nedskrivning % af omsætning	36%	36%	38%	7%	7%	7%	22%
Anlægsaktiver % af omsætning	138%	143%	137%	49%	48%	53%	95%
Varebeholdninger % af omsætning	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Tilgodehavender % af omsætning	14%	14%	13%	12%	12%	13%	13%
Driftsgæld % af omsætning	16%	17%	16%	13%	12%	16%	15%

⁸² Gannett årsrapport 2015, 42

Rentebærende gæld % af IK	55%	52%	50%	27%	49%	37%	45%
---------------------------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

Gannetts budgetforudsætninger ender således i perioden:

Gannett	2016	2017	2018	2019	Terminal
Omsætningsvækst i alt	-11,0%	-8,5%	-7,0%	-6,0%	-6,0%
EBITDA-margin	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%	7,5%
Effektiv skattesats	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%
Lånerente	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Af/nedskrivning % af anlægsaktiver	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Anlægsaktiver % af omsætning	57,5%	55,0%	55,0%	52,5%	50,0%
Varebeholdning % af omsætning	1,0%	1,0%	0,8%	0,8%	0,7%
Tilgodehavender % af omsætning	11,0%	10,0%	13,0%	12,0%	12,0%
Driftsgæld % af omsætning	16,0%	13,5%	14,0%	15,0%	16,0%
Rentebærende gæld % af IK	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%

I forbindelse med overvejelserne omkring Gannetts fremtidige omsætningsvækst, er det kun de to sidste år i den historiske periode, der har været attraktive at vurdere ud fra. Dette skyldes opdelingen af virksomheden, hvorfor omsætningsvæksten er så svingende fra 2010-2015. Det forventes, at Gannett stadig vil miste omsætning i budgetperioden. Et fokus på den digitale platform, sammen med den langsomme exit-strategi, hvor der stadig bruges midler på markedsføring, resulterer i en forventning omkring et fald i omsætningen, der kan beskrives som eksponentielt, hvorfor den går fra -11% til -6% i terminal perioden. Den eksponentielle udvikling kan sammenlignes med faldet i kunder i afsnit 4.1.

EBITDA-marginen er faldet fra år 2013-2015, hvilket igen, er de mest repræsentative data for Gannetts nuværende situation. Det er især virksomhedens *operating income*, der har lidt et knæk de seneste år, jf., bilag 4, hvorfor der forventes et lignende fald i budgetperioden.

Den effektive skattesats har igennem hele den historiske periode, været relativt stabil, hvilket betyder, at budgetperioden opererer med en lignende, og helt stabil skattesats på 24%.

Af- og nedskrivningerne stammer fra de sidste tre års resultater, her sker en stor ændring fra de øvrige år, grundet opdelingen af Gannett. Dermed er det også de tre år, som fortæller mest omkring de fremtidige resultater. Både afskrivningerne og anlægsaktiverne, har været stabile i den historiske periode, jf., bilag 4, hvorfor det stadig forventes, at være således i budgetperioden.

Anlægsaktiverne er i budgetperioden faldende. Med en Cash Cow strategi, hvor der ikke er fokus på langsigtede investeringer, vil der ikke ske en forøgelse af denne post. Man kan argumentere for en stabil budgetforudsætning grundet faldet i omsætningen, men afskrivningerne på disse aktiver forventes at være større end omsætningsfaldet, især med det digitale fokus in mente.

Der er et fald i både varebeholdningen og omsætningen i den historiske periode, hvor varebeholdningen er en smule mere faldende, hvorfor varebeholdningsandelen ligeledes er minimalt faldende i budgetperioden. Dette stemmer også overens i forhold til den spare strategi, som Gannett har iværksat.

Tilgodehavender i procent af omsætningen, er igennem hele den historiske periode varierende fra 13,76% til 11,79%. Dette er afbilledet i budgetperioden, hvorfor denne forudsætning svinger fra 11%-13%, variationerne forsøger at efterligne et virkeligt scenarie.

Driftsgælden er i den historiske periode, bestående af *accounts payable* og *deferred income*, der fra 2013-2015 ligger i intervallet \$395.908.000 til \$471.993.000, jf., bilag 4, hvilket må siges, at være relativt konstant. Da omsætningen er faldende i perioden, stiger andelen af driftsgæld, hvilket er afbilledet i budgetperioden.

I henhold til rentebærende gæld i procent af investeret kapital, er de tre sidste år historiske data svingende, hvorfor gennemsnittet er anvendt som udgangspunkt for budgetperioden. Med ingen nye investeringer, forventes den investerede kapital at falde i løbet af budgetperioden, hvilket er scenariet med den nettorentebærende gæld.

Den generelle fremgangsmåde vedrørende udregningen af estimatet **FCFF**, er redegjort for i Netflixs afsnittet. Med denne fremgangsmåde in mente, fås følgende pengestrømsopgørelse for Gannett i budget- og terminalperioden:

Gannett	2016	2017	2018	2019	Terminal
EBITDA	231,09	211,45	174,80	164,31	144,80
Skat	30,66	29,04	21,76	21,32	18,53
Pengestrøm fra drift (før ændring i arbejdskapital)	200,43	182,41	153,03	142,99	126,26
Ændring i varebeholdning	0,10	2,18	6,01	1,05	2,92
Ændring i tilgodehavender	84,14	47,50	-49,10	37,58	14,79
Ændring i driftsgæld	-61,17	-93,66	-11,28	2,18	0,82
Pengestrømme fra drift	223,51	138,44	98,67	183,80	144,79
Anlægsinvesteringer	47,77	-93,78	-6,33	-47,97	-45,39
FCFF	175,74	232,21	105,00	231,77	190,18

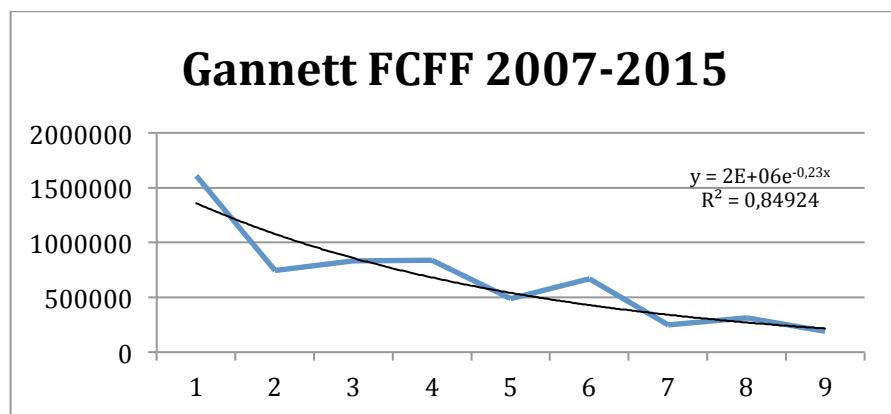
Selvom der ses en stigning i de sidste par år, forventes det ikke, at den digitale platform redder hele selskabet. Umiddelbart lyder en stigning i pengestrømme, med den historiske negative vækstrate in

mente, usandsynlig, faktum er blot, at over den historiske periode, har der ligeledes været svingninger i pengestrømmen, hvorfor pengestrømmestigninger virker realistiske. Selvom faldet i de budget- og terminalperioden ikke er lige så voldsomme, som i de historiske periode, som har vækstrater på -11,27% eller -12,79% synes de fremtidige pengestrømme, at leve op til forventningerne. De befinder godt inden for den historiske periodes interval, og har i løbetiden et flad i pengestrømmene. Yderligere, forventes en negativ vækst for Gannett, og denne periode trækker deres **FCFF** længere ned, i forhold til det historiske perspektiv.

Stigningen fra 2018-2019 sker på baggrund af ændringen i tilgodehavende, jf., bilag 4, dette er realistisk, grundet efterligningen af svingninger i denne *Value driver*.

I henhold til vækstraten for Gannett, kan der ses en tydelig negativ vækst i både de historiske pengestrømme, og i pengestrømmene fra budget- og terminalperioden. Dette er også afbilledet i afsnit 4.6 under analysen af Gannett, hvor virksomhedens negativt vækstende eksisterende marked, ikke giver store muligheder for en positiv vækstrate, hvorfor der redegøres for anvendelse af ”The Milk Strategy”. Af positivt påvirkende faktorer i forhold til vækstraten, er det især Gannett tidligere, og forventede fremtidige, opkøbende strategi, samt der yderligere bliver fokuseret på en revolutionerende ændring fra print platform til digital platform.

Der hersker dermed ingen tvivl omkring en negativ vækstrate hos Gannett. Den tidligere vækstrate har ligget i omkring -12%, jf., afsnit 4.6, ydermere, er det klart at fra 2007, har der været en klar negativ eksponentiel tendens i Gannetts pengestrøms udvikling, hvilket tyder på, at der i de fremtidige perioder, vil være en mindre negativ vækst end det er set tidligere. Dette understøttes ved at tilføje en tendenslinje til de historiske pengestrømme, hvor den største **R²** opnås, ved en eksponentiel tendenslinje, hvilket er endnu tydeligere afbilledet ved at lave en tendenslinje fra 2007-2015 dataene.



