
Update Waardering van de NPO Programmagegevens

4 Juni 2020

Commissariaat voor de Media

Publieke Versie

Inhoudsopgave

Uw Duff & Phelps contactpersonen:

Henk Oosterhout

Managing Director

Tel +31 20 851 5154

Mob +31 6 5199 1785

henk.oosterhout@duffandphelps.com

Alexander Bregonje

Managing Director

Tel +31 20 851 5176

Mob +31 6 3003 2963

alexander.bregonje@duffandphelps.com

Sectie	Titel	Pagina
	Managementsamenvatting	3
1.	Introductie en Achtergrond Opdracht	13
2.	Reikwijdte Onderzoek en Waardering Programmagegevens	15
3.	Informatiebronnen	18
4.	Oplage-ontwikkeling RTV Gidsen	20
5.	Waarderingsmethodieken en Aannames	22
6.	Inkomstenbenadering	26
7.	Kostenbenadering	44
8.	Samenvatting Waarderingsuitkomsten en Vertaling Waardebandbreedte naar Prijsstelling	46
9.	Gehanteerde Afkortingen	49
10.	Disclaimer	51
11.	Letter of Representation	53
Bijlage 1.	Tabellenindex	55
Bijlage 2.	Figurenindex	57

Managementsamenvatting

Managementsamenvatting – I

Opdrachtbeschrijving

Opdracht

- Wij zijn aangesteld om de waarde van de programmeergegevens van de NPO (“NPO Programmeergegevens”) in Nederland te bepalen binnen de huidige wetgeving (“Waarde NPO Programmeergegevens”).
- Programmeergegevens zijn gedefinieerd als ‘de voor de exploitatie van (gedrukte, elektronische en online) programmagidsen noodzakelijke informatie over radio- en televisieprogramma’s van de Nederlandse publieke media-instellingen, zoals die worden verspreid via de publieke aanbodkanalen’. Deze noodzakelijke informatie wordt minimaal zes weken van te voren ter beschikking gesteld.
- Programmeergegevens worden door de omroepen geproduceerd als onderdeel van het uitvoeren van haar kernactiviteiten. Op basis van de feitelijke beschikking over de gegevens worden de gegevens tegen een bepaald tarief ter beschikking gesteld aan derden. De publieke omroepen hebben het recht de gegevens commercieel te exploiteren op basis van de voorgeschreven tarifiering, oftewel de prijsstelling.
- De tarieven voor de terbeschikkingstelling van de NPO Programmeergegevens zijn vastgelegd in de Mediawet (Artikel 2.139). De commerciële omroepen zijn vrij in de bepaling van de tarieven.
- De waarderingsdatum (“Waarderingsdatum”) is de facto 1 januari 2019, daar alle gegevens beschikbaar tot en met deze datum in ogenschouw zijn genomen. Daar waar mogelijk hebben wij echter wel gebruik gemaakt van informatie die betrekking heeft op en beschikbaar gekomen is in 2019.

Object van Waardering

- **Het object van waardering betreft de ‘mogelijkheid voor vermenigvuldiging en openbaarmaking’ van de NPO Programmeergegevens in Nederland:**
 - **Gedrukte Media:** De mogelijkheid tot vermenigvuldiging en openbaarmaking wordt geboden voor een periode van *minimaal een week en maximaal zes weken voor gedrukte media*. De vergoeding voor minder dan één week is door de NPO afgeleid van bestaande afspraken met exploitanten van dagbladen die golden voor de ingang van de wettelijke tarieven per 1 januari 2013. Dit is in lijn met het streven van de wetgever om middels het vastleggen van wettelijke tarieven de markt te verruimen zonder dat bestaande partijen te veel schade wordt berokkend.
 - **Elektronische programmagidsen/EPG’s en Online Media:** Voor de andere media (anders dan Gedrukte Media) geldt geen beperking voor de periode, waardoor er voor de te waarderen licentie voor andere media (Elektronische programmagidsen/EPG’s en Online Media) derhalve ook geen periodebeperking van toepassing is.
- **Hierna is het object van waardering gedefinieerd als de NPO Programmeergegevens.**

Definitie Waarde Economisch Verkeer

- De waarde van de NPO Programmeergegevens is voor de Opdracht gedefinieerd als de waarde van de NPO Programmeergegevens in het economisch verkeer.
- Waarde economisch verkeer is gedefinieerd als:
 - *“De prijs waarvoor een actief of dienst van een tot een transactie bereid zijnde verkoper naar een tot een transactie bereid zijnde koper over kan gaan. Verondersteld wordt dat zowel koper als verkoper rationeel zijn en kennis hebben van de relevante feiten”.*

