Verdivurdering og vekstpotensial for Extra

Utarbeidet på oppdrag fra ExtraStiftelsen

oslo**economics**

Om Oslo Economics

Oslo Economics utreder økonomiske problemstillinger og gir råd til bedrifter, myndigheter og organisasjoner. Våre analyser kan være et beslutningsgrunnlag for myndighetene, et informasjonsgrunnlag i rettslige prosesser, eller et grunnlag for interesseorganisasjoner som ønsker å påvirke sine rammebetingelser. Vi forstår problemstillingene som oppstår i skjæringspunktet mellom marked og politikk.

Oslo Economics er et samfunnsøkonomisk rådgivningsmiljø med erfarne konsulenter med bakgrunn fra offentlig forvaltning og ulike forsknings- og analysemiljøer. Vi tilbyr innsikt og analyse basert på bransjeerfaring, sterk fagkompetanse og et omfattende nettverk av samarbeidspartnere.

Verdivurdering og vekstpotensial for Extra/2014-405-1010

© Oslo Economics 2014

Kontaktperson:
Asbjørn Englund / Partner
aen@osloeconomics.no, Tel. 913 18 802

Innhold

Sammendrag og konklusjoner 4

1. Innledning og mandat 6

2. Spillmarkedet i Norge 7

2.1 Organiseringen av spillmarkedet i Norge 7

2.2 Norsk Tipping 7

2.3 ExtraStiftelsen og Extra-spillet 8

3. Vurdering av verdien for Extra-spillet 10

3.1 Metode 10

3.2 Faktorer av betydning for verdifastsettelsen 12

3.3 Beregning av verdi 13

4. Litteratur 24

Vedlegg 1 – sensitivitetsanalyser 25

Vedlegg 2 – SWOT analyse 28

4.1 Styrker 28

4.2 Svakheter 28

4.3 Muligheter 28

4.4 Trusler 28

Sammendrag og konklusjoner

ExtraStiftelsen Helse og Rehabilitering (ExtraStiftelsen) er en stiftelse bestående av 28 frivillige organisasjoner, som eier og fordeler overskuddet fra Extra-spillet. Overskuddet går til frivillige organisasjoners helseprosjekter. Extra-spillet driftes av Norsk Tipping som er operatør for spillet.

ExtraStiftelsen er for tiden i en dialog med Norsk Tipping om fremtidig organisering av Extra-spillet. ExtraStiftelsen ønsker derfor å få kartlagt hva verdien av Extra-spillet er og hvilke muligheter det er for å utvikle spillet fremover.

På denne bakgrunn har ExtraStiftelsen bedt Oslo Economics om å vurdere markedsverdi og vekstpotensial for Extra-spillet.

Oslo Economics har lagt størst vekt på å gjennomføre en fundamental verdsettelse, der verdien tilsvarer den neddiskonterte fremtidige kontantstrømmen som genereres av Extra-spillet. Verdsettelsen kan i hovedsak ta tre forskjellige utgangspunkt:

1: Det gjøres en verdsettelse av det forventede fremtidige overskudd som tilfaller ExtraStiftelsen, der det legges til grunn uendrede regulatoriske rammevilkår

2: I kontantstrømmen inkluderes den operatørkostnad på 27,5 % som i dag tilfaller Norsk Tipping, som en form for overskuddsdeling

3: I kontantstrømmen inkluderes også det overskudd som vil følge av mulig vekst dersom enkelte av de regulatoriske begrensninger på Extra-spillet fjernes eller endres

Etter vårt syn bør operatørkostnaden inngå i verdsettelsen, mens det er et åpent spørsmål hvorvidt det er rimelig å legge til grunn en vekst som følger av endret regulering.

Våre analyser har så langt som mulig basert seg på historiske data for Extra-spillet og i enkelte tilfeller også historiske data fra Norsk Tippings spillportefølje, der disse er offentlig tilgjengelige. Vi har lagt vekt på å være transparente i denne rapporten, slik at det tydelig fremgår hvilke forutsetninger som er tatt. Verdsettelse er ingen eksakt vitenskap, og endre de forutsetninger vil kunne gi endringer i resultatet.

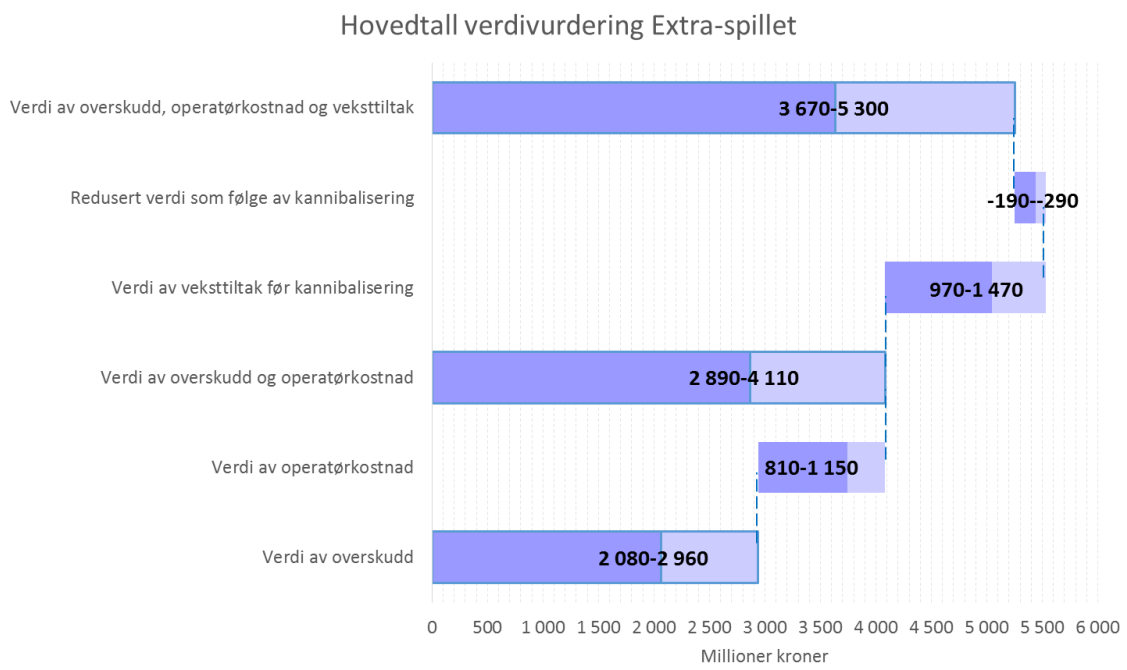
Vi argumenterer for at et hensiktsmessig avkastningskrav vil være i intervallet 6%-10 %. Vi har beregnet nåverdier med 6 % og 10 % som diskonteringsrente, og presenterer alle resultater som et intervall mellom disse beløpene. Vi finner følgende hovedresultater:

Tabell 1-1 Markedsverdi av Extra-spillet

Markedsverdi av Extra-spillet, millioner kroner	6 % avkastningskrav	10 % avkastningskrav
1: Kun overskudd ExtraStiftelsen	2 960	2 080
2: Inkludert operatørkostnad	4 110	2 890
3: Inkludert vekst ved regulatoriske endringer	5 300	3 670

Resultatene kan fremstilles grafisk som i figuren under:

Figur 1 Hovedtall markedsverdi Extra-spillet



Det vil etter vårt syn være rimelig å legge en verdi til grunn som ligger i intervallet 2,9 milliarder kroner og 5,3 milliarder kroner.

Dersom ExtraStiftelsen skal opprettholde en kontantstrøm på nivå med dagens, og har en alternativ plassering som vil gi 6 % årlig avkastning på midlene, vil ExtraStiftelsen være avhengig av en salgssum for Extra-spillet på 3,63 milliarder kroner. Dette vil da gi en evig kontantstrøm, men inflasjon vil gjøre at den reelle verdien av kontantstrømmen svekkes over tid.

Det vil antagelig kunne være slik at Extra-spillets inntektspotensial blir styrket av et salg til Norsk Tipping. Sannsynligheten for regelverksendringer kan øke ved en slik transaksjon, samtidig som Norsk Tipping har et godt utbygget apparat for å utvikle spill. Ved en transaksjon vil Norsk Tippings incitament for å videreutvikle Extra-spillet styrkes. Slik sett bør det være et mulighetsrom i forhandlingene mellom ExtraStiftelsen og Norsk Tipping, som gjør det sannsynlig at det kan fremkomme en salgssum som begge parter ser seg tjent med.

1. Innledning og mandat

ExtraStiftelsen Helse og Rehabilitering (ExtraStiftelsen) er en stiftelse bestående av 28 frivillige organisasjoner, som eier og fordeler overskuddet fra Extra-spillet. Overskuddet går til frivillige organisasjoners helseprosjekter. Extra-spillet driftes av Norsk Tipping som er operatør for spillet.

ExtraStiftelsen er for tiden i en dialog med Norsk Tipping om fremtidig organisering av Extra-spillet. ExtraStiftelsen ønsker derfor å få kartlagt hva verdien av Extra-spillet er og hvilke muligheter det er for å utvikle spillet fremover.

På denne bakgrunn har ExtraStiftelsen bedt Oslo Economics om å vurdere markedsverdi og vekstpotensial for Extra-spillet. For å ha et sammenligningsgrunnlag er vi også bedt om å gjøre en verdivurdering av Lottospillet som eies og drives av Norsk Tipping.

I denne rapporten setter vi først oppdraget i kontekst ved en kort presentasjon av det norske spillmarkedet, Norsk Tipping, ExtraStiftelsen og Extra-spillet. Deretter beskriver vi metoden som er benyttet i verdsettelsen, med særlig vekt på valg av diskonteringsrente og tidshorisont. Videre drøfter vi viktige faktorer i verdsettelsen, før vi presenterer forutsetninger for og resultater av verdsettelsen av enkeltelementer. Til sist oppsummerer vi resultatene og angir en sannsynlig markedsverdi for Extra-spillet.

2. Spillmarkedet i Norge

2.1 Organiseringen av spillmarkedet i Norge

Norsk Tipping og Norsk Rikstoto er de eneste aktørene som har tillatelse etter norsk lov å tilby pengespill på det nasjonale markedet i Norge. I tillegg har noen andre aktører tillatelse til å drive spill, herunder lokale lotterier, bingo og spill på skip i utenrikstrafikk. I 2013 utgjorde dette regulerte markedet en netto omsetning[1] på 8 974 millioner[2].