Med disse faktorer til overvejelse, vurderes Gannetts vækstrate i terminalperioden til at være -7%.

5. Værdiansættelse af virksomhederne

Det næste afsnit kommer til at indeholde selve værdiansættelserne af virksomhederne, først igennem Customer Lifetime Value, og dernæst igennem Discounted Cash Flow modellen.

Inden den endelige værdiansættelse af virksomhederne laves, dannes et overblik over de parametre, der anvendes til værdiansættelse igennem begge modeller:

Parameter	Netflix	Visa	Gannett
Antallet af kunder	$\frac{148000000}{1+9,9581*eksp(-0,148*t)}$	$\frac{1655000000}{1+4,6738*eksp(-0,0331*t)}$	$2E + 06 * eksp^{-0,067*t}$
Margin pr. Kunde	7,21	3,45	277,67
Erhvervelsesomk.	52,46	15,35	0
Tilbageholdelsesgrad	85,0%	88,0%	47,5%
WACC	5,38%	5,48%	2,76%
Growth	10,00%	2,50%	-7,00%

Samt de pengestrømme der anvendes til værdiansættelsen igennem Discounted Cash Flow modellen. Netflixs og Gannetts data er i tusinde dollars, mens Visas er i millioner dollars:

FCFF	2016	2017	2018	2019	Terminal
Netflix	-378.409	73.115	265.011	-415.678	-495.602
Visa	3.691	4.260	3.476	4.073	4.162
Gannett	295	317	137	263	193

Med disse parametre i baghånden, er det nu muligt at lave værdiansættelserne.

5.1 Customer Lifetime Value

Jf., afsnit 3.1 Customer Lifetime Value, udregnes kundebasens værdi ved følgende formel:

$$\int_{k=0}^{\infty} \int_{t=k}^{\infty} n_k m_{t-k} e^{-ik} e^{\left(-\frac{1+i-r}{r}\right)*(t-k)} dt dk - \int_{k=0}^{\infty} n_k c_k e^{-ik} dk$$

Ved anvendelse af de givne inputs, findes følgende værdier for virksomhederne. Ved Gannett har det ikke været muligt at anvende modellen, derfor er der anvendt en model, som er opbygget efter de samme principper. Dette bliver uddybet i afsnittet omhandlende Gannett:

	Virksomhedsværdi	Benchmark
Netflix	-15.559.328.743	38.910.000.000
Visa	92.521.680.054	194.010.000.000
Gannett	3.462.685.077	1.800.000.000

Benchmark værdierne er virksomhedernes *market cap*. De er fundet på yahoo.com, de reelle hjemmesider er refereret til i deres respektive afsnit, hvilket også er benchmarking for værdiansættelsen igennem pengestrømsmodellen. Dette er gjort for at have et fælles referencepunkt, hvilket sikrer, at der ikke sker misfortolkninger af resultatet ud fra en fejl i den ene eller anden model.

Netflix

Netflix estimeres til at være -\$15,5 milliarder værd. Dette kan siges, ikke at stemme overens med virkeligheden, ifølge benchmarking værdien har Netflix en værdi på \$38,91 milliarder⁸³.

Det var forventet at modellens styrker, lå i værdiansættelse af vækstvirksomheder, hvilket ikke er tilfældet, når det kommer til Netflix.

Værdien stammer fra udregningen af de fremtidige kunders værdi igennem formelen, summeret med værdien af de nuværende kunder. Gupta et al. (2004) har ikke beskrevet en fremgangsmåde til værdiansætte af den nuværende kundebase, hvorfor der er blevet anvendt en metode, der bygger på de samme principper, som Gupta et al. (2004) anvender, til at estimere værdien af de fremtidige kunder. Værdien af de nuværende kunder, er fundet ved at anvende antallet af kunder i primo 2016. Herfra er tilbageholdelsesgraden anvendt, til at finde antallet af tilbageværende kunder i det næste kvartal. Tilbageholdelsesgraden, som er anvendt her, er 96%, da det er tilbageholdelsesgraden for kvartalet, og ikke for året der skal anvendes, følgende udregning er lavet: $96\%^4 = 85\%$.

Antallet af kunder, i det givne kvartal, er ganget med margin og tilbagediskonteret ved brug af den kvartårlige **WACC**, som er fundet ved samme metode som den kvartårlige tilbageholdelsesgrad.

Eksemplificeret ved Netflix:

$$1,03427^4 = 1,0538$$

⁸³ Hjemmeside 27

Til sidst er værdien af alle den nuværende kundebase summeret op til \$10,98 milliarder jf., bilag 5.

Visa

Der er anvendt eksakt samme metode som hos Netflix, til udregne værdien af kundebasen for Visa. Værdiansættelsen giver Visa en værdi på \$92,5 milliarder, hvilket kun er 57,68% af benchmarking værdien for virksomheden. Visa eksemplificerer en stabil virksomhed i testen af Customer Lifetime Value modellen, hvilket med de estimerede inputs, ikke gav den ønskede værdi.

For at Customer Lifetime Value kan anses som en velfungerende værdiansættelsesmodel må det forventes at den kan varetage at estimere etablerede virksomheder.

Gannett

Afsnit 4.3 klargjorde årsagen til at estimatet af kundebasen for Gannett, ikke kunne laves med samme fremgangsmåde, som de øvrige to virksomheder. Her blev der antaget, at der ingen nye kunder kommer til virksomheden, da antallet af kunder er faldende.

Dette betød, at det sidste led af formlen fra Gupta et al. (2004) er lig med 0, hvorfor det kun er interessant at kigge på hvor meget værdi, den nuværende kundegruppe tilføjer virksomheden.

Fremgangsmåden til at værdiansætte virksomheden, er at anvende samme inputs som Gupta et al. (2004), dermed anvendes antallet af kunder, margin per kunde og diskonteringsfaktoren.

For at finde det akkumulerede antal af fremtidige kunder, er ligningen i afsnit 4.1 anvendt:

$$n_t = 2000000 * e^{-0,067*t}$$

Ved anvendelse af n_t til antallet af alle kunder, fås antallet i 2015 til 957.094 jf., bilag 2 for 2015(11 år).

Antallet af kunder ganges med margin per kunde, og værdien tilbagediskonteres med diskonteringsfaktoren. Ved start i dette antal kunder, summeres nutidsværdien af kundebasen til \$3,02 milliarder, jf., bilag 5.

Ved anvendelse af kundeantallet fra 2015, på 1.121.384, som $T=0$. Her anvendes hældningen på formlen, indtil der er under 1 kunde tilbage i virksomheden, og herfra samme fremgangsmåde, hvilket giver den summerede nutidsværdien af pengestrømmene fra kunderne på \$3,46 milliarder.

Hvis man ser bort fra modellen Gupta et al. (2004), og anvender samme fremgangsmåde som til udregningen af Netflix og Visas nuværende kunder, fås en værdi på \$1,76 milliarder, hvilket er utroligt tæt på benchmark værdien.

5.2 Discounted Cash flow

Der vil i følgende afsnit redegøres for den endelige estimerede værdi af hver virksomhed, ved anvendelse af denne model. Genkald formelen fra afsnit 3.2:

$$Enterprise\ value_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC-g} * \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

Kort beskrevet består den anvendte model af fire budgetperiodes pengestrømme, samt terminalperiodens ditto. Virksomhedernes pengestrømme tilbagediskonteres til **T=0** med **WACC**, og disse bliver summeret for at finde virksomhedsværdien.

Som benchmarking til virksomhedernes værdiestimat, anvendes virksomhedernes *market cap*. For at opnå det bedste grundlag for en sammenligning af disse to estimater, fratrækkes den nettorentebærende gæld fra virksomhedsværdi, som er estimeret ud fra Discounted Cash Flow modellen. *Market cap* anvendes som sammenligningsgrundlag, hvilket skyldes den lette tilgængelighed af dette estimat, og at den fastsætter værdien af virksomhedens egenkapital, hvilket er det samme, som er gjort ved at fratrække den nettorentebærende gæld fra resultatet af modellen.

Netflix

Nedenstående tabel viser oversigten over udregningerne, der er lavet til at finde værdien af Netflix ved brug af Discounted Cash Flow modellen:

Netflix	0	1	2	3	4	Terminal
FCFF		-268.646	176.497	-387.559	364.376	-472.680
Nutidsværdi af FCFF		-254.930	158.936	-331.179	295.472	
Nutidsværdi af terminal						8.296.449
Virksomhedsværdi	8.164.748					
Værdi af egenkapital	7.911.613					
Market cap	38.910.000					

Benchmarking værdien, *market cap*, stammer fra yahoo.com⁸⁴.