Achtergrond Opdracht

- In 2011 is er door het Ministerie van Onderwijs, Cultuur en Wetenschap (“OCW”) aan het CvdM gevraagd om de waarde in het economisch verkeer van de NPO Programmeergegevens, welke momenteel commercieel worden geëxploiteerd, te bepalen, evenals een aanbeveling met betrekking tot de prijs van de NPO Programmeergegevens te doen.
- De waardebepaling en prijsbepaling is uitgevoerd op basis van de randvoorwaarde dat de beschikbaarstelling op *evenwichtige* en *zorgvuldige* wijze gebeurt en dat het de mogelijkheid tot exploitatie oplevert voor nieuwe partijen zonder de bestaande partijen te veel schade toe te brengen.
- Deze randvoorwaarde, aangegeven door de Minister van OCW, impliceert dat de waarde en de daaruit volgende prijsstelling moet worden gebaseerd op de waarde in het economisch verkeer.

Opmerking inzake de gehanteerde data

- Voor de waardering van de NPO Programmeergegevens, hebben wij onder andere de financiële resultaten van de NPO Programmagidsen in ogenschouw genomen.
- Voordat wij de waardering bespreken, willen wij graag twee zaken expliciet benoemen:
 - In de 2015 waardering hebben wij de financiële data met betrekking tot Max Magazine niet in ogenschouw genomen, daar Max Magazine over de jaren 2013-2014 nog te maken had met aanloopverliezen. Voor de huidige analyse hebben wij de financiële data, net als in de analyse van 2017 wel in ogenschouw genomen, daar Max Magazine momenteel een volwaardig marktparticipant is. Voor de jaren 2013-2014 nemen we de data nog steeds niet in ogenschouw voor de waardering, omwille van bovenstaande reden;
 - Wij hebben onze conclusie primair gebaseerd op de resultaten van de NPO Programmagidsen. Hierbij dient opgemerkt te worden dat door het beperkt aantal marktparticipanten, de resultaten relatief zwaar beïnvloed kunnen worden door een of twee spelers. Daar waar van toepassing houden wij hier rekening mee, door de conclusies te baseren op meerdere jaren.

Managementsamenvatting – II

Waarderingsmethodieken en Gevoeligheden

Waarderingsmethodieken en Prijsstelling

- De waardebandbreedte van de NPO Programmagegevens wordt bepaald op basis van de volgende methodieken:
 - **Inkomstenbenadering** (opgedeeld naar Inkomstenanalyse en Prijsanalyse): waardering op basis van de inkomsten die worden gerealiseerd;
 - **Kostenbenadering**: welke (additionele) kosten worden gemaakt om de NPO Programmagegevens voor de afnemers ter beschikking te stellen.
- Gezien het feit dat de uitkomsten op basis van de **Marktbenadering** in het verleden niet in ogenschouw zijn genomen voor de Prijsbepaling, hebben we deze benadering voor de 2019 update niet aangepast. Voor de volgende waardering, zullen we wederom evalueren of deze methodiek wel toegepast moet worden.
- De prijsstelling wordt uiteindelijk bepaald op basis van:
 - De geconcludeerde waardebandbreedte;
 - Consistentie met de prijsstelling gehanteerd door het CvdM in 2011, 2013, 2015 en 2017;
 - Analyse van bepaalde (economische) marktontwikkelingen om eventuele nuances met betrekking tot de eerste twee punten in ogenschouw te nemen.
- De prijsstelling wordt gedifferentieerd naar:
 - Gedrukte (papieren) programmagidsen;
 - Elektronische programmagidsen (“EPG’s”);
 - Online Media (websites, app’s (“App’s”) etc.).

Belangrijkste Gevoeligheden

- De belangrijkste gevoeligheden binnen de methodieken betreffen de aannames met betrekking tot:
 - De *genormaliseerde winstmarge* voor het uitgeven van tijdschriften; en
 - De *loyaliteitsmarge* oftewel de extra prijs, die een abonnee voor een programmagids wil betalen, vanwege loyaliteit aan de betreffende omroepvereniging.
- Aan de hand van onder andere marktobservaties, sector kennis en onze ervaring zijn de Base Case aannames voor deze parameters vastgesteld op:
 - Genormaliseerde winstmarge: **10%**; en
 - Loyaliteitsmarge: **15%**.