I tillegg til de regulerte norske aktørene, opererer utenlandske kommersielle spillselskaper i Norge med online-spill. Denne delen av markedet anslås til å utgjøre mellom 700 og 1 000 millioner kroner i netto omsetning[3]. Spillmarkedet har vært relativt stabilt de siste årene, og Norsk Tippings markedsandel ligger på 71%, tilsvarende 6 360 millioner kroner i netto omsetning.[4] Extra-spillet er etter søknad til Kulturdepartementet gitt egen tillatelse til å drive spillvirksomhet, men med visse begrensinger. Extra-spillet driftes av Norsk Tipping, og hadde i 2013 en brutto spillomsetning på 935 millioner.[5]

Pengespill har vært regulert i Norge helt siden det ble lovlig ved lansering av Det Norske Pengelotteri i 1912. Siden den gang har spillmarkedet vært regulert i monopol, duopol og sånn som vi kjenner det i dag med Norsk Tippings enerettsmodell. Hensikten med reguleringene har vært å motvirke pengespillproblemer i befolkningen, samtidig som man har hatt kontroll over spillinntektene som siden 1912 har kommet samfunnet til gode.

I regjeringserklæringen fra Solberg-regjeringen er det gitt føringer for at det skal utredes hvorvidt det er mulighet for en liberalisering av det norske spillmarkedet, hvor man tillater flere aktører i en lisensordning. En lisensordning vil øke konkurransepresset i et tilnærmet monopolmarked, noe som kan få konsekvenser for Norsk Tippings stilling i markedet.

2.2 Norsk Tipping

Norsk Tipping er et statlig heleid aksjeselskap underlagt Kulturdepartementet.[6] Virksomheten reguleres av Lov om pengespill mv. av 28. august 1992 nr. 103 (pengespilloven). Departementet gir tillatelse til innføring av nye spill og fastsetter spillereglene. Departementet bestemmer også hvor stor andel av innsatsbeløpet som skal gå til premier.

Norsk Tipping har hatt konsesjon til å selge spill siden 1946, og er den største tilbyderen av spill på det norske spillmarkedet. Overskuddet til Norsk Tipping fordeles til frivillige organisasjoner innen helse, kultur og idrett, etter en angitt fordelingsnøkkel. Det overordnede målet for Norsk Tipping er å drive ansvarlig spillvirksomhet. I 2013 omsatte Norsk Tipping brutto for 21 milliarder kroner. Av denne bruttoomsetningen er 12,3 milliarder fra tradisjonelle spill.[7]

---

[1] Nettoomsetning er verdien av kupongene som selges fratrukket premiene. Tallet brukes i en del sammenhenger fordi bruttoomsetning kan gi svært høye omsetningsverdier pga premiestrukturen i enkelte spill.
[2] Norsk Tippings hjemmeside (www.norsk-tipping.no)
[3] Norsk Tippings års- og samfunnsrapport 2013 (http://2013.norsk-tipping.no/rapport/spillmarkedet)
[4] Norsk Tippings års- og samfunnsrapport 2013 (http://2013.norsk-tipping.no/rapport/spillmarkedet)
[5] Norsk Tippings års- og samfunnsrapport 2013 (http://2013.norsk-tipping.no/rapport/vare-spill/)
[6] Norsk Tippings hjemmeside (https://www.norsk-tipping.no/selskapet/om-norsk-tipping/eiere)
[7] Tradisjonelle spill er alle spill (Eurojackpot, Extra, Flax, Joker, Keno, Lotto, Oddsen, Tipping, VikingLotto), unntatt Multi x og Belago

Netto omsetning for Norsk Tipping 2013 var 6,4 milliarder, og av disse ble i underkant av 4 milliarder fordelt til frivilligheten.

Tabell 2 Omsetningstall for Norsk Tippings ulike spill 2013

Gruppering	Brutto omsetning	Netto omsetning
Eurojackpot	347 millioner	175 millioner
Extra	935 millioner	474 millioner
Flax	1 090 millioner	502 millioner
Joker	872 millioner	442 millioner
Keno	302 millioner	141 millioner
Lotto	3 406 millioner	1 719 millioner
Oddsen	2 199 millioner	582 millioner
Tipping	601 millioner	270 millioner
VikingLotto	2 520 milioner	1 284 millioner
Tradisjonelle spill[8]	**12 271 millioner**	**5 589 millioner**
Multix	7105 millioner	582 millioner
Belago	2 266 millioner	189 millioner
Totalt Norsk Tipping	**21 641 millioner**	**6 360 millioner**

Norsk Tipping tilbyr en rekke ulike spillprodukter innenfor kategoriene lotteri, sportspill, online spill, spilleautomater og skrapelodd. Produktsortimentet og kanalene spillene selges gjennom er under stadig utvikling for å følge trendene i markedet, og for å møte konkurransen fra de utenlandske aktørene som opererer på det uregulerte markedet.

Lotto er det største spillet hos Norsk Tipping. Siden 2008 har brutto omsetning fra Lotto vært på rundt 3,5 milliarder kroner, noe som i snitt de siste seks årene utgjør 32 % av Norsk Tippings brutto omsetning for tradisjonelle spill. Spørreundersøkelser gjort for Norsk Tipping viser at 100 % av de spurte har kjennskap til Lotto.

2.3 ExtraStiftelsen og Extra-spillet

ExtraStiftelsen er en stiftelse som er eid av 28 frivillige organisasjoner innen helse og rehabilitering. Overskuddet fra Extra-spillet går til frivillige organisasjoners helseprosjekter innen forebygging, rehabilitering og forskning. Det er ikke nødvendig å være medlem av stiftelsen for å kunne søke midler. Tildeling av midler skjer hovedsakelig én gang i året, basert på innkommende søknader. Extra-spillets trekninger ble første gang sendt på

[8] Tradisjonelle spill er alle spill (Eurojackpot, Extra, Flax, Joker, Keno, Lotto, Oddsen, Tipping, VikingLotto), unntatt Multix og Belago

NRK i 1996. Siden den gang har over 6 400 prosjekter fått støtte fra ExtraStiftelsen, på totalt 3,4 milliarder kroner[9].

Extra-spillet er et spill der man skal velge 18 tall fra 1 til 75. Disse 18 tallene plasseres på et kvadratisk spillbrett med totalt 25 ruter. Syv av rutene blir stående tomme – disse omtales som *friruter*. De ni innerste rutene på brettet omtales som *bildet*, mens de 16 rutene rundt bildet omtales som *rammen*.

Ved trekningen trekkes det ut ett og ett tall. De(n) første som har fått trukket ut alle tall i bildet vinner en premie. Likeledes er det premie til de(n) første som har fått trukket ut alle tall i rammen og alle tall på hele brettet. Det trekkes videre frem til det er trukket 47 tall. Alle som da har fått fylt bildet, rammen eller hele brettet, vinner også premier.

Den største av disse premiene går til den første med fullt brett, deretter den første med full ramme og den første med fullt bilde.

I tillegg deles det ut inntil to millioner kroner til en såkalt Extra-kandidat. Det trekkes ut en tilfeldig Extra-spiller og seks tall. Jo flere av disse tallene spilleren har på brettet, jo større blir premiene. Toppgevinsten oppnås ved tre tall.

I tilleggstrekningen Extrasjansen deles det ut 100 000 kroner på deling til 1-25 spiller(e) som trekkes tilfeldig blant alle som har spilt.

Vinnersannsynligheten per kupong er 1:6.[10] Trekningen skjer hver tirsdag, og vises for tiden klokken 18:30 på Nrk1. I 2013 omsatte Extra-spillet for 935 millioner kroner, og et overskudd på 226 millioner kroner ble fordelt til frivillige organisasjoner[11].

Extra-spillet er underlagt Lotteriloven, hvor Kulturdepartementet ved forskrift fastsetter krav og regler til hvordan spillet skal drives.[12] For Extra-spillet innebærer dette begrensninger når det gjelder maksimal omsetning pr uke og pr år, maksgrense for toppremier og maks kupongpris. Norsk Tipping har operatøransvaret for Extra-spillet på vegne av ExtraStiftelsen. Overskuddet generert fra Extra-spillet dekker først Norsk Tippings kostnader forbundet med operatøransvaret, samt en fast prosent som kompensasjon til Norsk Tipping som kan anses å være en form for overskuddsdeling. Resterende overskudd overføres deretter til ExtraStiftelsen, som står for fordeling av midlene.

[9] ExtraStiftelsens hjemmesider (www.extrastiftelsen.no)
[10] https://www.norsk-tipping.no/produktinfo/vinnersannsynlighet
[11] Norsk Tippings års- og samfunnsrapport 2013 (http://2013.norsk-tipping.no/rapport/regnskap/resultat/)
[12] Lovdata (http://lovdata.no/dokument/NL/lov/1995-02-24-11?q=lotteriloven)

3. Vurdering av verdien for Extra-spillet

3.1 Metode

Det finnes flere etablerte metoder for verdsettelse av et selskap, eller som i dette tilfellet, et konsept med tilhørende rettigheter til å drive spill. Metodene trenger ikke brukes som alternativer til hverandre, men snarere som et supplement.

Fundamental verdsettelse bygger på underliggende forhold, og verdivurderingen er basert på forventet fremtidig kontantstrøm diskontert med et avkastningskrav. *Komparativ verdsettelse* er en verdivurdering med basis i hvordan ett eller flere selskaper prises i forhold til en verdidriver. Det vil si at verdien utledes fra variabler tilhørende sammenlignbare selskaper eller bransjen generelt. En vanlig fremgangsmåte for komparativ verdsettelse er å benytte aktuelle aktørers forholdstall som pris/bok og pris/fortjeneste.[13]

I verdsettelsen av Extra-spillet vil vi hovedsakelig benytte fundamental verdsettelse, men vil benytte komparativ verdsettelse for å kvalitetssikre analysen.

Vi tar utgangspunkt i at det er Extra-spillets inntektspotensial, gitt konsesjonen til å drive spill, som representerer verdien av Extra. Ekstra-spillet som salgsobjekt har ingen materielle eiendeler av betydning. Vi bruker derfor en inntjeningsbasert verdsettelsesmetode, hvor vi benytter det årlige overskuddet som Extra-spillets kontantstrøm.

En inntjeningsbasert verdsettelsesmetode tar utgangspunkt i ExtraStiftelsens *fremtidige* kontantstrøm. Da denne ikke er kjent på verdsettelsestidspunktet, må den estimeres. Vi har benyttet historiske data og øvrige tilgjengelige opplysninger for å identifisere vekstfaktorer og andre forholdstall som vil være avgjørende for hvordan den fremtidige kontantstrømmen vil se ut.

Neste steg i analysen er å diskontere den fremtidige kontantstrømmen med en diskonteringsfaktor. Vi må videre velge hvor lang analyseperiode vi skal sette for verdsettelsen. Den neddiskonterte kontantstrømmen over den angitte tidsperioden, utgjør et anslag på markedsverdien til Extra-spillet.

For å kvalitetssikre resultatene vi får fra den fundamentale verdsettelsesmetoden, benytter vi en komparativ verdsettelse. Denne tar utgangspunkt i forholdstall fra lignende selskaper. Vi estimerer så markedsverdien til Extra ved å multiplisere disse forholdstallene med Extras resultatdata. Vi sammenligner deretter dette resultatet med resultatene fra den fundamentale verdsettelsesmetoden.