⁸⁴ Hjemmeside 27

Den endelige egenkapitals værdi af Netflix ender på 20,33% af benchmarkingværdien.

Dette er uden tvivl alt for lidt. Selvom *market cap* kan overvurdere værdien af en virksomhed, da aktieholdere ofte køber aktierne med en forventning omkring en fremtidig værdi, vil det stadig være en troværdigt værdiansættelse, hvis anvenderen tager sine forbehold. Især i forhold til en virksomhed som Netflix, vil *market cap* være særdeles høj i forhold til den reelle værdi af virksomheden, grundet de store vækstmuligheder, som virksomheden har. Dette betyder dog stadig, at modellens værdi af Netflix, er fra langt fra denne, og må vurderes til at være utroværdig.

Undervurderingen af Netflix igennem Discounted Cash Flow modellen var forventet, og allerede en problematik, som er diskuteret tidligere jf., afsnit 1.3 antagelser og afgrænsninger.

Problematikken bag at anvende pengestrømsmodeller i forhold til vækst virksomhederne findes, når der investeres store summer i virksomheden relativt til indtjeningen. De store, relativt til EBITDA, investeringer i arbejdskapitalen, for eksempel varebeholdning eller anlægsaktiver, påvirker virksomhedernes frie pengestrøm negativt. Når disse poster er tilstrækkeligt store i forhold til EBITDA, vil pengestrømmen til virksomheden være negativ, hvilket giver en lav værdi, når der estimeres ud fra Discounted Cash Flow modellen.

Dette scenarie er ofte en realitet, når der snakkes om vækst virksomheder, hvilket også er gældende for Netflix jf., afsnit 4.6.

Visa

Ved anvendelse af Discounted Cash Flow modellen, fås følgende resultater for Visa, opgjort i millioner dollars:

Visa	0	1	2	3	4	Terminal
FCFF		5.059	6.878	6.380	5.858	6.017
Nutidsværdi af FCFF		4.796	6.182	5.436	4.732	
Nutidsværdi af terminal						163.099
Virksomhedsværdi	184.245					
Værdi af egenkapital	190.323					
Market cap	194.010					

Market cap stammer fra Yahoo.com⁸⁵.

Værdien af Visas egenkapital ender på 98,10% af *market cap*. Dette er et yderst troværdigt resultat.

⁸⁵ Hjemmeside 27

Som beskrevet i det overstående Netflix afsnit, vil *market cap* ofte være højere end den egentlige virksomhedsværdi. I forlængelse af dette, er det realistisk at aktionærene har ”overvurderet” Visa med differencen imellem de to estimater, grundet forventet fremtidig indtjening, vækst eller lignende.

Gannett

Gannett	0	1	2	3	4	Terminal
FCFF		176	232	105	232	190
Nutidsværdi af FCFF		171	220	97	208	
Nutidsværdi af terminal						1.748
Virksomhedsværdi	2.444					
Værdi af egenkapital	1.820					
Market cap	1.800					

Market cap værdien stammer fra Yahoo.com⁸⁶

I Gannetts tilfælde opleves en lavere værdi i *market cap*. Dette er dog ikke ensbetydende med, at estimatet er forkert i denne udregning. En højere *marked cap* var forventet, når der var gode vækstmuligheder, indtjeningsmuligheder eller lignende i fremtiden. En virksomhed med nedadgående tendenser, vil derfor få aktionærene til at undervurdere virksomheden, hvilket resulterer i en lavere *market cap* end den reelle værdi af virksomheden.

Værdien af egenkapitalen relativt til *market cap* er 1,09% højere. Dette er et yderst tilfredsstillende resultat i forhold til benchmarking.

6. Kritik

6.1 Pålidelighed

Dette afsnit skal diskutere, om der kan stoles på de estimerede resultater. Pålideligheden skal forsøge at klarlægge, igennem en diskussion, om resultatet kunne genskabes ved at gentage undersøgelserne. Den bedste fremgangsmåde vedrørende dette, er grundigt at overveje de anvendte inputs i modellerne, hvilket gøres individuelt for hver model.

Til sidst bliver sammenligningen af modellerne taget til overvejelse. Sammenligningen er baseret på de estimerede værdier i hver model, men er sammenligningsgrundlaget eksisterende?

⁸⁶ Hjemmeside 27

Customer Lifetime Value

De anvendte parametre som modellen er baseret på, er henholdsvis antallet af kunder, margin per kunde, erhvervelsesomkostninger, tilbageholdelsesgrad og diskonteringsfaktoren.

Margin per kunde er estimeret på baggrund af en kvalitativ analyse, hvorfor det må forventes, at hvis en analyse blev lavet af en anden person eller gruppe, ville de samme estimater anvendes, på betingelse af, at tidspunktet er det samme. Klassifikationen af posterne kan være lavet anderledes af andre personer, i udregningen af Netflixs margin per kunde var det ikke muligt at finde en yderligere opdeling af *costs of revenue*, hvilket resulterede i at sammenlægge begge kundesegmenter.

Der ville ved anvendelse af andre virksomheder, kunne opstå problemer, grundet den forskellige regnskabspraksis, dog anvender alle tre virksomheder Financial Accounting Standard Boards.

Diskonteringsfaktoren er også baseret ud fra en kvalitativ tilgang. Som beskrevet i afsnit 3.3.5 Weighted Average Cost of Capital, er den opbygget af en række inputs, pålideligheden til disse inputs er varierende. Gælden som er medtaget er den bogførte gæld, hvilket kunne være anderledes. Virksomhedsværdien består af Enterprise Value, hvilket er direkte taget fra yahoo.com, andre kunne have estimeret denne anderledes. Inputs som beta, den risikofrie rente og markedspræmien er pålidelige

Parametrene tilbageholdelsesgrad og erhvervelsesomkostninger per kunde er diskutabel, grundet den manglede indsigt i de reelle strømme af kunder ind og ud af virksomheden. Dermed forventes det, at en dybere analyse af dette, ville kunne resultere i andre resultater. Dette er også understøttet af de to følsomhedsanalyser, der er blevet lavet i afsnit 5.1 Customer Lifetime Value.

Pålideligheden i forhold til denne model er yderst diskutabel. Margin per kunde, erhvervelsesomkostninger, tilbageholdelsesgrad og diskonteringsfaktoren er alle konstante inputs i modellen. Disse antagelser holder ikke på sigt, blandt andet reinvesterer Netflix store summer i deres R&D afdeling, hvilket har til formål at forbedre deres tilbageholdelsesgrad.

Generelt laver virksomhederne løbende ændringer og forbedringer, der i sidste ende vil ændre på resultatet af disse estimater. Når denne metode bliver gentaget af en anden person eller gruppe, vil resultaterne af estimaterne højst sandsynligt være anderledes, hvilket vil give en anden værdi af virksomhederne.

Discounted Cash Flow

Modellen er baseret på tre inputs: pengestrømmene i budget- og terminalperioden, diskonteringsfaktoren og vækstraten. Diskonteringsfaktorens pålidelighedsanalyse er nøjagtig den samme som i den forrige model.

Pengestrømmene er opbygget af en kvalitativ analyse af virksomhederne i en historisk periode, hvilket forventes ikke at kunne gøres anderledes. Budget- og terminalperioden er dog lavet ud fra forudsætninger og antagelser. Disse forudsætninger og antagelser er baseret ud fra den kvalitative analyse og en subjektiv vurdering, hvorfor det ikke forventes at budgetforudsætningerne ville være helt de samme, i tilfælde af en ny analyse. Dette er også gældende for vækstraten.

Yderligere forudsættes det, at terminalperioden har en konstant vækst. I realiteten, hvilket understreges af de historiske pengestrømme i hver virksomhed jf., afsnit 4.6, vil denne variere fra år til år.

Discounted Cash Flow modellens resultat er opvejet imod *market cap*, for at danne et overblik omkring pålideligheden af resultatet. Dette er som sådan ikke noget i vejen med, dog ville resultatet have fordel af at blive underbygget af en værdiansættelse af virksomhederne igennem Equity Value Added modellen også. Ved at lave begge analyser, sikrer man sig, at der ikke er lavet nogle fejl i estimeringen af værdien, hvis begge værdier i sidste ende giver det samme.

Understøttelsen af *market cap* eller lign., havde stadig været nødvendigt for at have et benchmark, som var uafhængigt af det andet resultat, og en anvendelse af *market cap* er godkendt, så længe den anvendes med forbehold.

Med overstående refleksion omkring inputs, er modellens pålidelighed diskutabel, da en stor del af disse inputs vil variere fra analyse til analyse. Dog med tanke på den store andel af kvalitativ data, vil modellen altid være et brugbart estimat.