Managementsamenvatting – III

Overzicht Recente Ontwikkelingen

Recente Ontwikkelingen (2017 – 2018)

- Voor de waardering zijn de volgende parameters van belang:
 - Winstmarge; en
 - Oplage.
- Voor ons vorige onderzoek (waardering en prijsstelling 2017) hadden wij de beschikking over financiële informatie tot en met 2016. Voor de onderhavige waardering beschikken wij over financiële informatie tot en met 2018. Dit betekent dat de financiële resultaten van 2017-2018 vergeleken kunnen worden met de financiële resultaten gehanteerd voor de waardering en prijsstelling uitgevoerd in 2017.
- De 2017-2018 operationele winstmarges van de NPO Programmagidsen zijn gestegen in vergelijking met die van de jaren daarvoor, zoals geobserveerd kan worden in **Tabel 1**. Echter, zoals uiteengezet in de **Tabel 2**, de oplagedaling continueert.
- De combinatie van de ontwikkeling van de winstmarge en oplage impliceert onder andere dat de NPO Programmagidsen een steeds groter deel van de 'beschikbare' loyaliteitsmarge kapitaliseren. De NPO kan de prijs (met meer dan inflatie) verhogen en mede hierdoor de winstmarge op peil houden (of zelfs laten toenemen), terwijl de oplagedaling in lijn is met de oplagedaling van Commerciële Magazines (dit wordt op de volgende pagina nader beschreven en aangetoond). Dit duidt erop dat de achterblijvende klanten van de NPO Programmagidsen erg 'loyaal' zijn en vanwege deze loyaliteit bereid zijn een hogere prijs te betalen dan rationeel onderbouwd kan worden. De loyaliteit refereert immers aan de premie die men bereid is te betalen uit hoofde van de band die de klant heeft met het merk, in dit geval de betreffende omroep.

Tabel 1 Operationele Winstmarge per RTV Gids 2015 - 2018

Gids	Programmagids Categorie	2015	2016	2017	2018	Gemiddeld '15 - '18	Gemiddeld '17 - '18
Confidentieel	Algemeen	16.9%	19.7%	23.2%	29.0%	22.2%	26.1%
	Algemeen	36.9%	39.9%	37.3%	38.1%	38.1%	37.7%
	Algemeen	11.7%	12.2%	15.8%	6.6%	11.6%	11.2%
	Algemeen	32.3%	37.4%	36.2%	33.8%	34.9%	35.0%
	Algemeen	-0.8%	-1.0%	-1.5%	4.3%	0.3%	1.4%
	Algemeen	6.9%	7.9%	11.4%	19.2%	11.3%	15.3%
	Geloofsachtergrond	32.7%	32.1%	34.9%	32.0%	32.9%	33.5%
	Geloofsachtergrond	34.5%	36.3%	39.9%	42.7%	38.3%	41.3%
	Geloofsachtergrond	41.2%	40.4%	44.3%	47.7%	43.4%	46.0%
	Geloofsachtergrond	43.3%	41.9%	44.8%	49.2%	44.8%	47.0%
	Zonder Directe Link	25.6%	28.4%	26.3%	26.3%	26.6%	26.3%
	Zonder Directe Link	13.1%	22.0%	31.2%	32.4%	24.7%	31.8%
	Omroepbladen met geloofsachtergrond	37.9%	37.7%	41.0%	42.9%	39.9%	41.9%
	Algemene omroepbladen	17.3%	19.3%	20.4%	21.9%	19.7%	21.1%
	Omroepbladen zonder link naar de vereniging	19.3%	25.2%	28.7%	29.3%	25.7%	29.0%
	Gewogen gemiddelde winstmarge	26.7%	27.9%	29.3%	30.5%	28.6%	29.9%