En annen metode vi benytter for å kvalitetssikre resultatene er å se verdsettelsen fra ExtraStiftelsens perspektiv, ved å estimere verdien av Extra-spillet basert på forventet fremtidig kontantstrøm for stiftelsen. Vi tenker oss da at det årlige overskuddet spillet har generert så langt skal komme som avkastning fra et fond i fremtiden. Nødvendig størrelse på fondet for at årlig avkastning skal utgjøre samme størrelse som dagens overskudd, bestemmer prisen eller markedsverdien av Extra i dette perspektivet.

3.1.1 Diskonteringsfaktor

Nåverdien av en fremtidig kontantstrøm beregnes ved å bruke en diskonteringsfaktor. Diskonteringsfaktoren er et avkastningskrav som investor setter til en investering. Kravet er basert på kostnaden ved bruk av kapital, basert på markedsrente, risiko og hvilke alternative investeringsmuligheter investor har. I et fungerende kapitalmarked oppstår det en effisient markedspris på et investeringsobjekt. Effisient markedspris betyr at prisen reflekterer all tilgjengelig informasjon, og således er den «riktige» prisen.

Teoretisk sett vurderer man gjerne avkastningskravet ut fra den risiko investeringen innebærer. Vi skiller da mellom usystematisk risiko og systematisk risiko. Usystematisk risiko er prosjektspesifikk, og er knyttet til risikofaktorer som er uavhengige av makroøkonomisk utvikling. Usystematisk risiko kan diversifiseres bort gjennom sammensetning av en portefølje, og er derfor normalt sett ikke relevant for investor. Systematisk risiko er risiko knyttet til økonomien som helhet, og kan ikke diversifiseres bort. Systematisk risiko er derfor relevant for investor.

[13] Alm og Teistum 2020 (http://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/168589/1/Alm%20mfl.PDF)

Diskonteringsfaktoren eller avkastningskravet blir derfor summen av risikofri rente og et tillegg for den delen av risikoen ved et prosjekt som er korrelert med markedsporteføljen.

Det kan imidlertid være at enkelte investorer setter høyere avkastningskrav for sin verdivurdering enn det risikovurderingen isolert sett skulle tilsi, og dermed verdsetter objekter lavere enn det et fungerende marked ville gjort. Denne verdsettelsen er imidlertid ikke relevant, siden aktører med lavere verdivurdering enn markedet ikke ville komme i betraktning ved en transaksjon der det selges til høystbydende. Unntaket er der hvor kapitalobjektet ikke kan omsettes i et fungerende marked.

Risikofri rente er den renten man kan forvente på en investering uten risiko, eksempelvis den gjennomsnittlige renten man kan forvente å få i banken. Finansdepartementets veileder (2005) og rundskriv R-109/14 legger til grunn en risikofri rente på 2 %. Statsobligasjoner regnes ofte som et eksempel på nær risikofrie investeringer, særlig i et land med betydelig finansiell styrke som Norge. I følge Norges Bank var gjennomsnittlig rente på 10-årige statsobligasjoner 2,58 % i 2013.

Risikopremien skal kompensere investor for risikoen ved investeringen. I henhold til R-109/14 skal offentlige tiltak legge til grunn en risikopremie på 2 %. Statlig forretningsdrift som er i direkte konkurranse med det private markedet, skal imidlertid benytte en kalkulasjonsrente som er lik den som private bedrifter står overfor. Normalavkastningen på aksjer blir av oljefondet regnet å være 5 % ifølge Stortingsmelding 10 (2009-2010). Veileder i samfunnsøkonomisk analyse antyder en normalavkastning på aksjer til 6 %.[14]

Norsk Tipping er statlig eid og opererer i et norsk spillmonopol, og Extra-spillet drives som en del av dette monopolet. Organiseringen av spillmonopolet kan tale for at man benytter en lav kalkulasjonsrente eksempelvis på 4 %, slik det gjøres for andre statlige ikke-konkurranseutsatte investeringer. Allikevel er det vesentlig forskjell på Extra-spillet/Norsk Tippings spill og en investering i en vei på Vestlandet eller nye redningshelikoptre for redningstjenesten.

Forskjellen ligger i at spillvirksomhet er forretningsdrift og at monopolet til Norsk Tipping møter konkurranse fra kommersielle aktører som opererer fra utlandet. For Norsk Tipping (eller andre) som kunne tenkes å investere i Extraspillet er det derfor en dårlig sammenligning å tenke seg at det alternativt investeres i vei eller jernbane. Det kan da være mer relevant at en tenker seg at man investerer i andre spill eller spillvirksomheter. Et avkastningskrav på 4 % virker derfor for lavt.

En tilnærming kan være å se på enkelte av de børsnoterte online-spill aktørene. I følge Bloomberg[15] har tre av de store aktørene følgende avkastning (der avkastning er definert som E/P, det vil si resultat som andel av børsverdi, for et snitt av de siste tolv måneder):

Tabell 3-1 Avkastning utvalgte børsnoterte spillselskaper

Selskap	Avkastning
Betsson	5,7 %
Unibet	9,9 %
William Hill	6,4 %

Basert på tabellen over ser det ut til at børsnoterte online-aktører har en årlig avkastning i intervallet 6 %-10 %. Man kan argumentere for at disse utvalgte selskapene i liten grad har samme produkter, forretningsmodeller eller modenhet som Extra/Norsk Tipping, og at avkastningen således er lite relevant. Samtidig møter Extra og Norsk Tipping konkurranse fra denne typen aktører, og vi vil mene at spennet på 6 %-10 % indikerer et hensiktsmessig nivå for et avkastningskrav for Extra/Norsk Tipping.

[14] Finansdepartementets veileder i samfunnsøkonomisk analyse (http://www.regjeringen.no/upload/FIN/Vedlegg/okstyring/Veileder_i_samfunnsokonomiske_analyser.pdf)
[15] http://www.bloomberg.com/markets/

Tidshorisonten vil også være av betydning for hvilken diskonteringsfaktor som settes. En lang tidshorisont tilsier høyere diskonteringsfaktor enn kort tidshorisont, begrunnet i økt usikkerhet i kontantstrømmen jo lengre tidshorisonten er.

I våre videre analyser har vi valgt å benytte diskonteringsfaktorer i intervallet 6%-10%. Vi viser eksplisitt resultater ved 6% og 10 % avkastningskrav, men vi har også foretatt beregninger med høyere og lavere avkastningskrav som fremkommer i grunnlagsmaterialet.[16]

3.1.2 Tidshorisont

Ved neddiskontering av kontantstrømmer må man bestemme hvilken tidshorisont man legger til grunn. Vanligvis settes tidshorisonten lik antatt levetid på investeringen. Dersom det er snakk om investering i aktiva som kan være omsettelig etter endt investeringsperiode, vil det også være relevant å legge til en restverdi på slutten, som neddiskonteres som vanlig kontantstrøm. I vårt tilfelle antar vi at kontantstrømmen fra Extra-spillet vil fortsette frem til spillet avvikles, og at det da ikke gjenstår noen omsettelig verdi etter avvikling.

Pengespill har eksistert i Norge helt siden 1912 da Det Norske Pengelotteriet ble opprettet som et unntak i en tid hvor pengespill var forbudt.[17] Det Norske Pengelotteriet var organisert under Finans- og tolldirektoratet, og opererte under monopol frem til Norsk Tipping ble opprettet i 1946. Det Norske Pengelotteriet nådde sin høyeste omsetning i 1985, året før Lotto ble lansert. I 1994 ble spillet avviklet som følge av massiv svikt i salget. Extra-spillet ble lansert i 1996, og har hatt en positiv trend i omsetningsutvikling siden den gang. Spill som Extra-spillet har med andre ord eksistert i lang tid, og flere av dem leverer fortsatt gode resultater.

Extra-spillet representerer en spesiell type bingospill med ukentlige trekninger via TV-sending på NRK. Extra-spillets levetid vil derfor være påvirket av trender og konkurransen i markedet og i noen grad er det prisgitt fortsatt avtale med NRK om sendetid. Gjennomsnittsalderen til en Extraspiller er 55 år, noe som er høyere enn for andre av Norsk Tippings spill. Det at målgruppen til Extra-spillet har høyere alder enn en gjennomsnittlig spiller er ikke negativt i seg selv, så lenge rekrutteringen til spillet opprettholdes og gjennomsnittsalderen blant Extraspillerne holder seg stabil. Undersøkelser viser at gjennomsnittsalderen har holdt seg på samme nivå over flere år, og at den til og med har gått litt ned den siste tiden.

Teknologisk utvikling kan også ha noe å si for levetiden til Extra-spillet. Vi antar at det vil være behov for tilpasninger i spillet, men ser ikke endringer som gjør at vi tror Extra-spillet vil forsvinne med det første.

Det Norske Pengelotteriet stod seg i markedet i over 80 år. Dagens marked kan antas å være noe mer preget av hyppigere endringer og mer skiftende trender, og det er derfor grunn til å anta at Extra-spillets levetid ikke blir tilsvarende lang. Vi legger til grunn en analyseperiode på 25 år (da vil Extra-spillet være mer enn 50 år gammelt), selv om det er godt mulig Extra-spillet står seg i markedet enda lenger.

Desto lengre tidshorisont man bruker, jo høyere usikkerhet er det knyttet til fremtidig kontantstrøm. En analyseperiode på 25 år kan derfor fremstå som et konservativt anslag for å redusere usikkerheten i beregningen. På den annen side er det ikke sikkert at Extra-spillet eksisterer om 25 år, dersom det kommer til andre spill som appellerer til Extras målgruppe. Vi har derfor også beregnet verdier ved kortere og lengre levetid for å se hvordan resultatene endrer seg dersom Extra-spillet skulle ha kortere eller lengre horisont enn 25 år. Disse beregnede verdiene finnes i grunnlagsmaterialet.

3.2 Faktorer av betydning for verdifastsettelsen

3.2.1 Verdien for de som tildeles midler fra ExtraStiftelsen

I verdsettelsen tar vi utgangspunkt i ExtraStiftelsens kontantstrøm, som i dette tilfellet utgjøres av det årlige overskuddet fra Extra-spillet fratrukket enkelte direkte kostnader stiftelsen har til markedsføring og utvikling av spillet. Denne kontantstrømmen har en verdi som igjen kommer humanitære organisasjoners prosjekter til gode.

---

[16] Se vedlegg 1 - sensitivitetsanalyser

[17] Wikipedia (http://no.wikipedia.org/wiki/Det_Norske_Pengelotteriet)(Aftenpostens A-magasin 2007-26-01) (http://snl.no/Det_norske_Pengelotteri)

En andel av overskuddet fra Extraspillet går imidlertid ikke til Extrastiftelsen men beholdes av Norsk Tipping. Denne kalles «operatørkostnad» og fremgår av operatør-regnskapet til Norsk Tipping.[18] Vi gjør også en isolert analyse av verdien av operatørkostnaden som overføres til Norsk Tipping, for å belyse verdien av denne summen. Hvordan midlene benyttes for øvrig anser vi som underordnet, og fokuserer derfor kun på spillets genererte overskudd.