Sammenligning af modellerne

Pålideligheden af sammenligningen, er primært baseret på baggrund af pålideligheden i Discounted Cash flow modellen, samt benchmark værdien. Discounted Cash Flow er et anerkendt vurderingsværktøj, hvorfor det giver mening at sammenligne resultaterne fra Customer Lifetime Value med denne. Ved at anvende benchmark værdien, anerkendes resultatet fra den anerkendte

model, hvis det nærmer sig *market cap* værdien, dermed er det muligt at sammenligne de to metoder.

Som beskrevet, ville det være en fordel at have anvendt en Equity Value Added model, for at sikre det bedste resultat, hvorfor pålideligheden mindskes en smule. Hvorom alting, er modellernes resultater sammenlignet med *market cap*, hvorfor pålideligheden af sammenligningen af de to modeller imellem er troværdig.

Yderligere anvendes en budget- og terminal periode til budgetforudsætningerne, og dermed estimering af virksomhedernes værdi igennem Discounted Cash Flow modellen. For at opnå det bedste mulige sammenligningsgrundlag, ville det have været favorabelt at anvende samme fremgangsmåde i forbindelse med estimering af de anvendte parametre, til estimeringen af kundebasen.

Overordnet set, er sammenligningen lavet på et brugbart grundlag, hvor der anvendes en fælles testværdi, og sammenligningen er, trods de overstående overvejelser, pålidelig.

6.2 Gyldighed

Gyldigheden skal forsøge at tydeliggøre, om metoden måler det, som ønskes. Dermed skal denne forsøge at klarlægge, hvorvidt Customer Lifetime Value modellen måler markedsværdien af virksomhederne.

Dette vil ikke blive gjort ved Discounted Cash Flow modellen, da dette allerede er anerkendt som værdiansættelses værktøj, og dermed behøves en yderligere analyse af hvad modellen måler ikke. Konklusionen vil klarificere, hvorvidt resultaterne i henhold til den model, er gyldige, og de vil kun agere benchmark for det kommende afsnit.

Customer Lifetime Value

Modellen estimerer værdien af pengestrømmene fra de fremtidige og nuværende kunder.

Hvis denne værdi skal stemmeoverens med markedsværdien af virksomheden, skal de faste omkostninger forbundet virksomhedens ageren, der ikke er medtaget i margin per kunde, medtages. Skatten, samt gælden, er heller ikke medtaget. Yderligere, skal de ikke driftsrelaterede aktiver medtages i udregningerne.

For at modellen afspejler markedsværdien, er følgende muligheder løsningen:

- Estimere, tillægge og fratrække de pågældende omkostninger.
- Antage, at de umiddelbart manglende parametre er afspejlet i modellens værdier, bortset fra gæld, ikke driftsaktiver og penge.
- Antage, at modellens estimerede værdi er den samme som markedsværdien.

Der antages mulighed b. Hvorfor sammenligningen af værdierne sker efter den nettorentebærende gæld er fratrullet virksomhedsværdien, hvilket kan medføre, at pengestrømme der ikke er kunderelateret, kan udelades.

Det kan længe diskuteres, hvilken løsning der er den mest retvisende, dog er det ikke væsentligt, om virksomhedernes estimerede værdi er plus eller minus en procent fra benchmarket, men om det tilnærmelsesvis rammer værdien.

Jf., afsnit 5.1 blev følgende resultater fundet:

	CLV Virksomhedsværdi	CLV egenkapital	DCF Virksomhedsværdi	DCF egenkapital	Market cap
Netflix	-15.559.328.743	-10.833.478.545	8.164.748.000	7.911.613.000	38.910.000.000
Visa	92.521.680.054	72.693.609.639	184.245.000.000	190.323.000.000	194.010.000.000
Gannett	3.022.476.864	1.673.082.418	2.444.000.000	1.820.000.000	1.800.000.000

Egenkapitalen af kundebasen er estimeret ved at følgende måde:

	CLV Virksomhedsværdi	Skat	Rentebærende gæld	CLV egenkap
Netflix	-15.559.328.743	-4.978.985.198	253.135.000	-10.833.478.545
Visa	92.521.680.054	25.906.070.415	-6.078.000.000	72.693.609.639
Gannett	3.022.476.864	725.394.447	623.999.999	1.673.082.418

Skattesatsen fra Netflix er 32%, som er middelværdien i den historiske periode. Hos Visa og Gannett er den henholdsvis 28% og 24%, hvilket er den sats som er sat for dem i budget- og terminalperioden. Den rentebærende gæld stammer fra 2015.

Efter tiltagene er blevet lavet i forhold Customer Lifetime Value modellen estimeres Netflix til -28% af benchmarking værdien, Visa opnår en værdi på 37% af benchmarking værdien, med de anvendte parametre, mens Gannett estimeres til 93% af benchmarking værdien. Kun Gannetts estimat er nogenlunde tilfredsstillende, selvom 7% under benchmarking værdien er en anelse for højt. Ved ændring af metoden fra afsnit 5.1 med hensyn til Gannett fås en værdi af egenkapital på \$2,01 milliarder, hvilket er 112% over *market cap*.

En analyse af følsomheden i Visas resultater viser at Customer Lifetime Value modellen alligevel kan være en mulighed i fremtiden:

Følsomhedsanalyse Visa						
WACC	Fremtidige kunder	Nuværende kunder	Skat	Rentebærende Gæld	I alt	% af benchmark
2,39%	230,18	70,08	19,62	-6,08	286,72	148%
3%	164,58	67,49	18,90	-6,08	219,25	113%
3,10%	135,10	67,09	18,78	-6,08	189,48	98%
4%	76,22	63,67	17,83	-6,08	128,14	66%
5%	43,50	60,30	16,88	-6,08	92,99	48%
5,48%	33,71	58,81	16,47	-6,08	82,13	42%

Ovenstående tabel er opgjort i milliarder dollars, og viser følsomheden i resultatet, ud fra en ændring i diskonteringsfaktoren.

Ifølge hjemmeside 35 er den industrielle WACC på 2,39%, hvilket er taget ud fra den finansielle industri, som ikke er banker eller forsikringsselskaber.

Ved en WACC på 3,1%, vil værdien af Visa være på 98% af benchmarking værdien, dette må siges at være et yderst godkendt resultat. Denne værdi er kun -0,5% fra estimeret som Discounted Cash Flow kommer frem til er yderst realistisk, og viser dermed at modellen med de rigtige inputs kan anvendes til den type af virksomheder.

7. Konklusion

Overordnet set skulle denne opgave forsøge at undersøge, hvorvidt det var muligt at anvende andre værdiansættelsesmetoder end dem som er baseret på bundlinjetal. Her blev Customer Lifetime Value anvendt som eksempel. Modellens skulle tilnærmelsesvis ramme værdiansættelsen af virksomhederne med de anerkendte modeller, her er Discounted Cash Flow modellen anvendt. Den forventede fordel ved modellen var at den var bedre i stand til at håndtere virksomheder i vækst bedre end pengestrømsmodellen. Yderligere var der fokus på om modellen er let nok at arbejde med.

Efter en tilpasningen af virksomhedsværdierne så de afspejler egenkapitalen og *market cap*, blev følgende værdier estimeret:

For Customer Lifetime Value modellen endte værdien på \$-10,8, \$72,7 og \$1,7 milliarder og for Discounted Cash Flow modellen endte værdierne på \$8, \$190 og \$1,8 milliarder for henholdsvis Netflix, Visa og Gannett.

Market cap værdierne lå på henholdsvis \$38,9, \$194 og 1,8 milliarder.

Disse resultater viser at ingen af modeller er i stand til at estimere en tilnærmelsesvis tilfredsstillende værdi af Netflix i forhold til benchmarking på \$38,9 milliarder.

Det var forventet at den anerkendte model ikke ville være i stand til at estimere en tilfredsstillende værdi, grundet de endelige pengestrømmene, mens at forventningen var at Customer Lifetime Value modellen ville være i stand til at lave et tilfredsstillende resultat.

Den store problematik ligger i, at Netflixs erhvervelsesomkostninger er 7,28 gange højere end deres margin. Dermed kan det konkluderes at modellen ikke er egnet til at værdiansætte vækstvirksomheder, med store investeringer i markedsføringsposter. Det er ikke muligt at konkludere ud fra alle vækstvirksomheder da datagrundlaget ikke er tilstede.

I forhold til Visa som skulle eksemplificere end stabil virksomhed viste den erkendte model sig, som forventet, tilfredsstillende. Den kundebaseerede model viste sig at ende på blot 37% af *market cap*. Det var essentielt at modellen var i stand til at kunne værdiansætte denne slags virksomheder, for den muligheder for anvendelse i fremtiden.

En analyse af følsomheden i Visas resultater relativt til den estimerer diskonteringsfaktor, viste at det var muligt, at kunne estimere en værdi der var ligeså tilfredsstillende som den anerkendte model.

Begge modeller, med den givne data og metoder, viste at de var i stand til at kunne estimere en negativt vækstvirksomhed.