Tabel 2 Totale Verspreide Jaaroplage RTV Gidsen 2015 - 2018

Gids	Programmagids Categorie	2015	2016	2017	2018	CAGR '15 - '18	CAGR '17 - '18
Confidentieel	Algemeen	5,100,251	4,726,910	4,526,097	4,108,305	-7.0%	-9.2%
	Algemeen	8,823,087	7,678,061	7,049,530	6,051,915	-11.8%	-14.2%
	Algemeen	13,058,942	11,846,363	10,685,688	9,931,272	-8.7%	-7.1%
	Algemeen	8,986,881	8,362,710	8,242,061	7,588,620	-5.5%	-7.9%
	Algemeen	8,866,060	8,439,769	8,005,521	7,403,802	-5.8%	-7.5%
	Algemeen	5,114,865	6,401,376	7,624,752	8,465,568	18.3%	11.0%
	Geloofsachtergrond	5,241,488	4,852,822	4,508,556	4,222,296	-7.0%	-6.3%
	Geloofsachtergrond	4,088,722	3,983,120	3,400,936	3,079,384	-9.0%	-9.5%
	Geloofsachtergrond	11,743,470	11,388,505	9,875,025	9,202,770	-7.8%	-6.8%
	Geloofsachtergrond	7,590,690	7,134,150	6,492,060	6,019,284	-7.4%	-7.3%
	Zonder Directe Link	5,025,228	4,510,564	4,028,128	3,702,608	-9.7%	-8.1%
	Zonder Directe Link	2,923,466	2,795,585	2,696,512	2,634,190	-3.4%	-2.3%
Totale Oplage		86,563,150	82,119,933	77,134,866	72,410,014	-5.8%	-6.1%
Omroepbladen met geloofsachtergrond		28,664,370	27,358,597	24,276,577	22,523,734	-7.7%	-7.2%
Algemene omroepbladen		49,950,086	47,455,188	46,133,649	43,549,482	-4.5%	-5.6%
Omroepbladen zonder link naar de vereniging		7,948,694	7,306,149	6,724,640	6,336,798	-7.3%	-5.8%
SBS Bladen							
Veronica Magazine		18,980,077	15,425,151	12,688,648	10,542,644	-17.8%	-16.9%
TotaalTV		1,322,776	1,216,592	1,104,922	992,134	-9.1%	-10.2%

CAGR: Compounded Annual Growth Rate, oftewel de jaarlijks gewogen gemiddelde groeivoet

Managementsamenvatting – IV

Overzicht Recente Ontwikkelingen

Recente Ontwikkelingen (2017 – 2018) (Vervolg)

- **Tabel 3** toont aan dat de oplage-ontwikkeling van de Commerciële Magazines in lijn is met de oplage-ontwikkeling van de NPO Programmagidsen.
- De gemiddelde ontwikkeling van de Commerciële Magazines over de afgelopen vier jaar is gelijk aan **-6,6%**. Wanneer dezelfde analyse wordt opgesteld voor de NPO Programmagidsen, blijkt dat de ontwikkeling van de NPO Programmagidsen in lijn is met de ontwikkeling van de Commerciële Magazines, namelijk **-5,8%** indien Max Magazine wordt meegenomen in de analyse, versus **-7,7%** indien Max Magazine niet wordt meegenomen in de analyse.
- Deze analyse bevestigt onze eerder benoemde observatie dat de NPO Programmagidsen steeds meer van de 'beschikbare' loyaliteitsmarge kapitaliseren, door middel van het verhogen van de prijs van de NPO Programmagidsen, resulterend in een handhaving van de winstmarge (deze stijgt zelfs de afgelopen jaren), terwijl de oplagedaling in lijn is met de oplagedaling van die van de Commerciële Magazines.

Tabel 3 Totale Verspreide Jaaroplage Commerciële Magazines 2015 - 2018

Commerciële Magazines	2015	2016	2017	2018	CAGR '15 - '18	CAGR '17 - '18
Weekend	5,872,074	5,402,410	4,986,592	4,657,432	-7.4%	-6.6%
Story	4,037,964	3,796,240	3,533,152	3,699,584	-2.9%	4.7%
Prive	6,436,144	6,124,222	5,905,640	5,351,736	-6.0%	-9.4%
Libelle	17,789,652	16,450,587	15,055,308	14,165,874	-7.3%	-5.9%
Margriet	9,743,031	8,867,097	8,073,216	7,604,982	-7.9%	-5.8%
Beau Monde	812,711	961,563	626,107	585,960	-10.3%	-6.4%
Flair	2,891,889	2,818,044	2,753,352	2,781,464	-1.3%	1.0%
Viva	2,291,868	2,133,405	1,929,088	2,054,024	-3.6%	6.5%
Grazia	1,980,438	2,534,600	1,390,796	1,413,808	-10.6%	1.7%
Vriendin	5,520,866	5,311,150	4,868,188	4,560,036	-6.2%	-6.3%
Autoweek	3,366,900	2,889,324	2,589,758	2,580,942	-8.5%	-0.3%