3.2.2 Verdi som tilfaller Norsk Tipping - operatørkostnaden

Norsk Tipping har operatøransvaret for Extra-spillet, noe som blant annet innebærer at Norsk Tipping har det tekniske ansvaret for spillet og står for markedsføringen av Extra. For spilleren fremstår Extra-spillet som en del av Norsk Tipping, men skiller seg ut ved at man synliggjør at overskuddet fordeles til humanitære prosjekter.

Norsk Tipping får dekket sine kostnader for drift av Extra gjennom en årlig operatørkostnad som er beregnet til ca. 9 % av Extra-spillets salgsinntekter.[19] Denne prosentsatsen representerer ikke nødvendigvis Norsk Tippings kostnader på noen nøyaktig måte, men er basert på en tilnærming der Norsk Tippings totale kostnader er henført til de enkelte spill forholdsmessig til spillenes inntjening. Gitt at Extra-spillet fortsatt drives med begrensning i omsetning, kan det tenkes at Extra-spillets bidrag til total spillomsetning over tid reduseres i prosent, og at den årlige operatørkostnaden reflekterer en stadig mindre andel av Norsk Tippings faktiske kostnader. Dersom det er tilfellet at kostnadene over tid ved å drive Extra-spillet er høyere enn det Norsk Tipping får overført, kan det argumenteres for at en større del av overskuddet til Extra-spillet skulle gått til kostnadsdekning, og at markedsverdien dermed er lavere i realiteten enn det den vi beregner ved å benytte overskuddet som i dag. Samtidig knytter det seg betydelig usikkerhet til om dagens kostnadsdekning på 9 % dekker mer enn, mindre enn eller akkurat de faktiske kostnadene. Alt i alt synes det mest rimelig å legge til grunn at dagens kostnadsdekning på 9 % består i hele analyseperioden.

I tillegg til denne operatørkostnaden, mottar Norsk Tipping en overføring i form av enda en operatørkostnad på 27,5 % av Extra-spillets overskudd. Denne siste operatørkostnaden er ikke en kostnad i vanlig forstand, men en prosentsats som fordeler en andel av Extra-spillets overskudd til Norsk Tipping. Begrunnelsen er etter det vi forstår at kostnaden skal kompensere Norsk Tipping for mindre salg av andre spill. Resonnementet er at dersom ikke spillere hadde kjøpt Extra-spill hadde de ventelig kjøpt et av Norsk Tippings spill i stedet. Fastsettelsen av prosentsatsen 27,5 % har utviklet seg over tid, og vært konstant siden 2005.

Ved beregning av markedsverdien av Extra, er denne kannibaliserings-kompensasjonen av betydning. Kompensasjonen er egentlig å regne som en del av Extra-spillets overskudd, siden den ikke dekker kostnader knyttet ved produksjon eller distribusjon av Extra-spillet, og bør således inngå i kontantstrømmen som legges til grunn ved verdsettelsen.

Dersom vi tenker oss Norsk Tipping som kjøper, vil imidlertid markedsverdien av kompensasjonen ikke virke verdiøkende for dem direkte, ettersom de allerede mottar kompensasjonen som en overføring med dagens ordning. Dersom vi på den annen side tenker oss salg av Extra-spillet til en annen aktør, vil det få betydning for Norsk Tipping at denne inntekten bortfaller samtidig som kannibaliseringen vil bestå. Vi kan derfor argumentere med at verdien av kompensasjonen likevel er av betydning for markedsverdien også for Norsk Tipping. For en eventuell annen kjøper vil operatørkostnaden representere en reell økning i markedsverdien.

Markedsverdien av operatørkostnaden beregnes isolert for å vise hvilken verdi den representerer alene, og for å se hvordan markedsverdien for spillet vil være med og uten denne verdien.

3.3 Beregning av verdi

3.3.1 Nøytral markedsverdi

Den nøytrale markedsverdien er en konservativ verdi som er beregnet med utgangspunkt i at Extra-spillet drives på samme vilkår som i dag. Vi forutsetter med andre ord at Norsk Tipping fortsetter som operatør for spillet, at deres godtgjørelser forblir uendret, og at driften skjer i henhold til Lotteriloven som den er i dag.

---

[18] For 2013, se brev av 11. april 2014 fra Norsk tipping til Extrastiftelsen

[19] Operatørkostnad brukes altså om to ulike forhold; Operatørkostnad 1 – kostnader, Operatørkostnad 2 – andel av overskuddet som tilfaller Norsk Tipping. Da samme begrepet brukes om hverandre og kan være forvirrende når man ser på regnskapene.

For å finne den nøytrale markedsverdien, må vi estimere den fremtidige kontantstrømmen for analyseperioden. I tråd med det vi tidligere har drøftet, er det Extra-spillets overskudd som representerer kontantstrømmen. I første omgang vil vi analysere overskuddet som det er i dag, men senere vil vi også legge til operatørkostnaden som i dag tilfaller Norsk Tipping. Tabellen under viser utviklingen i overskuddet de siste ti årene, med tilhørende årlig vekst. Oversikten viser at overskuddsutviklingen har vært ujevn, med en nedgang de siste årene, og en til dels betydelig vekst før dette. Det samme bildet ville fremkommet om man hadde sett også flere år tilbake i tid. Det er således ikke enkelt å angi en antatt fremtidig årlig vekst. Gjennomsnittlig vekst siste ti år har vært 1,1 %, mens den for siste fem år har vært -1,6 %. Samtidig viser prognoser for 2014 at Extra-spillet igjen vil ha en betydelig overskuddsvekst.

Tabell 3-2 Historisk overskudd for Extra-spillet[20]

År	Overskudd	%-vis vekst
2004	191 mill	
2005	190 mill	-0,95 %
2006	197 mill	3,88 %
2007	212 mill	7,81 %
2008	230 mill	8,34 %
2009	225 mill	-2,13 %
2010	231 mill	2,69 %
2011	219 mill	-5,42 %
2012	220 mill	0,49 %
2013	211 mill	- 4,00 %

Vi har lagt til grunn en årlig vekst på 0,9 % da dette er en veksttakt som harmonerer godt med utviklingen. 0,9 % er gjennomsnittet av vekst for de siste syv til tretten årene.[21] Mange andre vekststørrelser kunne vært lagt til grunn, og hadde det ikke vært for trendskiftet som synes å oppstå i 2014 ville det vært rimelig å anta negativ fremtidig utvikling for Extra-spillet.

Vi har satt analyseperioden til 25 år, og det kan virke noe unaturlig at spillet skal avvikles ved analyseperiodens slutt til tross for positiv vekst. En alternativ tilnærming for fremskrivning av vekst kunne ha vært å danne en vekstbane som svinger fra år til år, og som avtar jo nærmere man kommer avviklingstidspunktet. Informasjonsgrunnlaget for å legge til grunn en så omfattende og detaljert vekstbane synes imidlertid noe tynt, og vi vil derfor benytte konstant vekst i analyseperioden som en tilnærming.

Når vi fremskriver vekst må vi ta med i betraktning at Extra-spillet er underlagt begrensninger i ukentlig og årlig omsetning. Dersom ikke Kulturdepartementet øker omsetningstaket, har ikke ExtraStiftelsen mulighet til å ta den

[20] Overskuddet her er overskuddet som overføres fra Norsk Tipping til Extrastiftelsen, fratrukket Extrastiftelsens kostnader til utvikling og markedsføring av Extra-spillet

[21] En får ulike anslag på gjennomsnittlig vekst om en legger de siste 7, 8, 9…13 års vekt til grunn. Vi har derfor beregnet tallet for 7 perioder og tatt gjennomsnittet av disse, som er 0,9 %

beregnede vekstfaktoren til inntekt hele analyseperioden. Vi forutsetter derfor en årlig vekst på 0,9% frem til omsetningstaket nås i år 17. Deretter legger vi til grunn nullvekst.

I beregningen estimerer vi salgsinntekten fra årlig overskudd, ved å anta at overskuddet utgjør 24 % av salgsinntekten. Denne forutsetningen legges til grunn i samtlige beregninger hvor det er behov for å estimere salgsinntekt for å estimere fremtidig kontantstrøm under ulike forutsetninger.

Det er ikke utenkelig at Kulturdepartementet etter søknad fra Extra vil øke omsetningstaket i analyseperioden, men på grunn av usikkerhet rundt dette legger vi til grunn at omsetningstaket forblir uendret.

Summen av den neddiskonterte kontantstrømmen over analyseperioden utgjør den nøytrale markedsverdien.

Vår analyse er gjort ved diskonteringsfaktor 6 % og 10 %, og verdien vises i figuren under

$NNV_{(10\%)}$ = 2 078 millioner kroner
$NNV_{(6\%)}$ = 2 962 millioner kroner

Sammenligning børsnoterte spillselskaper

I verdsettelse av et spill som Extra, er det mange forutsetninger som må legges til grunn. Svarene vi får er ikke mer presise enn forutsetningene, og det er derfor nyttig å kontrollere resultatene med beregninger gjort ved å benytte alternative metoder. En måte å gjøre det på er å gjennomføre en komparativ verdsettelse hvor vi benytter et forholdstall fra tilsvarende selskaper og bransjen generelt.

Det er imidlertid vanskelig å finne gode sammenlignbare eksempler på tidligere verdsettelser, men vi kan benytte børsnoterte spillselskaper som en analogi. For børsnoterte selskaper kan man beregne selskapets antatte verdi basert på informasjon tilgjengelig på internett. Vi benytter Price/Sales (P/S), som viser forholdet mellom selskapets markedsverdi og omsetning. Vi benytter P/S for tre store internasjonale spillselskaper; Unibet, Betsson og William Hill. I tillegg er det oppgitt et bransjegjennomsnitt som skal reflektere den gjennomsnittlige P/S i bransjen, se tabell under. Ved å multiplisere forholdstallene med Extra-spillets salgsinntekt finner vi et estimat på markedsverdien av Extra.

Tabell 3-3 Markedsverdi beregnet ved P/S[22]

Selskap	P/S	Markedsverdi Extra
Unibet	3,2	2 800 millioner
Betsson	4,2	3 780 millioner
William Hill	2,0	1 800 millioner
Industry Average	1,6	1 440 millioner

Vi observerer at bransjegjennomsnittet er betydelig lavere enn forholdstallene for de store spillselskapene. Det kan være mange grunner til at det er variasjoner i dette forholdstallet, og det er usikkert hvorvidt en slik betraktning kan brukes for å si noe om markedsverdien på Extra. Faktorer som vil påvirke forholdstallet er ulik produktportefølje, ulike salgskanaler som blir benyttet i ulik utstrekning, ulik premiestruktur, ulike regulatoriske rammebetingelser og varierende mulighet til å benytte premieutbetalingen til videre spill.