Overordnet er denne model ikke klar til sit indtog endnu. Dens forudsætninger er for tidskrævende at lave i sammenligning med dem til den anerkendte model. Der er yderligere for mange parametre der estimeres subjektivt. Vigtigst af alt så estimeres værdierne ikke godt nok.

Der er dog fremtid at syne i modellen, hvilket følsomhedsanalysen af Visa viste. Det bliver ikke denne model som kommer til at blive anvendt, men den har yderligere udviklet denne form for værdiansættelse.

8. Litteraturliste

8.1 Andet

- Netflix årsrapport 2014
- Visa årsrapport 2015
- Gannett årsrapport 2015
- Netflix kvartalsrapporter for 2010-2015
- Visa kvartalsrapporter for 2007-2015
- Gannett kvartalsrapporter for 2005-2015

8.2 Artikler

- Gupta, Lehmann & Stuart (2004): "Valuing customers", Journal of Marketing Research 2004
- Holm, Kumar & Rohde (2011): "Measuring customer profitability in complex environment: an interdisciplinary contingency framework", Academy of Marketing Science 2011
- Forbes, Thayne (2007): "Valuing Customers", Database Marketing & Customer Strategy Management Vol. 15, 1, side 4-10
- Dwyer, R. F., (1989): "Customer lifetime valuation to support marketing decision making": Journal of Interactive marketing, Vol. 3(4), pp. 8-15.
- Blattberg, R. C. & Deighton, J., (1996): "Manage marketing by the customer equity test": Harvard Business Review, Volume July-August, pp. 136-144.
- Berger, Paul D. and Nada I. Nasr (1998): "Customer Lifetime Value: Marketing Models and Applications," Journal of Interactive Marketing, 12 (Winter), 17-30.
- Rust, Roland T., Valarie A. Zeithaml and Katherine N. Lemon (2001): "Driving Customer Equity: How Customer Lifetime Value is Reshaping Corporate Strategy".
- Damodaran, Aswath (2001): "The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies": Prentice Hall.
- Aswath Damodaran (2002): "Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset", 2nd ed.
- Rotkowski og Cloughs (2013): "How to estimate the long-term growth rate in the discounted cash flow model", Forensic Analysis Insights-business valuation.
- Thomas, Jacquelyn (2001): "A Methodology for Linking Customer Acquisition to Customer Retention," Journal of Marketing Research.
- Bain og Company (2013): "Management Tools & Trends"

8.3 Bøger

- Plenborg & Petersen (2012): "Financial statement analysis": Pearson Education Limited.
- Aaker & McLoughlin (2010): "Strategic market management": John Wiley & sons Ltd.

8.4 Hjemmesider

- Hjemmeside 1: Visa.com 2/2 2016: https://usa.visa.com/about-visa/our_business/history-of-visa.html
- Hjemmeside 2: Statista.com 13/2 2016: <http://www.statista.com/statistics/183408/number-of-us-daily-newspapers-since-1975/>
- Hjemmeside 3: Visa.dk 2/2 2016: <https://www.visa.dk/om-os/hvem-er-vi>
- Hjemmeside 4: Gannett.com 2/2 2016: <http://www.gannett.com/who-we-are/>

- Hjemmeside 5: Wikipedia.com 2/2 2016: https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_newspapers_in_the_United_States_by_circulation
- Hjemmeside 6: Moneyshow.com 6/3 2016: <http://www.moneyshow.com/articles.asp?aid=tptp072513-42014>
- Hjemmeside 7: Investopedia.com 12/3 2016: <http://www.investopedia.com/university/DCF/DCF4.asp>
- Hjemmeside 8: Evergage.com 12/3 2016: <http://www.evergage.com/blog/how-calculate-customer-retention/>
- Hjemmeside 9: Investopedia.com 12/3 2016: <http://www.investopedia.com/terms/w/wacc.asp>
- Hjemmeside 10: Investopedia.com 23/3 2016: <http://www.investopedia.com/terms/f/freecashflowfirm.asp>
- Hjemmeside 11: Netflix.com 24/3 2016: <http://ir.netflix.com/results.cfm>
- Hjemmeside 12: Visa.com 24/3 2016: <http://investor.visa.com/financial-information/quarterly-earnings/>
- Hjemmeside 13: Iasplus.com 1/3 2016: <http://www.iasplus.com/en-us/standards/fasb/revenue/asc605>
- Hjemmeside 14: Gannett.com 1/3 2016: <http://investors.gannett.com/>
- Hjemmeside 15: Smallbusiness.com 1/3 2016: <http://smallbusiness.chron.com/recommended-percentage-sales-marketing-budget-25023.html>
- Hjemmeside 16: WSJ.com 4/4 2016: <http://www.wsj.com/articles/SB107585417655619972>
- Hjemmeside 17: Conversionxl.com 4/4 2016: <http://conversionxl.com/customer-retention-strategy/>
- Hjemmeside 18: Kissmetrics.com 22/4 2016: <https://blog.kissmetrics.com/how-netflix-measures-you/>
- Hjemmeside 19: Investopedia.com 22/4 2016: <http://www.investopedia.com/articles/markets/051215/who-are-netflixs-main-competitors-nflx.asp>
- Hjemmeside 20: Valuewalk.com 14/4 2016: <http://www.valuewalk.com/2015/07/netflix-inc-price-target-upped-yet-again/>
- Hjemmeside 21: Startupdonut.co.uk 14/4 2016: <http://www.startupdonut.co.uk/blog/2012/04/understanding-customer-retention-and-churn>
- Hjemmeside 22: Parkassociates.com 14/4 2016: <https://www.parkassociates.com/blog/article/pr-july2015-ott-tracker>
- Hjemmeside 23: Forbes.com 3/5 2016: <http://www.forbes.com/powerful-brands/list/2/#tab:rank>
- Hjemmeside 24: Clickz.com 2/4 2016: <https://www.clickz.com/clickz/column/1701907/newspaper-publishers-dont-make-bad-situation-worse-part>
- Hjemmeside 25: Bankrate.com 15/4 2016: <http://www.bankrate.com/rates/interest-rates/10-year-treasury-bill.aspx>
- Hjemmeside 26: Valuewalk.com 15/4 2016: <http://www.valuewalk.com/2015/05/market-risk-premium-risk-free-rate-used-for-41-countries-in-2015/>
- Hjemmeside 27: Finance.yahoo.com 20/4 og 8/5 2016: <https://finance.yahoo.com/q/ks?s=NFLX+Key+Statistics> , <https://finance.yahoo.com/q/ks?s=V> , <https://finance.yahoo.com/q/ks?s=GCI>

- Hjemmeside 28: Streetinsider.com 20/4 2016: [http://www.streetinsider.com/Credit+Ratings/S%26P+Affirms+Ratings+on+Visa+\(V\)+Amid+Move+to+Acquire+Visa+Europe%3B+Outlook+Remains+Stable/11024350.html](http://www.streetinsider.com/Credit+Ratings/S%26P+Affirms+Ratings+on+Visa+(V)+Amid+Move+to+Acquire+Visa+Europe%3B+Outlook+Remains+Stable/11024350.html)
- Hjemmeside 29: Marketwatch.com 20/4 2016: <http://www.marketwatch.com/story/sp-returns-gannett-outlook-to-stable-2011-09-26>
- Hjemmeside 30: Bondsonline.com 20/4 2016: http://www.bondsonline.com/Todays_Market/Composite_Bond_Yields_table.php
- Hjemmeside 31: VisaEurope.com 13/4 2016: <https://www.visaeurope.com/newsroom/news/vi-to-acquire-ve>
- Hjemmeside 32: Stltoday.com 14/3 2016: http://www.stltoday.com/business/local/gannett-splits-publishing-broadcasting-in-two/article_45292733-de1a-5058-bec8-db4abc99318c.html
- Hjemmeside 33: Worldbank.org 12/4 2016: <http://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.LEND>
- Hjemmeside 34: Statista.com 11/2 2016: <http://www.statista.com/topics/842/netflix/>
- Hjemmeside 35: Stern.nyu.edu 7/5 2016: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/wacc.htm

9. Bilag

9.1 Antallet af kunder

Netflix		Visa		Gannett	
Kvartal	Antal kunder	Kvartal	Antal kunder	År	Antal kunder
2010K1	0	2005K4	266000000	2005	2053437,857
2010K2	200000	2006K1	276000000	2006	2018658,571
2010K3	1000000	2006K2	287000000	2007	1946701,429
2010K4	5000000	2006K3	298000000	2008	1776194,286
2011K1	15000000	2006K4	308000000	2009	1581910
2011K2	24594000	2007K1	321000000	2010	1481847,857
2011K3	36856000	2007K2	336000000	2011	1427671,429
2011K4	34694000	2007K3	348000000	2012	1329903,571
2012K1	36564000	2007K4	368000000	2013	1225200,714
2012K2	36802000	2008K1	376000000	2014	1132699,286
2012K3	38018000	2008K2	387000000	2015	1121384,286
2012K4	41491000	2008K3	400000000		
2013K1	44299000	2008K4	414000000		
2013K2	45062000	2009K1	420000000		
2013K3	47428000	2009K2	424000000		
2013K4	51280000	2009K3	433000000		
2014K1	55009000	2009K4	442000000		
2014K2	56306000	2010K1	452000000		
2014K3	59048000	2010K2	458000000		
2014K4	63158000	2010K3	467000000		
2015K1	67838000	2010K4	473000000		
2015K2	70964000	2011K1	476000000		
2015K3	75114000	2011K2	495000000		