Gemiddelde Ontwikkeling

Totaal	60,743,537	57,288,642	51,711,197	49,455,842	-6.6%	-4.4%
--------	------------	------------	------------	------------	-------	-------

RTV Gids / Magazine	2015	2016	2017	2018	CAGR '15 - '18	CAGR '17 - '18
Confidentieel	5,100,251	4,726,910	4,526,097	4,108,305	-7.0%	-9.2%
	8,823,087	7,678,061	7,049,530	6,051,915	-11.8%	-14.2%
	2,923,466	2,795,585	2,696,512	2,634,190	-3.4%	-2.3%
	5,241,488	4,852,822	4,508,556	4,222,296	-7.0%	-6.3%
	4,088,722	3,983,120	3,400,936	3,079,384	-9.0%	-9.5%
	11,743,470	11,388,505	9,875,025	9,202,770	-7.8%	-6.8%
	7,590,690	7,134,150	6,492,060	6,019,284	-7.4%	-7.3%
	5,025,228	4,510,564	4,028,128	3,702,608	-9.7%	-8.1%
	13,058,942	11,846,363	10,685,688	9,931,272	-8.7%	-7.1%
	8,986,881	8,362,710	8,242,061	7,588,620	-5.5%	-7.9%
	8,866,060	8,439,769	8,005,521	7,403,802	-5.8%	-7.5%
	5,114,865	6,401,376	7,624,752	8,465,568	18.3%	11.0%
	86,563,150	82,119,933	77,134,866	72,410,014	-5.8%	-6.1%
	81,448,285	75,718,557	69,510,114	63,944,446	-7.7%	-8.0%

Managementsamenvatting – V

Overzicht Recente Ontwikkelingen

Recente Ontwikkelingen (2017 – 2018) (Vervolg)

- Het kapitaliseren door de NPO Programmagidsen van de 'beschikbare' loyaliteitsmarge kan eveneens worden aangetoond door de prijsontwikkeling over de afgelopen periode.
- De prijsontwikkeling is op jaarlijkse basis *hoger* dan de inflatie (2015 – 2018: gewogen jaarlijkse gemiddelde van 1,0%) en heeft er mede voor gezorgd dat de NPO Programmagidsen hun winstmarge hebben kunnen handhaven en zelfs hebben kunnen laten toenemen over de afgelopen jaren.
- We dienen hierbij wel op te merken dat de ontwikkeling van de winstmarge niet alleen door de prijsstijging is gerealiseerd. De kostenbesparingen hebben hier ook aan bijgedragen. Voor de parameter loyaliteit is echter de factor prijs van belang. Een gedeelte van onze analyse richt zich derhalve op deze parameter, waarbij de impact van kostenbesparingen uiteraard op een juiste manier in de analyse wordt meegenomen, zodat er geen sprake is van een dubbeltelling.
- Het feit dat de gidsen hun prijzen met meer dan de inflatie hebben kunnen verhogen duidt wat ons betreft op een hoge mate van loyaliteit van haar klanten en de continuering hiervan geeft wat ons betreft aan dat loyaliteit een steeds grotere rol voor Programmagidsen speelt. Er wordt immers een steeds groter beroep gedaan op de loyaliteit van de klant.
- De prijsontwikkeling van de NPO Programmagidsen is gepresenteerd in **Tabel 4**, op basis van twee perspectieven:
 - A. Abonnementsprijzen (CAGR 4,0% voor 2015 – 2018):**
Deze prijsmeting betreft de kosten voor een jaarabonnement, waarbij het reguliere tarief wordt gehanteerd (dat wil zeggen, kortingen worden niet in ogenschouw genomen);
 - B. Losse Verkoopsprijzen (CAGR 3,4% voor 2015 – 2018):**
Deze prijsmeting betreft de prijs van programmagidsen in de losse verkoop, wederom zonder korting.
- Beide invalshoeken geven hetzelfde beeld, de prijsstijging is hoger dan de gemiddelde inflatie van 1.0% gemeten over de periode 2015 – 2018.