[22] www.morningstar.com

Vi ser imidlertid at markedsverdiene vi finner ved bruk av denne metoden på de tre selskapene spenner over det samme intervallet vi fant ved bruk av neddiskontert kontantstrøm. Benytter vi en «Industry Average» som analogi havner markedsverdien noe lavere enn neddiskontert kontantstrøm.

Alternativ beregning av nøytral markedsverdi

En annen metode for å finne markedsverdien til Extra er å «snu analysen opp ned». Vi tenker oss at Extra-spillet skal selges, og at salgssummen settes i et fond som skal generere en gitt årlig avkastning for ExtraStiftelsen. For beregning av den nøytrale markedsverdien, er det relevant å ta utgangspunkt i at det årlige historiske overskuddet fra spillet skal tilsvare den årlige fremtidige avkastningen av fondet. Vi tar her utgangspunkt i overskuddet fratrukket den andelen av overskuddet som tildeles Norsk tipping som «operatørkostnad». Historiske tall er gjengitt i tabellen nedenfor.

Tabell 3-4 Historisk overskudd Extra-spillet

År	Overskudd
2006	197 mill
2007	219 mill
2008	230 mill
2009	225 mill
2010	231 mill
2011	219 mill
2012	220 mill
2013	211 mill

Gjennomsnittlig overskudd for Extra-spillet de siste åtte årene er 218 millioner kroner.

Beregningen av hvor stort fondet må være avhenger av hvilken fremtidig fondsavkastning man tror på. Vi har gjort beregninger som forutsetter at avkastningen skal være det samme som vi har brukt som avkastningskrav/diskonteringsfaktor i de øvrige beregningene, dvs. intervallet 6 % til 10 % årlig avkastning. Tidshorisonten for denne beregningen er imidlertid ikke avgrenset, da vi finner det naturlig at ExtraStiftelsen ønsker at fondet skal generere avkastning i all fremtid. Vi tar ikke hensyn til at den reelle størrelsen av fondet reduseres som følge av årlig inflasjon.

Verdien av Extra basert på denne beregningen ligger i intervallet 2 180-3 633 millioner. Dette kan tolkes som den laveste salgssum ExtraStiftelsen kan akseptere dersom de skal opprettholde dagens overskuddsnivå i fremtiden.

3.3.2 Operatørkostnad 27,5 %

Operatørkostnaden på 27,5 % er en andel av Extraspillets overskudd som beholdes av Norsk Tipping. Denne representerer en verdi med tilhørende nåverdi. Vi beregner markedsverdien av denne operatørkostnaden separat for å synliggjøre verdien.

Operatørkostnaden er en verdi som i dag tilfaller Norsk Tipping som en kompensasjon for å drive Extra-spillet. Det er likevel en relevant størrelse å se på, da en annen aktør enn Norsk Tipping vil betrakte denne delen av overskuddet som en verdi på lik linje med resten av overskuddet.

Ved en eventuell transaksjon mellom Extrastiftelsen og Norsk Tipping vil det være et spørsmål om hvordan man skal vurdere denne størrelsen. Norsk Tipping kan på den ene siden hevde at operatørkostnaden er en verdi de allerede får i dag og at det derfor er urimelig at de skal måtte betale for denne ved en eventuell transaksjon. På den annen side følger en eventuell kannibaliseringseffekt av monopolsituasjonen til Norsk Tipping. I et fungerende marked med kjøp og salg av selskaper ville verdien tilfalle Extrastiftelsen fordi den ville følge selskapet.

Vi har beregnet operatørkostnaden både ved å ta utgangspunkt i estimert overskudd uten omsetningstak og estimert overskudd med omsetningstak. Deretter beregner vi hva differansen mellom overskudd før og etter operatørkostnad ville ha vært forutsatt at operatørkostnaden er 27,5 %. Differansen utgjør da operatørkostnaden, som vi neddiskonterer med diskonteringsfaktor 6 % og 10 %.

Verdien når vi legger til grunn fortsatt omsetningstak er relevant dersom man ikke ønsker å inkludere Extra-spillets vekstpotensial i verdivurderingen. Dersom man inkluderer vekstpotensialet, et potensial som i stor grad forutsetter at omsetningstaket fjernes eller heves, vil det være mest riktig å hensynta verdien av operatørkostnaden beregnet uten omsetningstak.

Operatørkostnad med omsetningstak:
NNV = 809 – 1 152 millioner

Operatørkostnad uten omsetningstak:
NNV = 813 – 1 161 millioner

Vi beregner at operatørkostnaden i situasjonen med fortsatt omsetningstak vil ha en verdi mellom 809 og 1 152 millioner kroner. I situasjonen uten omsetningstak har operatørkostnaden en verdi på mellom 813 og 1 161 millioner kroner.

3.3.3 Vekstpotensialet i Extra-spillet

Extra-spillet er i dag underlagt Lotteriloven som indirekte regulerer veksten i spillet ved begrensning på årlig omsetning på 1 040 millioner, ukentlig omsetning på 20 millioner, premietak på 2 millioner og makspris på kuponger. Gitt disse rammene har ExtraStiftelsen begrenset handlingsrom for å utvikle spillet, og dermed begrenset mulighet til å øke omsetning og overskudd.

I den videre analysen tenker vi oss at videre drift av Extra-spillet skjer i henhold til lov om pengespill, hvor forannevnte begrensninger i omsetning, premier og kupongpris ikke lenger er gjeldende. Dette kan være et sannsynlig scenario dersom Norsk Tipping overtar Extra-spillet som helhet.

Ved forutsetning om videre drift uten begrensninger når det gjelder omsetning og premier, finnes det en rekke tiltak som kan iverksettes for å få vekst i overskuddet, noe som igjen medfører at markedsverdien til Extra-spillet er større enn det som er beregnet som nøytral markedsverdi.

Vi vil videre gi en innføring i hvilke tiltak som kan være aktuelle, og hvordan de ulike tiltakene vil påvirke markedsverdien til Extra. Vi vil også drøfte tiltak hvor vi ikke spesifikt har beregnet en markedsverdi, men hvor det likevel kan antas at tiltaket har effekt. Avslutningsvis viser vi hvordan vi kan inkludere verdien av vekttiltakene i en totalvurdering av markedsverdien av Extra.

Fjerning av omsetningstak

Fjerning av omsetningstaket er antagelig det mest avgjørende tiltaket for å muliggjøre økning av omsetning. Under dette punktet vil vi kun drøfte virkningen av fjerningen i seg selv uten at det blir iverksatt andre tiltak, og i det videre vil vi forutsette at det ikke eksisterer noen øvre grense for omsetning.

I beregningen av en nøytral markedsverdi la vi til grunn en årlig omsetningvekst på 0,9 % frem til det tidspunkt der omsetningstaket blir nådd, og nullvekst deretter. Ved fjerning av omsetningstaket, kan vi anta fortsatt vekst på 0,9 % ut analyseperioden. Vi forutsetter at veksten er konstant i perioden.

$$\Delta \text{ NNV} = 10 - 22 \text{ millioner}$$

Som vi ser bidrar fjerning av omsetningstaket i seg selv med en marginal verdiøkning i verdien på mellom 10 og 22 millioner kroner. Det er imidlertid potensialet knyttet til andre produktendringer i fjerningen av omsetningstaket som er verdifull. I det videre vil vi beregne verdien av ulike tiltak som muliggjøres ved at det ikke eksisterer restriksjoner på omsetning.

Fjerning av premietak

Basert på observasjoner av spillinntektene til Lotto og Viking Lotto, ser det ut til at høyere premier ved eksempelvis Jackpot eller Gull-Lotto fører til økt salg. Vi anser denne effekten til å være logisk og antar videre at økte premier generelt vil føre til økt salg. Vi har imidlertid ikke historiske data hvor vi kan beregne hvor stor denne effekten er. Økningen i omsetning vil avhenge av hvilket nivå man legger premiene på. Det kan antas at høyere premier girhøyere omsetning, men at effekten vil være avtakende. Vi analyserer tre ulike scenarier og antar at den generelle effekten av økte premiebeløp vil være mellom 5 % og 15 % i økte salgsinntekter.

Vi legger til grunn at premier som andel av spillomsetningen opprettholdes på dagens nivå, men at det åpnes for større toppremier og at øvrige premier blir noe lavere. Overskuddsprosenten holdes dermed uendret.

$$\Delta \text{ NNV}_{(5\%)} = 104 - 149 \text{ millioner}$$
$$\Delta \text{ NNV}_{(10\%)} = 209 - 298 \text{ millioner*}$$
$$\Delta \text{ NNV}_{(15\%)} = 313 - 448 \text{ millioner}$$

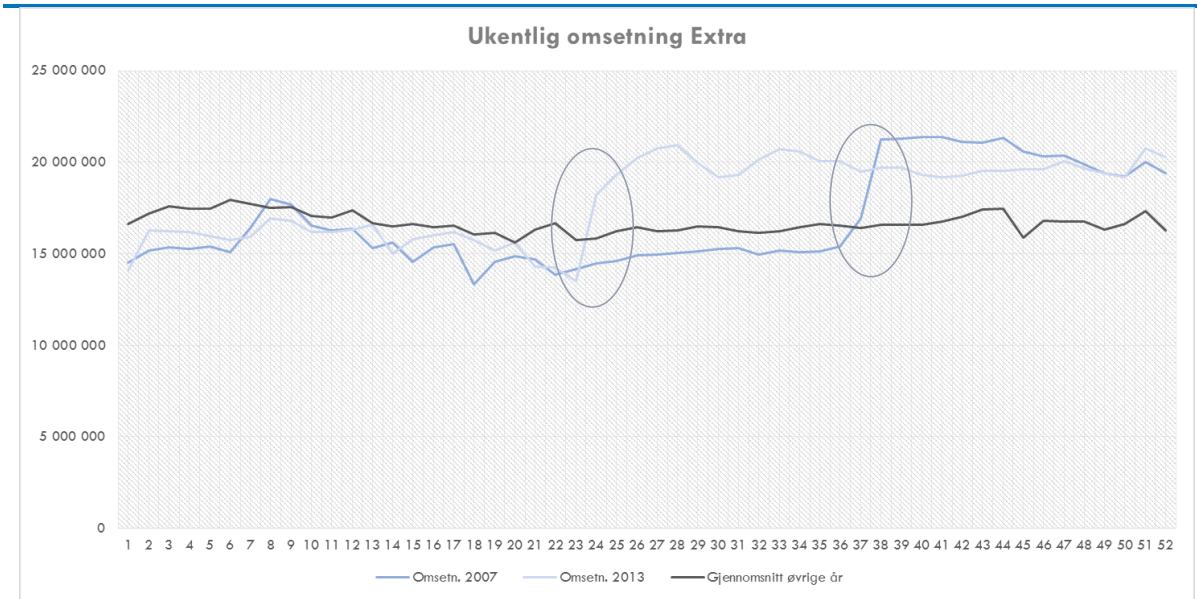
*Videre analyser baseres på disse verdiene

Det er verdt å merke seg at de relativt lave toppremiene i Extra-spillet har vært en del av konseptet, og det har vært med på å differensiere produktet Extra fra de andre produktene som er tilgjengelig på det norske spillmarkedet. En fjerning av premietaket, vil gjøre at Extra-spillets profil nærmer seg andre spillprodukter. En mulig effekt av dette er at man kannibaliserer andre spill, samtidig som man mister en del av differensieringen ved å nærme seg eksisterende konsept.