2015K4	79666000	2011K3	509000000
		2011K4	519000000
		2012K1	530000000
		2012K2	537000000
		2012K3	558000000
		2012K4	570000000
		2013K1	581000000
		2013K2	592000000
		2013K3	610000000
		2013K4	622000000
		2014K1	642000000
		2014K2	658000000
		2014K3	677000000
		2014K4	692000000
		2015K1	711000000
		2015K2	725000000
		2015K3	738000000
		2015K4	755000000

9.2 Kunde estimer

Netflix:

Netflix							
Kvartaler	Model estimat af kunder	Kvartaler	Model estimat af kunder	Kvartaler	Model estimat af kunder	Kvartaler	Model estimat af kunder
0	13505991	40	124781478	80	147487202	120	147990385
1	14777881	41	126663481	81	147535616	121	147991296
2	16155160	42	128416877	82	147579473	122	147992120
3	17643800	43	130046606	83	147619199	123	147992866
4	19249585	44	131558072	84	147655180	124	147993542
5	20977995	45	132957010	85	147687769	125	147994154
6	22834076	46	134249361	86	147717284	126	147994707
7	24822286	47	135441174	87	147744014	127	147995209
8	26946343	48	136538507	88	147768220	128	147995662
9	29209058	49	137547360	89	147790141	129	147996073
10	31612158	50	138473608	90	147809991	130	147996445
11	34156119	51	139322956	91	147827966	131	147996782
12	36840003	52	140100898	92	147844242	132	147997087
13	39661307	53	140812691	93	147858980	133	147997362
14	42615841	54	141463337	94	147872325	134	147997612
15	45697634	55	142057567	95	147884407	135	147997838
16	48898879	56	142599840	96	147895347	136	147998043
17	52209931	57	143094336	97	147905253	137	147998228
18	55619353	58	143544966	98	147914221	138	147998396
19	59114021	59	143955372	99	147922341	139	147998548
20	62679284	60	144328937	100	147929692	140	147998686
21	66299188	61	144668798	101	147936348	141	147998810
22	69956738	62	144977854	102	147942375	142	147998923

23	73634210	63	145258780	103	147947830	143	147999025
24	77313490	64	145514040	104	147952770	144	147999117
25	80976428	65	145745900	105	147957242	145	147999201
26	84605194	66	145956438	106	147961290	146	147999276
27	88182623	67	146147561	107	147964956	147	147999345
28	91692530	68	146321015	108	147968274	148	147999407
29	95119988	69	146478397	109	147971278	149	147999463
30	98451555	70	146621166	110	147973998	150	147999514
31	101675447	71	146750653	111	147976460		
32	104781657	72	146868074	112	147978689		
33	107762013	73	146974536	113	147980707		
34	110610182	74	147071048	114	147982534		
35	113321625	75	147158529	115	147984188		
36	115893514	76	147237814	116	147985686		
37	118324610	77	147309664	117	147987041		
38	120615122	78	147374770	118	147988269		
39	122766542	79	147433759	119	147989380		

Visa:

Visa							
Kvartaler	Model estimat af kunder	Kvartaler	Model estimat af kunder	Kvartaler	Model estimat af kunder	Kvartaler	Model estimat af kunder
0	282940807,2	40	737669660,1	80	1243547062	119	1516961056
1	299730581,3	41	751226513,9	81	1253694918	120	1521091715
2	307940807,6	42	764824788,3	82	1263671252	121	1525109352
3	316323437,7	43	778457193,3	83	1273475052	122	1529016431
4	324879222,3	44	792116365	84	1283105524	123	1532815403
5	333608750,2	45	805794881	85	1292562089	124	1536508695
6	342512440,1	46	819485276,9	86	1301844374	125	1540098719
7	351590532,8	47	833180062	87	1310952211	126	1543587860
8	360843084,2	48	846871736,3	88	1319885622	127	1546978479
9	370269957,3	49	860552806,5	89	1328644817	128	1550272912
10	379870815,5	50	874215802,3	90	1337230186	129	1553473466
11	389645115,7	51	887853293,1	91	1345642287	130	1556582417
12	399592101,2	52	901457904	92	1353881846	131	1559602012
13	409710796,4	53	915022331,2	93	1361949742	132	1562534465
14	420000000	54	928539358,1	94	1369847002	133	1565381957
15	430458280,2	55	942001870,1	95	1377574793	134	1568146634
16	441083969,3	56	955402869,2	96	1385134415	135	1570830608
17	451875159,9	57	968735488,5	97	1392527292	136	1573435954
18	462829700,3	58	981993005,2	98	1399754963	137	1575964713
19	473945191,7	59	995168853,9	99	1406819079	138	1578418889
20	485218985,5	60	1008256639	100	1413721389	139	1580800445
21	496648181,1	61	1021250145	100	1413721389	140	1583111313
22	508229625	62	1034143349	101	1420463738	141	1585353381

23	519959910,2	63	1046930430	102	1427048057	142	1587528504
24	531835376,5	64	1059605776	103	1433476356	143	1589638497
25	543852111,5	65	1072163996	104	1439750719	144	1591685137
26	556005952,6	66	1084599924	105	1445873295	145	1593670164
27	568292489,9	67	1096908627	106	1451846293	146	1595595279
28	580707069,8	68	1109085409	107	1457671976	147	1597462148
29	593244799,6	69	1121125820	108	1463352652	148	1599272397
30	605900552,7	70	1133025654	109	1468890672	149	1601027616
31	618668975,1	71	1144780956	110	1474288423	150	1602729360
32	631544492,8	72	1156388023	111	1479548321	151	1604379144
33	644521319,5	73	1167843405	112	1484672810	152	1605978449
34	657593465,5	74	1179143905	113	1489664351	153	1607528722
35	670754748	75	1190286579	114	1494525423	154	1609031371
36	683998801,2	76	1201268735	115	1499258516	155	1610487773
37	697319087,8	77	1212087934	116	1503866126	156	1611899268
38	710708910,9	78	1222741980	117	1508350754	157	1613267165
39	724161427,2	79	1233228926	118	1512714899	158	1614592736

Visa							
Kvartaler	Model estimat af kunder	Kvartaler	Model estimat af kunder	Kvartaler	Model estimat af kunder	Kvartaler	Model estimat af kunder
158	1614281823	198	1644052718	238	1652073059	278	1654220220
159	1615877224	199	1644406861	239	1652168192	279	1654245597
160	1617121838	200	1644749618	240	1652260238	280	1654270148
161	1618327756	201	1645081352	241	1652349297	281	1654293900
162	1619496124	202	1645402412	242	1652435465	282	1654316880
163	1620628058	203	1645713139	243	1652518837	283	1654339112
164	1621724646	204	1646013860	244	1652599502	284	1654360621
165	1622786944	205	1646304896	245	1652677548	285	1654381431
166	1623815981	206	1646586553	246	1652753060	286	1654401563
167	1624812758	207	1646859133	247	1652826120	287	1654421040
168	1625778246	208	1647122923	248	1652896808	288	1654439884
169	1626713392	209	1647378205	249	1652965200	289	1654458114
170	1627619116	210	1647625251	250	1653031371	290	1654475751
171	1628496312	211	1647864325	251	1653095392	291	1654492815
172	1629345848	212	1648095680	252	1653157333	292	1654509323
173	1630168569	213	1648319565	253	1653217263	293	1654525294
174	1630965294	214	1648536218	254	1653275245	294	1654540745
175	1631736821	215	1648745872	255	1653331343	295	1654555694
176	1632483924	216	1648948750	256	1653385619	296	1654570156
177	1633207353	217	1649145071	257	1653438130	297	1654584147
178	1633907840	218	1649335045	258	1653488935	298	1654597683
179	1634586092	219	1649518874	259	1653538090	299	1654610779