Tabel 4 Prijsontwikkeling RTV Gidsen 2015 - 2018

	2015	2016	2017	2018	CAGR '15 - '18	CAGR '17 - '18
Abonnementsprijzen						
Televizier	61.85	64.35	65.40	68.76	3.6%	5.1%
AVRObode	61.75	70.56	65.40	69.36	3.9%	6.1%
TVFilm	37.30	38.82	39.60	42.12	4.1%	6.4%
Visie	64.95	64.95	66.50	66.50	0.8%	0.0%
KRO Magazine	65.00	65.00	68.40	71.16	3.1%	4.0%
Mikro Gids	48.00	50.52	51.60	54.72	4.5%	6.0%
NCRV-gids	59.95	59.95	65.40	68.04	4.3%	4.0%
TV Krant	42.75	46.80	48.75	51.50	6.4%	5.6%
TROskompas	55.75	60.90	63.50	67.00	6.3%	5.5%
VARAgids	58.20	64.95	62.68	65.81	4.2%	5.0%
VPRO Gids	61.20	64.00	64.00	67.00	3.1%	4.7%
Max Magazine	52.50	56.50	58.50	59.75	4.4%	2.1%
Gewogen gemiddelde o.b.v. totale jaaroplage	56.27	59.78	60.68	63.30	A 4.0%	4.3%
Omroepbladen met geloofsachtergrond	59.48	60.11	62.98	65.11	3.1%	3.4%
Algemene omroepbladen	59.75	63.54	63.25	66.28	3.5%	4.8%
Omroepbladen zonder link naar de vereniging	40.03	42.81	44.18	46.81	5.4%	6.0%
Losse Verkoopsprijzen						
Televizier	1.19	1.24	1.24	1.29	2.7%	4.0%
AVRObode	1.17	1.22	1.24	1.29	3.3%	4.0%
TVFilm	1.50	1.56	1.58	1.68	3.8%	6.3%
Visie	1.50	1.50	1.50	1.50	0.0%	0.0%
KRO Magazine	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Mikro Gids	0.95	0.99	0.99	0.99	1.4%	0.0%
NCRV-gids	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
TV Krant	0.79	0.85	0.89	0.95	6.3%	6.7%
TROskompas	1.05	1.09	1.15	1.19	4.3%	3.5%
VARAgids	1.20	0.99	n.a.	0.99	-6.2%	n.a.
VPRO Gids	1.75	1.75	1.75	1.95	3.7%	11.4%
Max Magazine	1.25	1.25	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gewogen gemiddelde o.b.v. totale jaaroplage	1.20	1.24	1.27	1.33	B 3.4%	4.9%
Omroepbladen met geloofsachtergrond	1.23	1.25	1.25	1.25	0.5%	0.0%
Algemene omroepbladen	1.27	1.26	1.35	1.34	1.9%	-0.2%
Omroepbladen zonder link naar de vereniging	1.15	1.21	1.24	1.32	4.7%	6.5%
Inflatie						
	0.6%	0.3%	1.4%	1.7%	1.0%	1.5%