Fjerning av tak på kupongpriser og relansering av spillet

Extra-spillet har tidligere endret kupongprisene og relansert spillet i 2007 og 2013. Vi vil se på endringen på omsetningen i disse periodene, for å si noe om effekten av relanseringene.

Figur 2 Ukentlig omsetning Extra-spillet



Relanseringene fant sted i uke 38 og 24 i hhv. 2007 og 2013. Grafen over viser ukentlig omsetning de to årene, samt gjennomsnittet øvrige år. Det er tydelig å se at relanseringen har stor innvirkning på omsetningen.

Vi har analysert virkningene av disse endringene på omsetning ved å sammenligne gjennomsnittlig omsetning ukene før relansering i relanseringsåret med de andre årene, og gjøre det samme med ukene etter relansering. Vi ser en tydelig økning i omsetning, som er unik for det året hvor relanseringen fant sted. Dette gjelder både for relanseringen i 2007 og 2013.

På årlig basis ser vi at relanseringen har effekt på omsetningen.

Figur 3 Årlig omsetning Extra-spillet

Den årlige veksten som følge av endring i kupongpriser og relansering av spillet vil avhenge av når på året relanseringen skjer. Vi har estimert en gjennomsnittlig omsetningsvekst på 10% det året endringen skjer, etterfulgt av en omsetningsvekst på 12% året etter. Deretter vil det følge fire år med negativ vekst i omsetningen på hhv. 3%, 2%, 2% og 1%.

Når vi ser på ukentlige omsetningen finner vi tydeligere visse sesongvariasjoner og får et tydelig løft i omsetning ved relansering, men at omsetningen etter hvert trekker tilbake til et nivå som synes relativt stabilt.

Vi antar at effekten av endring i kupongpriser og relanseringer av spillet vil svekkes eller forsvinne dersom man foretar justeringene for ofte. For et spill som Extra og de andre kupongspillene til Norsk Tipping, er det et poeng i seg selv at kupongprisen er et rundt tall. Det er derfor naturlig å inflasjonsjustere prisen kun når man kan justere prisen opp til nærmeste hele fem eller ti kroner. Basert på denne antakelsen mener vi det kan være grunnlag for å justere prisen på spillet, eventuelt i kombinasjon med en relansering, omlag hvert tiende år.

$$\Delta \text{ NNV} = 150 - 284 \text{ millioner}$$

Effekt på Extra-spillets markedsverdi beregnes til et sted mellom 150 og 284 millioner kroner

Innføring av Joker på Extra

Joker er et tilleggsspill som allerede eksisterer for Lotto og Viking Lotto. I beregning av vekstpotensial knyttet til å innføre Joker på Extra er det naturlig å ta utgangspunkt i hvor mange Jokerspill som blir solgt pr lottorekke. Basert på historisk informasjon våren 2014, ser det ut til at salget av Joker holder seg relativt stabilt på ett solgt spill pr tredje lottorekke. Vi antar videre at mulighet for Joker på Extra vil følge samme mønster, og at det da blir solgt ett Jokerspill pr kupong solgte Extra.

Vi legger til grunn dagens pris på Lotto, Extra og Joker, samt dagens omsetningsnivå på Extra, og beregner en verdi av Joker på Extra mellom 276 og 394 millioner.

$$\Delta \text{ NNV} = 276 - 394 \text{ millioner}$$

Det er to effekter ved Joker som ikke er inkludert i denne analysen. Det ene er muligheten for at Joker på Extra vil kannibalisere Joker på Lotto og Viking Lotto, med effekt at Jokersalget går ned på disse to spillene. Det andre er at andre veksttiltak sannsynligvis vil føre til en økning i Extras omsetning, og at det da er naturlig at det også vil bli solgt flere Jokerspill. Disse to effektene trekker altså i hver sin retning dersom man tenker seg Norsk Tipping som kjøper. På grunn av begrenset tilgang til datamateriale, har vi ikke analysert verdien av disse to effektene, men gjør oppmerksom på at det kan påvirke markedsverdien.

Innføring av to trekninger i uka

Datagrunnlaget vi har tilgjengelig er ikke tilstrekkelig til å kunne beregne effekter på markedsverdien som følge av en endring fra en til to trekninger pr uke. Analyser av dette tiltaket er derfor basert på scenarieanalyse.

Vi antar at det er to effekter som gjør seg gjeldende ved å øke til to trekningsdager i uken.

1) Vi legger til grunn at to trekningsdager i uken vil åpne for at noen spiller to ganger pr uke i stedet for en gang, og at flere spillere får med seg minst en trekning pr uke.
2) Det er naturlig at to trekningsdager til en viss grad vil kannibalisere hverandre. En andel av dagens spillere vil velge den andre trekningsdagen i stedet for, og ikke i tillegg til, tirsdagens trekning.

Det er grunn til å anta at det er den første effekten som er dominerende, og at en økning til to trekningsdager pr uke vil øke omsetningen totalt. I mangel på konkrete anslag på hvilken økning man kan forvente, analyserer vi tre ulike scenario hvor vi legger til grunn en vekst på hhv. 10 %, 15 % og 20 %.

En forankring av at disse nivåene er rimelige kan gjøres ved å se på effekten av at VikingLotto ble innført i mars 1993. VikingLotto er et konsept som ligger tett opp til Lotto, så man kan i noen grad se på innføringen av VikingLotto som en utvidelse av Lotto fra én til to trekningsdager. I 1993 sank omsetningen for Lotto med 4 %, mens totalomsetningen for Lotto og VikingLotto (når vi justerer for at VikingLotto ble solgt bare ti av årets tolv måneder) steg med 15 %[23].

$$\Delta\ NNV_{(10\%)} = 209 - 298 \text{ millioner}$$
$$\Delta\ NNV_{(15\%)} = 313 - 448 \text{ millioner*}$$
$$\Delta\ NNV_{(20\%)} = 418 - 597 \text{ millioner}$$

* Videre analyse baseres på disse verdiene

Spissing av TV-trekning, dramaturgi og spenningselementer

I 2002 ble det foretatt en endring i TV-programmet der Extra-spillet trekkes. Vi har analysert endring i omsetning i denne perioden. Den gang førte endringen til en omsetningsvekst på 10 %. Det er imidlertid usikkert hvorvidt årsakssammenhengen mellom endring i sendingen og endring i omsetningen er kausal.

Vi legger derfor til grunn et mer konservativt anslag på omsetningsvekst på 5 % det året endringen blir gjennomført, og en negativ vekst på 1 % året etter.

Vi antar også her at effekten av slike endringer blir svekket eller forsvinner helt, dersom de gjøres for ofte. I beregningen av verdiøkning antar vi at det er grunnlag for endringer og fornyelser ca. hvert femte år.

$$\Delta\ NNV = 14 - 22 \text{ millioner}$$

Andre vekstiltak

I tillegg til de vekstiltak som er analysert foran finnes det flere muligheter for å øke omsetningen av Extra-spillet, gitt at spillet reguleres ved Lov om pengespill. Disse inkluderer blant annet Jackpot, økt bevilgning til markedsføring og spin-off produkter.

Basert på observasjoner av Lotto og VikingLotto, ser vi at store jackpotter har en positiv effekt på omsetningen. Vi har imidlertid ikke hatt gode nok data til å analysere den konkrete effekten dette ville hatt på Extra, men det ligger antagelig et potensial i å innføre jackpotløsning også for Extra-spillet.

Kostnadene forbundet med markedsføring og utvikling av Extra-spillet har historisk sett vært relativt lave på grunn av begrensningene gitt av omsetningstaket. Det er derfor naturlig å anta at det ligger et vekstpotensial i økt bruk av markedsføring og utviklingstiltak. Datagrunnlaget vi har tilgjengelig er dessverre ikke tilstrekkelig til å beregne den konkrete effekten av dette tiltaket.

Spin-off produkter relatert til Extra-spillet vil også kunne være en kilde til vekst i omsetning, slik vi ser det. Når det gjelder denne typen tiltak, mener vi imidlertid at det fordrer utviklings- og implementeringskostander ved å lansere nye produkter. Selv om dette helt klart er en mulighet de som overtar Extras rettigheter vil få, mener vi

[23] Omsetningstall hentet fra http://2013.norsk-tipping.no/rapport/statistikk/

dette tiltaket er litt for søkt til at vi tilskriver Extra-spillet en verdiøkning som følge av dette tiltaket. Vi har heller ikke nok informasjon til å si om eventuelle spin-off produkter vil gi et positivt business case, og om det i det hele tatt er realistisk at det er grunnlag for spin-off produkter.

Det kan således ligge en ytterligere oppside i markedsverdien av Extra-spillet dersom man også hensyntar disse potensielle veksttiltakene.

3.3.4 Oppsummert verdivurdering

I vurderingen av den samlede verdien av de ulike veksttiltakene, må vi ta utgangspunkt i at iverksetting av flere tiltak samtidig vil kunne virke kannibaliserende på hverandre. Selv om hvert tiltak isolert sett vil generere en verdiøkning, vil det ikke være riktig å summere dette for å finne den totale økningen av markedsverdi. Vi antar derfor en kannibaliseringseffekt på 20 %, og legger følgende inn en faktor på 0,8 for å redusere verdiøkningen.