180	1635242797	220	1649696758	260	1653585646	300	1654623448
181	1635878624	221	1649868887	261	1653631657	301	1654635705
182	1636494220	222	1650035445	262	1653676172	302	1654647564
183	1637090215	223	1650196613	263	1653719240	303	1654659036
184	1637667218	224	1650352564	264	1653760908	304	1654670135
185	1638225822	225	1650503465	265	1653801221	305	1654680873
186	1638766602	226	1650649479	266	1653840224	306	1654691261
187	1639290115	227	1650790764	267	1653877959	307	1654701311
188	1639796902	228	1650927472	268	1653914466	308	1654711034
189	1640287487	229	1651059750	269	1653949787	309	1654720441
190	1640762379	230	1651187742	270	1653983959	310	1654729541
191	1641222071	231	1651311586	271	1654017020	311	1654738345
192	1641667042	232	1651431415	272	1654049005	312	1654746863
193	1642097755	233	1651547359	273	1654079951	313	1654755104
194	1642514659	234	1651659544	274	1654109890	314	1654763076
195	1642918192	235	1651768091	275	1654138855	315	1654770789
196	1643308775	236	1651873117	276	1654166878	316	1654778250
197	1643686818	237	1651974736	277	1654193990	317	1654785469

Gannett:

Gannett							
Kvartaler	Model estimat af kunder	Kvartaler	Model estimat af kunder	Kvartaler	Model estimat af kunder	Kvartaler	Model estimat af kunder
0	2000000	40	137126,31	80	9401,81	120	644,62
1	1870390,4	41	128239,87	81	8792,53	121	602,84
2	1749180,13	42	119929,31	82	8222,73	122	563,78
3	1635824,86	43	112157,31	83	7689,86	123	527,24
4	1529815,56	44	104888,98	84	7191,52	124	493,07
5	1430676,17	45	98091,67	85	6725,47	125	461,12
6	1337961,49	46	91734,86	86	6289,63	126	431,24
7	1251255,17	47	85790	87	5882,03	127	403,29
8	1170167,83	48	80230,4	88	5500,85	128	377,16
9	1094335,34	49	75031,08	89	5144,37	129	352,71
10	1023417,16	50	70168,71	90	4810,99	130	329,86
11	957094,81	51	65621,44	91	4499,21	131	308,48
12	895070,48	52	61368,86	92	4207,64	132	288,49
13	837065,61	53	57391,86	93	3934,97	133	269,79
14	782819,75	54	53672,59	94	3679,96	134	252,31
15	732089,27	55	50194,35	95	3441,48	135	235,96
16	684646,37	56	46941,51	96	3218,46	136	220,67
17	640278	57	43899,48	97	3009,89	137	206,37
18	598784,91	58	41054,58	98	2814,83	138	192,99
19	559980,78	59	38394,05	99	2632,42	139	180,49
20	523691,34	60	35905,93	100	2461,82	140	168,79
21	489753,63	61	33579,05	101	2302,29	141	157,85
22	458015,24	62	31402,97	102	2153,09	142	147,62

23	428333,65	63	29367,91	103	2013,56	143	138,06
24	400575,58	64	27464,73	104	1883,07	144	129,11
25	374616,36	65	25684,88	105	1761,04	145	120,74
26	350339,42	66	24020,38	106	1646,91	146	112,92
27	327635,75	67	22463,74	107	1540,18	147	105,6
28	306403,38	68	21007,98	108	1440,37	148	98,76
29	286546,97	69	19646,56	109	1347,03	149	92,36
30	267977,35	70	18373,37	110	1259,74	150	86,37
31	250611,13	71	17182,69	111	1178,1	151	80,77
32	234370,33	72	16069,17	112	1101,75	152	75,54
33	219182,01	73	15027,81	113	1030,35	153	70,64
34	204977,96	74	14053,94	114	963,58	154	66,07
35	191694,4	75	13143,17	115	901,14	155	61,78
36	179271,69	76	12291,43	116	842,74	156	57,78
37	167654,02	77	11494,89	117	788,13	157	54,04
38	156789,24	78	10749,96	118	737,05	158	50,53
39	146628,54	79	10053,32	119	689,29	159	47,26

Gannett			
Kvartaler	Model estimat af kunder	Kvartaler	Model estimat af kunder
160	44,2	200	3,03
161	41,33	201	2,83
162	38,65	202	2,65
163	36,15	203	2,48
164	33,81	204	2,32
165	31,62	205	2,17
166	29,57	206	2,03
167	27,65	207	1,9
168	25,86	208	1,77
169	24,18	209	1,66
170	22,62	210	1,55
171	21,15	211	1,45
172	19,78	212	1,36
173	18,5	213	1,27
174	17,3	214	1,19
175	16,18	215	1,11
176	15,13	216	1,04
177	14,15		
178	13,23		
179	12,37		
180	11,57		
181	10,82		
182	10,12		

183	9,47		
184	8,85		
185	8,28		
186	7,74		
187	7,24		
188	6,77		
189	6,33		
190	5,92		
191	5,54		
192	5,18		
193	4,84		
194	4,53		
195	4,24		
196	3,96		
197	3,7		
198	3,46		
199	3,24		

9.3 Free Cash Flow to the Firm

Netflix	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cash Flow Operative	276.401	317.712	21.586	97.831	16.483	(749.439)
Cash Flow Investments	(116.081)	(265.814)	(244.740)	(255.968)	(42.866)	(179.192)
FCFF	160.320	51.898	(223.154)	(158.137)	(26.383)	(928.631)

Gannett	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cash Flow Operative	1.345.109	1.015.345	866.580	772.884	511.488	756.740	254.535	346.138	231.020
Cash Flow Investments	265.589	-272.759	-34.623	62.966	-24.919	-86.981	-7.752	-31.772	-43.312
FCFF	1.610.698	742.586	831.957	835.850	486.569	669.759	246.783	314.366	187.708

Visa	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cash Flow Operative	531	558	2691	3872	5009	3022	7205	6584
Cash Flow Investments	554	1830	-1904	-2299	-2414	-1164	-941	-1435
FCFF	1085	2388	787	1573	2595	1858	6264	5149

9.4 Resultatopgørelse og balance

Netflix:

	2011	2012	2013	2014	2015
Revenues	3204557,00	\$3.609.282	\$4.374.562	\$5.504.656	\$6.779.511
Cost of revenues	2039901,00	2.652.058	3.117.203	3.752.760	4.591.476
Marketing	402638,00	439.208	469.942	607.186	824.092
Technology and development	259033,00	329.008	378.769	472.321	650.788
General and administrative	126937,00	139.016	180.301	269.741	407.329
D/A	43747	45469	48374	54028	62283
Operating income	\$376.048	49.992	228.347	402.648	305.826
Other income (expense):					
Interest expense	(20.025)	(19.986)	(29.142)	(50.219)	(132.716)

Interest and other income (expense)	3.479	474	(3.002)	(3.060)	(31.225)
Loss on extinguishment of debt	0		(25.129)		
Income before income taxes	\$359.502	30.480	171.074	349.369	141.885
Provision (benefit) for income taxes	133.396	13.328	58.671	82.570	19.244
Net income	\$226.106	\$17.152	\$112.403	\$266.799	\$122.641

Assets					
Current assets:					
Cash and cash equivalents	\$508.053	\$290.291	\$604.965	\$1.113.608	\$1.809.330
Short-term investments	289.758	457.787	595.440	494.888	501.385
Current content library, net	919.709	1.368.162	1.706.421	2.166.134	2.905.998
Prepaid content	56.007	0	0	0	0
Other current assets	57.330	124.551	151.937	152.423	215.127
Total current assets	1.830.857	2.240.791	3.058.763	3.927.053	5.431.840
Non-current content library, net	1.046.934	1.506.008	2.091.071	2.773.326	4.312.817
Property and equipment, net	136.353	131.681	133.605	149.875	173.412
Other non-current assets	55.052	89.410	129.124	192.246	284.802
Total assets	\$3.069.196	\$3.967.890	\$5.412.563	\$7.042.500	\$10.202.871
Liabilities and Stockholders' Equity					
Current liabilities:					
Content liabilities	\$935.036	\$1.366.847	\$1.775.983	\$2.117.241	\$2.789.023
Accounts payable	86.992	86.468	108.435	201.581	253.491
Accrued expenses	54.231	53.139	54.018	69.746	140.389
Deferred revenue	148.796	169.472	215.767	274.586	346.721
Total current liabilities	1.225.055	1.675.926	2.154.203	2.663.154	3.529.624
Non-current content liabilities	739.628	1.076.622	1.345.590	1.575.832	2.026.360
Long-term debt	200.000	200.000	500.000	885.849	2.371.362
Long-term debt due to related party	200.000	200.000	-	-	-
Other non-current liabilities	61.703	70.669	79.209	59.957	52.099
Total liabilities	2.426.386	3.223.217	4.079.002	5.184.792	7.979.445
Stockholders' equity:					
Common stock	55	56	60	1.042.870	1.324.809
Additional paid-in capital	219.119	301.616	777.441	-	-
Accumulated other comprehensive income	706	2.919	3.575	(4.446)	(43.308)
Retained earnings	422.930	440.082	552.485	819.284	941.925
Total stockholders' equity	642.810	744.673	1.333.561	1.857.708	2.223.426
Total liabilities and stockholders' equity	\$3.069.196	\$3.967.890	\$5.412.563	\$7.042.500	\$10.202.871

Visa:

	2011	2012	2013	2014	2015
Revenue	9188	10421	11778	12702	13880
Other Revenue, Total	-	-	-	-	-
Total Revenue	9188	10421	11778	12702	13880
Cost of Revenue, Total	2153	-	-	-	-
Gross Profit	7035	-	-	-	-
Selling/General/Admin. Expenses, Total	1284	3849	4139	3610	3834
Research & Development	-	-	-	-	-
Depreciation/Amortization	288	333	397	435	494
Interest Expense(Income)	-32	-	-	-	-

Unusual Expense (Income)	39	4106	18	453	14
Other Operating Expenses, Total	-200	-	-	507	474
Total Operating Expense	3532	8288	4554	5005	4816
Operating Income	5656	2133	7224	7697	9064
Interest Income(Expense), Net Non-Operating		-	-	-	-
Gain (Loss) on Sale of Assets		-	-	-	-
Other, Net		32	-4	27	-69
Income Before Tax	5656	2207	7257	7724	8995
Income After Tax	3646	2142	4980	5438	6328
Minority Interest	4	2,00	-	-	-
Equity In Affiliates		-	-	-	-
Net Income Before Extra. Items	3650	2144	4980	5438	6328
Accounting Change		-	-	-	-
Discontinued Operations		-	-	-	-
Extraordinary Item		-	-	-	-
Net Income	3650	2144	4980	5438	6328

Assets					
Cash & Equivalents	2127	2074	2186	1971	2518
Short Term Investments		743	1819	1979	1997
Cash and Short Term Investments	1271	2817	3955	3950	4526
Accounts Receivable - Trade Net	560,00	723	761	822	747
Receivables - Other	1343	-	-	-	-
Total Receivables Net	1903,00	1356	1702	1699	1155
Total Inventory	-	-	-	-	-
Prepaid Expenses	265	69	111	103	253
Current portion of Client	278	-	-	-	-
Current portion of tax assets	489	-	-	-	-
Other Current Assets Total	2857	5360	1754	3810	2198
Total Current Assets	9190,00	11786	7822	9562	10021
Property/Plant/Equipment Total - Gross	2889	3081	3439	3915	3898
Accumulated Depreciation Total	-1346	-1447	-1707	-2023	-2118
Goodwill Net	11668	11681	11681	11753	11325
Intangibles Net	11436	11420	11351	11411	10861
Long Term Investments	711	3369	279	505	2384
Other Long Term Assets Total	212	123	327	373	778
Total Assets	34760	40013	35956	38569	40236

Liabilities and shareholders equity					
Accounts Payable	618	152	184	147	127
Accrued Expenses	949	5226	936	2303	2376
Notes Payable/Short Term Debt		-	-	-	-
Current Port of LT Debt/Capital Leases		-	-	-	-
Other Current liabilities Total	1884	2576	3215	3556	2852
Total Current Liabilities	3451	7954	4335	6006	5355
Long Term Debt	-	-	-	-	-

Capital Lease Obligations	-	-	-	-	-
Total Long Term Debt	-	0,00	0,00	0,00	0,00
Total Debt		0,00	0,00	0,00	0,00
Deferred Income Tax	4205	4058	4149	4145	3273
Minority Interest		-	-	-	-
Other Liabilities Total	667	371	602	1005	897
Total Liabilities	8323	12383	9086	11156	9525

Gannett:

	11	12	13	14	15
Revenue	5239,989	5353,197	3324,94	3171,88	2885,01
Cost of Revenue, Total	2961,097	2943,847	2089,75	1997,8	1807,43
Gross Profit	2278,892	2409,35	1235,19	1174,08	1077,58
Selling/General/Admin.	1223,485	1303,427	773,41	765,47	694,12
Research & Development	-	-	-	-	-
Depreciation/Amortization	224,616	316,168	110,1	111,06	107,55
Interest Expense(Income)	-	-	-	-	-
Unusual Expense (Income)	-	-	26,61	35,22	106,48
Other Operating Expenses, Total	-	-	-	-	-
Total Operating Expense	4409,198	4563,442	2999,87	2909,55	2715,58
Operating Income	830,791	789,755	325,07	262,33	169,43
Interest Income(Expense)	-173,14	-150,469	-	-	-
Gain (Loss) on Sale of Assets	8,197	22,387	-	-	-
Other, Net	-12,921	8,734	-2,08	0,08	12,56
Income Before Tax	652,927	670,407	345,76	278,26	193,97
Income After Tax	500,127	475,007	274,46	210,71	146,09
Minority Interest	-41,379	-50,727	-	-	-
Equity In Affiliates	-	-	-	-	-
Net Income Before Extra. Items	458,748	424,28	274,46	210,71	146,09
Accounting Change		-	-	-	-
Discontinued Operations		-	-	-	-
Extraordinary Item		-	-	-	-
Net Income	458,748	424,28	274,46	210,71	146,09

Assets					
Cash & Equivalents	166,926	175,03	78,6	71,95	196,7
Accounts Receivable - Trade, Net	693,194	678,845	389,5	357,52	330,47
Receivables - Other	17,247	20,162	11,42	16,339	36,114
Inventories	49,122	56,389	49,43	38,944	25,777
Deferred income taxes	231,421	174,115		261,322	201,991
Assets held for sale	19,654	17,508		18,434	12,288
Prepaid expenses and other current assets	106,631	108,946	73,34	27,883	28,188
Total Current Assets	1284,195	1230,995	602,29	792,392	831,528
Property, Plant and equipments	4106,681	3972,949	1001,58	934,483	896,585

Goodwill	2864,885	2846,869	555,48	544,345	575,685
Intangible assets	502,195	499,913	66,9	50,115	59,713
Investments and other assets	324,948	283,431	268,49	63,125	64,289
Depreciations	2466,454	2454,271			
Total Assets	6616,45	6379,886	2494,74	2384,46	2427,8

Liabilities					
Accounts Payable	647,909	614,173	316,9	318,785	393,026
Dividend Payable	18,935	45,963	0	0	18,501
Income Taxes	3,658	44,985	17,18	13,675	0
Deferred income	231,435	229,395	102,16	77,123	78,967
Total Current liabilities	901,937	934,516	436,24	409,583	490,494
Income Taxes	112,088	83,26		11,991	22,221
Postretirement med+life insurance	163,699	149,937		93,474	87,594
Pension liabilities	908,11	1007,325		770,041	612,443
Other noncurrent liabilities	258,228	222,182	793,28	161,899	156,471
Long term debt	1760,363	1432,1	0	0	0
Total liabilities	4104,425	3829,32	1229,52	1446,988	1369,223
Preferred stock					
Common stock	324,419	324,419	1707,2		1,156
Additional paid-in	617,727	567,515			1708,291
Retained earning	7276,2	7514,858			22,553
Former parents investment				1615,584	
Accumulated other comprehensive loss	-595,839	-701,141	-441,98	-678,112	-673,424
LTS acquisition	5294,616	5355,037			
Noncontrolling interests	184,134	199,952			
Total Equity	2512,025	2550,566	1265,22	937,472	1058,576
Total liabilities and equity	6616,45	6379,886	2494,74	2384,46	2427,799

9.5 Værdien af kundebasen

Netflix

Kvartaler	Kunder	Margin	Profit	NV
0	79.666.000	7,21	574.391.860	574.391.860
1	76.494.060	7,21	551.522.173	544.343.917
2	73.448.413	7,21	529.563.054	515.867.861
3	70.524.029	7,21	508.478.248	488.881.462
.	.	.	.	.
.	.	.	.	.
.	.	.	.	.
446	1,1	7,21	8	0
447	1,0	7,21	7	0

448	1,0	7,21	7	0
449	1,0	7,21	7	0
SUM				10.979.986.657

Visa

Kvartaler	Kunder	Margin	Profit	NV
0	755000000	3,45	2604750000	2604750000
1	731252805,5	3,45	2522822179	2478254525
2	708252537,2	3,45	2443471254	2357902098
3	685975701,9	3,45	2366616171	2243394392
.	.	.	.	.
.	.	.	.	.
.	.	.	.	.
636	1,123684888	3,45	3,876712863	0,00005
637	1,08834136	3,45	3,754777692	0,00004
638	1,054109501	3,45	3,636677777	0,00004
639	1,020954344	3,45	3,522292486	0,00004
SUM				67.102.938.945

Gannett:

Kvartaler	Kunder	Margin	Profit	NV
0	957094,81	277,67	265756516,7	258618642,2
1	895070,48	277,67	248534219,1	248534219,1
2	837065,61	277,67	232428009,1	226185295
3	782819,75	277,67	217365558,8	205846051,4
.	.	.	.	.
.	.	.	.	.
.	.	.	.	.
202	1,27	277,67	352,1619295	1,479446246
203	1,19	277,67	329,3401465	1,346410111
204	1,11	277,67	307,9973247	1,225336974
205	1,04	277,67	288,03762	1,115151088
SUM				3.022.476.864