Tabell 3-5 Oppsummering markedsverdikomponenter

Grunnlag	Markedsverdi 10% diskontering	Markedsverdi 6% diskontering
Nøytral markedsverdi	**2 078 mill kr**	**2 962 mill kr**
Operatørkostnad med omsetningstak	809 mill kr	1 152 mill kr
Nøytral markedsverdi + operatørkostnad	**2 887 mill kr**	**4 114 mill kr**
Operatørkostand uten omsetningstak	813 mill kr	1 161 mill kr
Vekst 1 – fjerning av omsetningstak	10 mill kr	22 mill kr
Vekst 2 – fjerning premietak	209 mill kr	298 mill kr
Vekst 3 – fjerne tak kupongpriser/relansering	150 mill kr	284 mill kr
Vekst 4 – Joker	276 mill kr	394 mill kr
Vekst 5 – To trekninger	313 mill kr	448 mill kr
Vekst 6 – Spisse TV-trekning, dramaturgi og spenningselementer	14 mill kr	22 mill kr
Justering kannibaliserende tiltak	- 194 mill kr	-294 mill kr
Markedsverdi inkl. vekstpotensial	**3 668 mill kr**	**5 297 mill kr**

3.3.5 Markedsverdi Lotto

For å danne oss et bilde av hvor godt vi har truffet med den kalkulerte markedsverdien på Extra, beregner vi markedsverdien av Lotto til sammenligning. Vi går frem på samme måte som vi gjorde ved beregning av markedsverdien av Extra-spillet. Vi har ikke hatt tilgjengelig informasjon om det årlige overskuddet til Lotto, da

Norsk Tipping ikke splitter overordnede kostnader pr produkt. Vi har derfor gjort samme tilnærming som er gjort for Extra, nemlig fordele Norsk Tippings kostnader på produkter etter samme prosentsats som bidraget på inntektssiden. Dette betyr i praksis at ettersom Lottos bidrag til Norsk Tippings salgsinntekt i snitt siste seks år er 30 %, så antar vi at 30 % av Norsk Tippings årsresultat er generert fra Lotto.

I beregningen av bidraget har vi brukt brutto salgsinntekt og ikke inkludert Multix og Belago. Det som skiller netto og brutto salgsinntekt er hvorvidt premier er med eller ikke. Multix og Belago representerer spillautomater, og da det er mulig for spillerne å benytte premiene som innsats umiddelbart etter utbetaling, vil brutto spilleinntekt fra disse spillene fremstå uforholdsmessig høye. Vi velger derfor å gjøre beregningene uten å inkludere Multix og Belago.

Videre beregning av Lottos markedsverdi legger vi til grunn en årlig negativ vekst på -1,0 %, basert på gjennomsnittlig vekst de siste fem årene. Vi velger samme analyseperiode på 25 år, som for Extra, men analyserer kortere og lengre periode for sammenligning. Resonnementet rundt diskonteringsrente blir det samme, og vi ser på markedsverdien ved diskonteringsfaktorene mellom 6 % og 10 %, i tillegg til å se på lavere og høyere diskonteringsrenter i grunnlagsmaterialet.

På grunnlag av forutsetningene foran, finner vi følgende markedsverdi:

NNV = 9 059- 12 557 millioner kroner

En sammenligning av Extra og Lotto skulle tilsi at Extra-spillet i snitt siste seks år bidrar med rundt 26 % av Lottos omsetning. Dette kan tolkes som at Extra-spillets markedsverdi i utgangspunktet burde tilsvare rundt 26% av Lottos. I sammenligningen legger vi til grunn den nøytrale markedsverdien i tillegg til operatørkostnad for Extra-spillet, som er estimert til mellom 2 887 og 4 114 millioner kroner. Beregningene våre viser da at den beregnede markedsverdien av Extra-spillet tilsvarer ca. 32 % av Lottos markedsverdi. Dette er noe høyere enn inntektsbidraget skulle tilsi, men kan forklares ved at man har lagt ulike forutsetninger om vekst til grunn i de to beregningene. Extra-spillet er tillagt positiv årlig vekst i analyseperioden, mens man antar negativ vekst for Lotto.

4. Litteratur

Finansdepartementets veileder i samfunnsøkonomisk analyse (2005)

kilde: http://www.regjeringen.no/upload/FIN/Vedlegg/okstyring/Veileder_i_samfunnsokonomiske_analyser.pdf

Rundskriv R-109/14

Norsk Tippings hjemmesider:

www.norsk-tipping.no

http://2013.norsk-tipping.no/rapport/spillmarkedet/

Norsk Tippings Årsrapport 2008

Norsk Tippings Årsrapport 2009

Norsk Tippings Årsrapport 2010

Norsk Tippings Årsrapport 2011

Norsk Tippings Årsrapport 2012

Norsk Tippings Årsrapport 2013

ExtraStiftelsens hjemmesider:

www.extrastiftelsen.no

ExtraStiftelsens Årsmelding 2012

ExtraStiftelsens Årsmelding 2013

www.morningstar.no

www.norges-bank.no

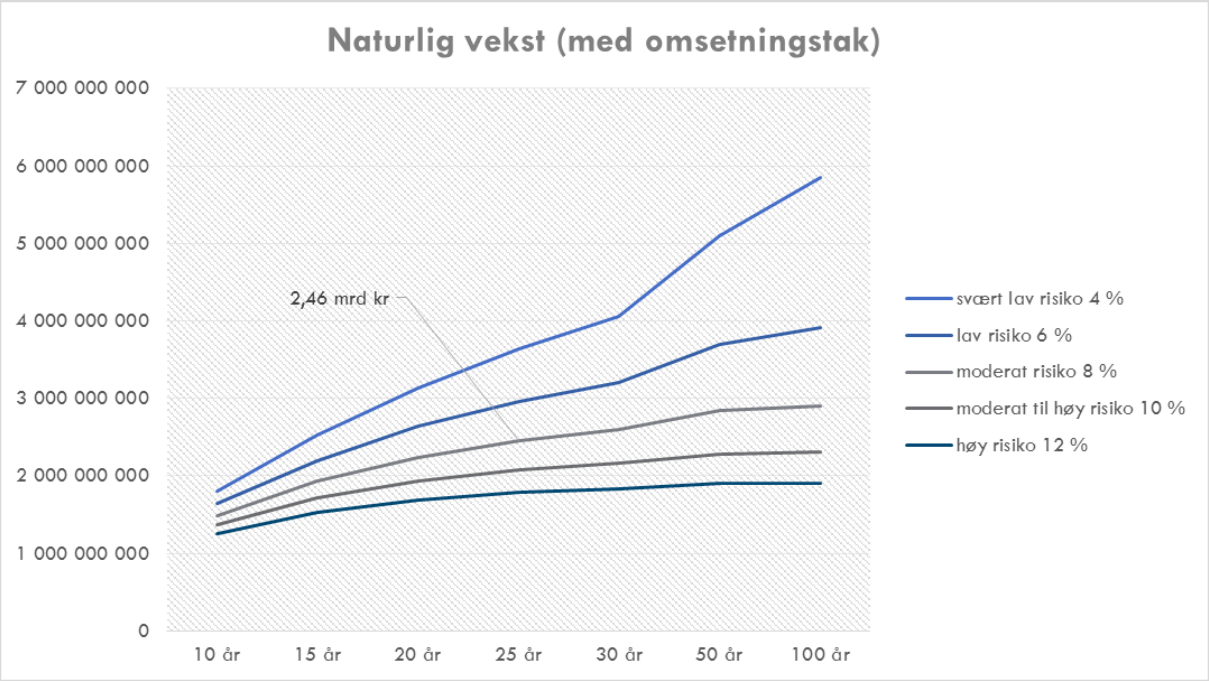
Alm og Teistum (2010): Analyse og verdivurdering av Hurtigruten ASA

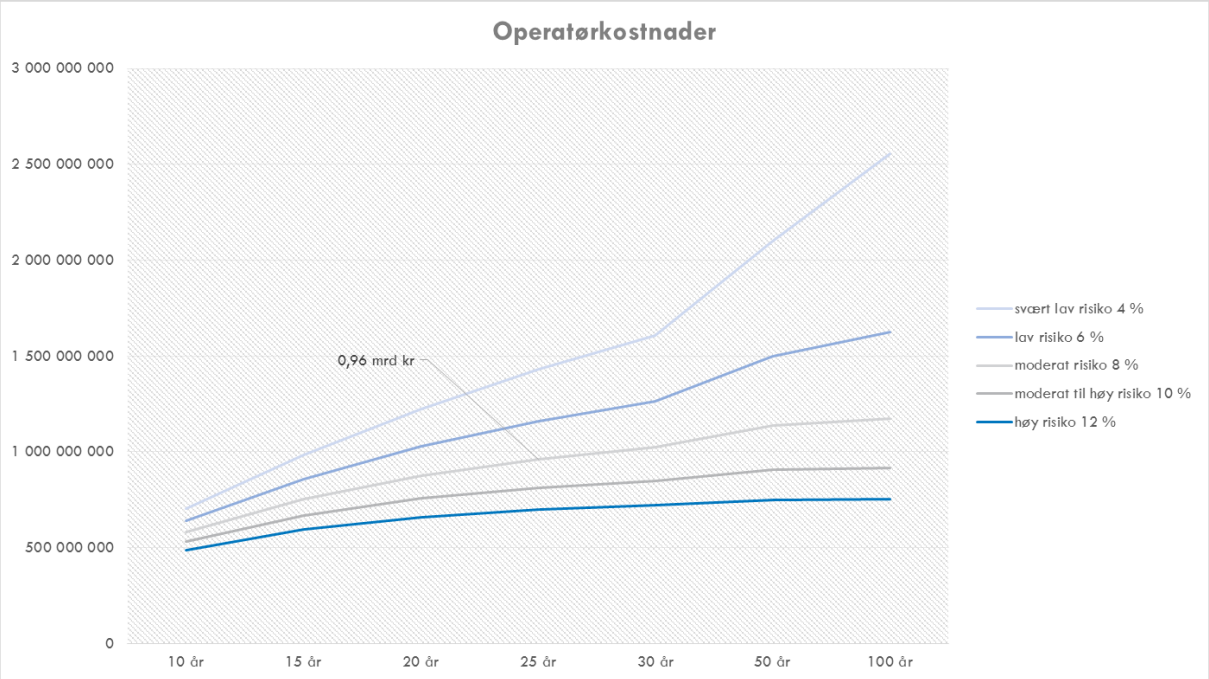
http://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/168589/1/Alm%20mfl.PDF

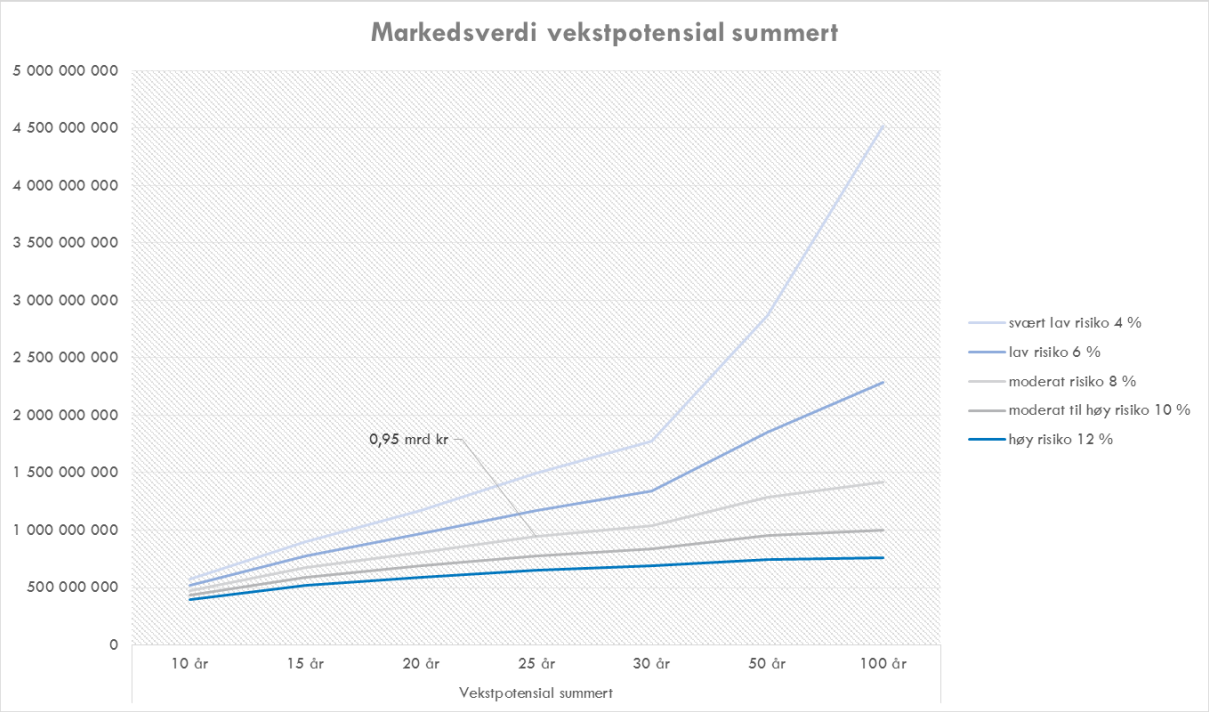
http://no.wikipedia.org/wiki/Det_Norske_Pengelotteriet

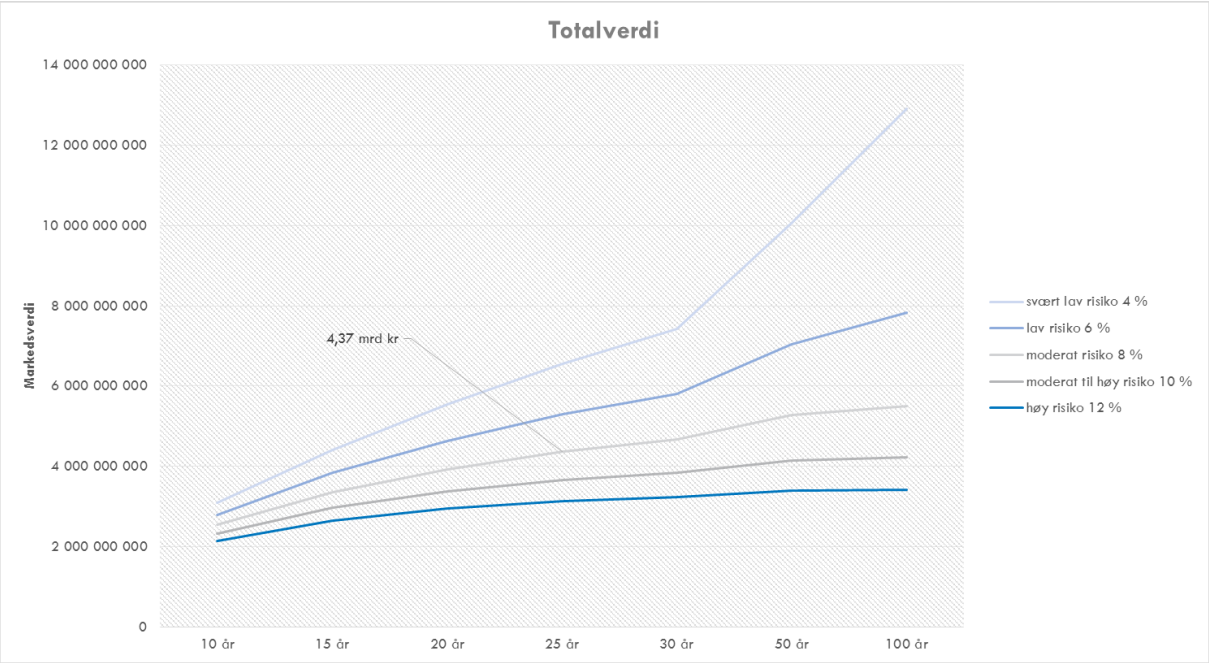
http://snl.no/Det_norske_Pengelotteri

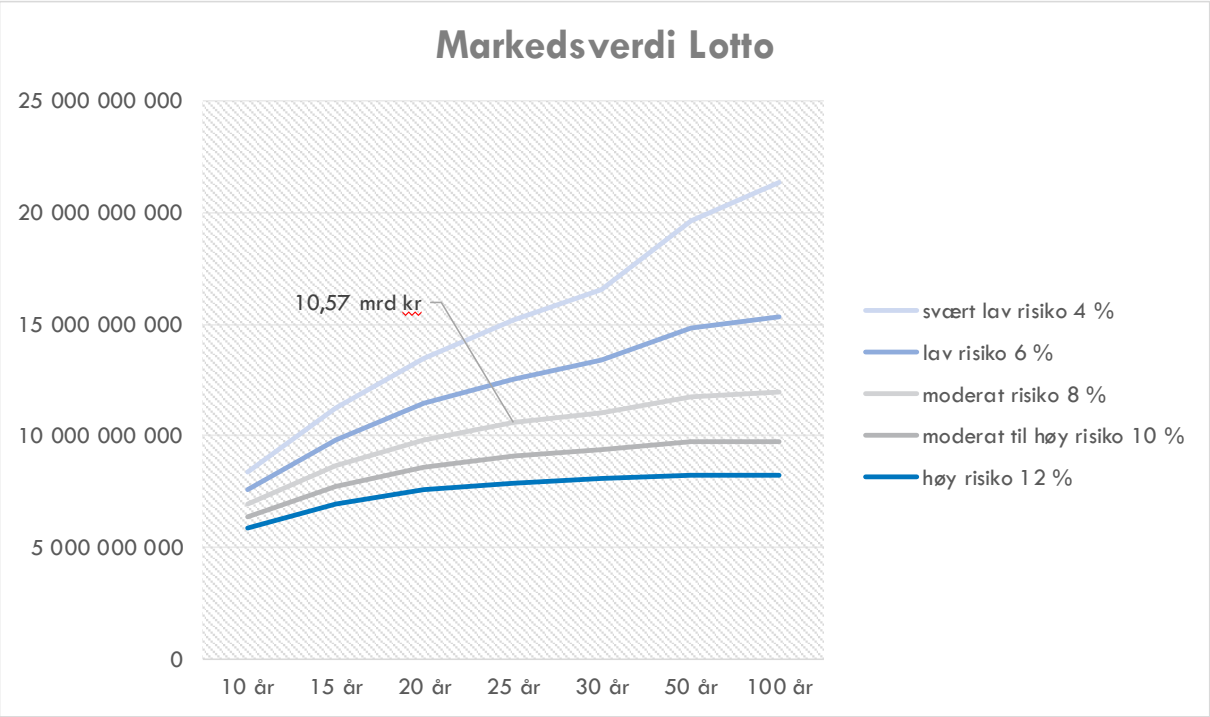
Vedlegg 1 – sensitivitetsanalyser






Markedsverdi vekstpotensial summert
5 000 000 000
4 500 000 000
4 000 000 000
3 500 000 000
3 000 000 000
2 500 000 000
2 000 000 000
1 500 000 000
1 000 000 000
500 000 000
0
0,95 mrd kr
10 år
15 år
20 år
25 år
30 år
50 år
100 år
Vekstpotensial summert
svært lav risiko 4 %
lav risiko 6 %
moderat risiko 8 %
moderat til høy risiko 10 %
høy risiko 12 %


Totalverdi
14 000 000 000
12 000 000 000
10 000 000 000
8 000 000 000
6 000 000 000
4 000 000 000
2 000 000 000
0
Markedsverdi
4,37 mrd kr
10 år
15 år
20 år
25 år
30 år
50 år
100 år
svært lav risiko 4 %
lav risiko 6 %
moderat risiko 8 %
moderat til høy risiko 10 %
høy risiko 12 %


Markedsverdi Lotto
25 000 000 000
20 000 000 000
15 000 000 000
10 000 000 000
5 000 000 000
0
10,57 mrd kr
10 år
15 år
20 år
25 år
30 år
50 år
100 år
svært lav risiko 4 %
lav risiko 6 %
moderat risiko 8 %
moderat til høy risiko 10 %
høy risiko 12 %

Vedlegg 2 – SWOT analyse

4.1 Styrker

- Extra er et etablert merkenavn
- Extra-spillet er et differensiert produkt
- Egen trekningsdag
- «Snill profil»
  - Trigger ikke spilleavhengighet
  - Overskuddet går direkte til konkrete prosjekter (synlighet)
- Høyere omsetningsvekst enn andre spill (Lotto og VikingLotto) de siste årene

4.2 Svakheter

- Må etterkomme begrensninger i Lotteriloven
  - Omsetningstak på 1 040 millioner kroner årlig
  - Omsetningstak på 20 millioner kroner pr uke
  - Premietak på 2 millioner
  - Maks kupongpris
  - Begrensningene kan endres til lavere nivå
- Høyere gjennomsnittsalder på spillerne enn NTs kunder generelt
- Overskuddet kan kun gå til humanitære forhold
  - Dette utelukker potensielle kjøpere

4.3 Muligheter

- Operere under Lov om Pengespill
  - Fjerne omsetningstak på 1 040 millioner kroner på årlig omsetning
  - Fjerne maks toppremie på 2 millioner kroner
  - Utvikle spillet i flere kanaler
  - Utvikle spillet til flere spill
  - Innføre flere trekninger
  - Øke markedsføringstrykket
  - Fjerne taket på kupongpriser
- Liberalisering av spillmarkedet kan åpne for andre kjøpere enn NT eller gi forhandlingsmakt

4.4 Trusler

- Departementet kan foreta innskrenkninger i rettighetene
- Endring i lov som bestemmer rammene (lov om pengespill) kan endre spillets profil
  - Spillet kan oppfattes mer aggressivt
  - Spillet kan utvikles til å nærme seg eksisterende spillprodukter - spillet mister differensieringen
  - Spillet kan utvikles til å nærme seg eksisterende spillprodukter – kannibaliseringen øker
  - Overskuddet kan fordeles til andre formål enn helse og rehabilitering
- Liberalisering av spillmarkedet vil øke konkurransen
- Økt tilbud av online spill kan overta markedsandeler fra tradisjonelle spill
- Endring i avtale om sendinger med NRK

oslo**economics**

www.osloeconomics.no

post@osloeconomics.no
Tel: +47 21 99 28 00
Fax: +47 96 63 00 90

Besøksadresse:
Dronning Mauds Gate 10
0250 Oslo

Postadresse:
Postboks 1540 Vika
0117 Oslo