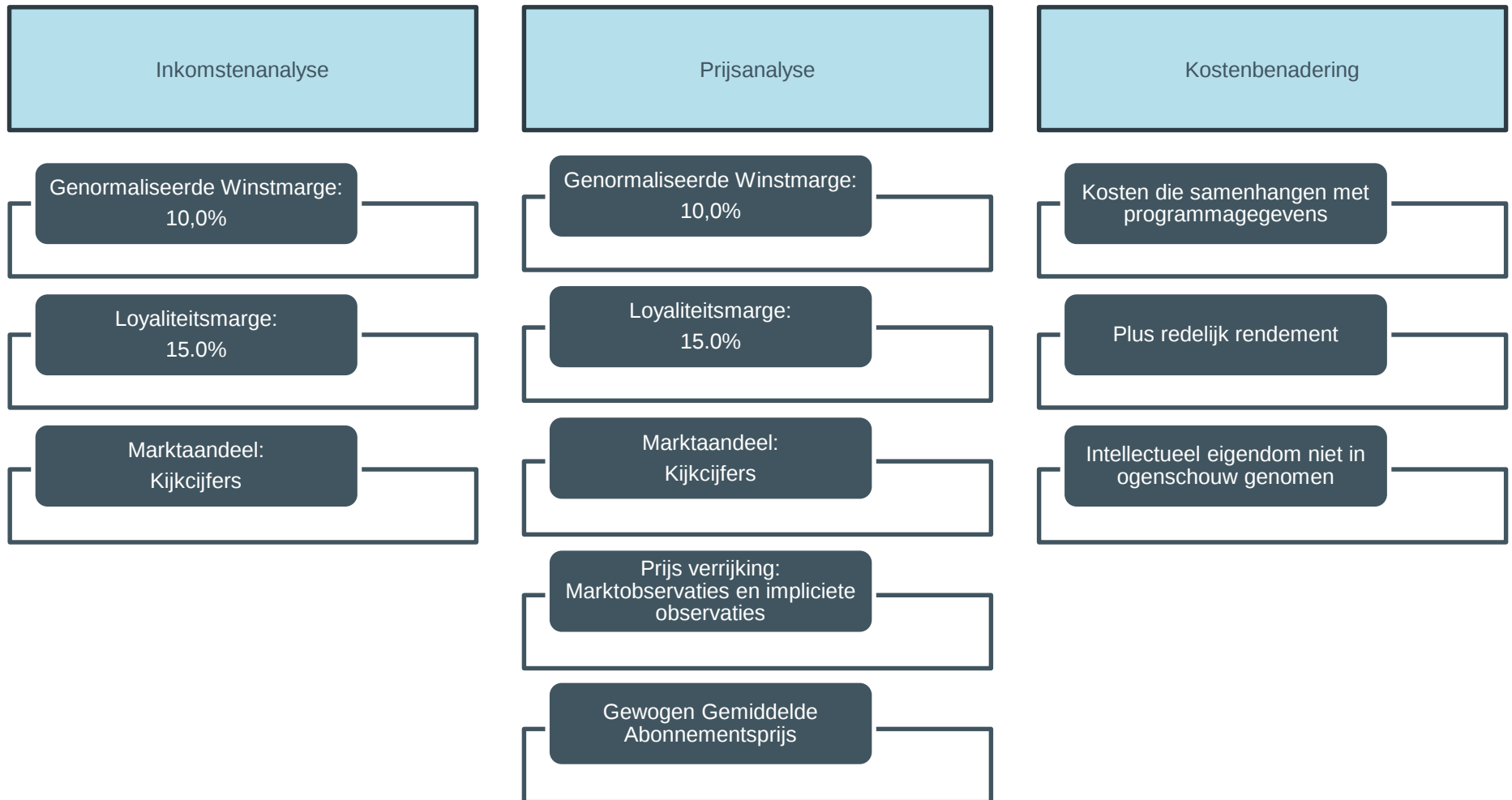
(1) In de berekening van het gewogen gemiddelde zijn alleen de bladen meegenomen waarvan voor alle vier jaren een prijspunt is.

Managementsamenvatting – VI

Samenvatting Aannames Inkomstenbenadering en Kostenbenadering

Aannames Inkomstenbenadering en Kostenbenadering

- Op basis van voorgaande observaties zijn voor de twee submethoden van de Inkomstenbenadering: i) Inkomstenanalyse, ii) Prijsanalyse, en de Kostenbenadering de volgende aannames gedefinieerd voor de belangrijkste waarderingsparameters:



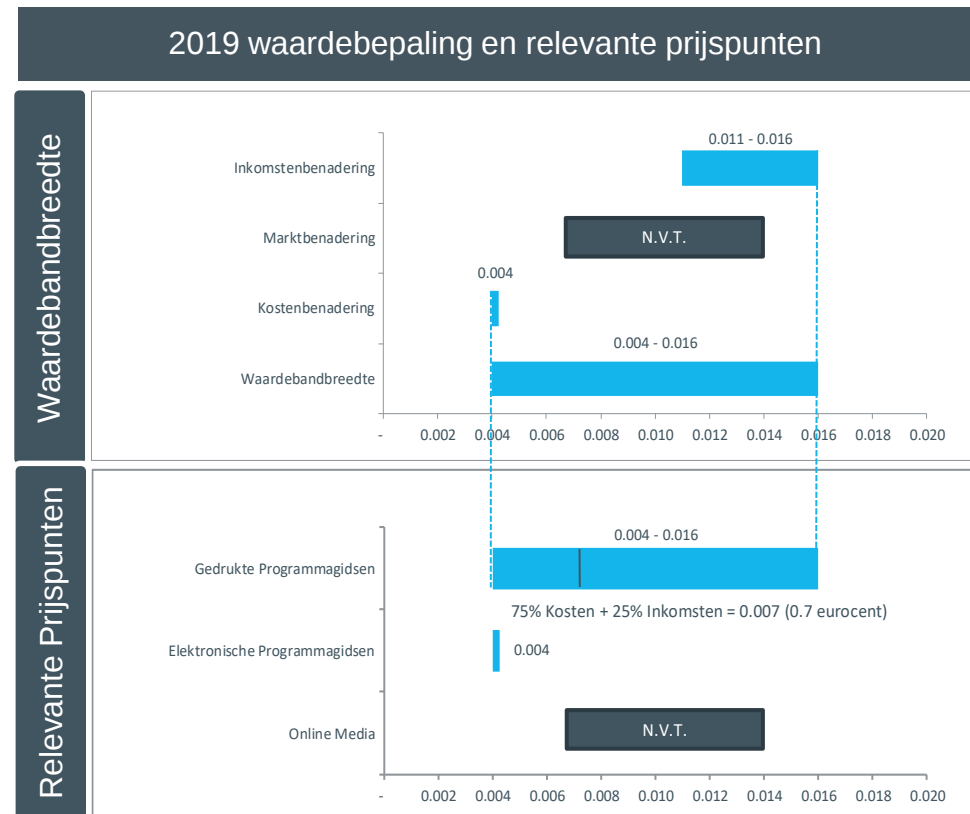
Managementsamenvatting – VII

Waardebandbreedte - Prijspunten

Waardebandbreedte en Relevante Prijspunten

- De totale waardebandbreedte, resulterend uit de Inkomstenbenadering en Kostenbenadering, bedraagt **EUR 0,004 – 0,016** per gedrukte programmagids.
- In voorgaande analyses (2011 en 2013) is de prijs voor Gedrukte Programmagidsen afgeleid van het midden van de waardebandbreedte afgeleid van de Kostenbenadering en het maximum van de Inkomstenbenadering. In 2015 en 2017 is hiervan afgeweken door het gewicht van de kostenbenadering te verhogen naar 75%, waardoor het gewicht van inkomstenbenadering op 25% kwam. Voor de huidige analyse hebben we de 2015/2017 gewichten gebruikt.
- Het relevante prijspunt voor de prijsstelling van de Gedrukte Programmagidsen, op basis van 75% Kostenbenadering en 25% bovenkant van de Inkomstenbenadering bandbreedte, is **EUR 0,007**, dit is EUR 0.001 hoger dan de 2015 en 2017 waardering.
- Het relevante prijspunt voor de prijsstelling van de EPG's is **EUR 0,004**, hetgeen afgeleid is van de Kostenbenadering. Deze benadering is consistent met de benadering gehanteerd in 2017.
- De relevante waardebandbreedte en prijsstellingen worden in **Figuur 1** getoond.

Figuur 1 Waarbepaling 2019 en relevante prijspunten.



Managementsamenvatting – VIII

Prijsstelling

Categorie	Prijsstelling Nederlandse Afzetmarkt	Achterliggende Rationale
Gedrukte Programmagidsen	EUR 0,007 (0,7 eurocent) per oplage	Afgeleid van 25,0% van de bovengrens van de Inkomstenbenadering en 75,0% van de waarde op basis van de Kostenbenadering (ondergrens)
EPG's	EUR 0,004 (0,4 eurocent) per technische voorziening per maand	De prijsstelling voor de Elektronische Programmagidsen is gebaseerd op de waarde op basis van de Kostenbenadering
Online Media	EUR 1.700 per licentie per jaar	Gebaseerd op de 2017 prijsstelling (1.275) en de procentuele ontwikkeling van de prijs voor EPG's, welke met 33,3% is toegenomen.

Managementsamenvatting – IX

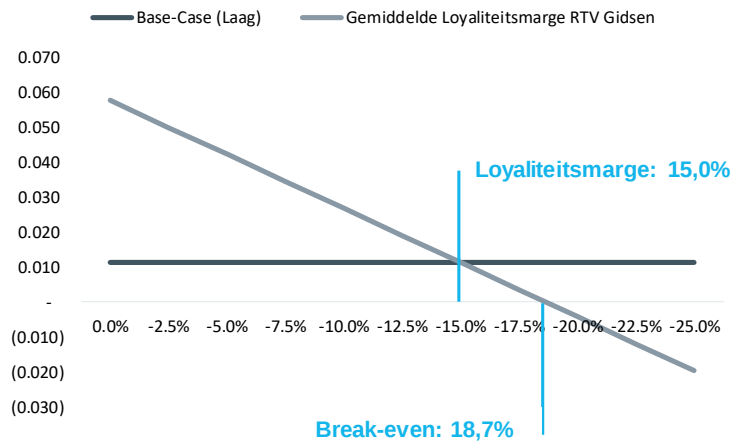
Gevoeligheidsanalyse

Gevoeligheidsanalyse Loyaliteitsmarge en Genormaliseerde Winstmarge

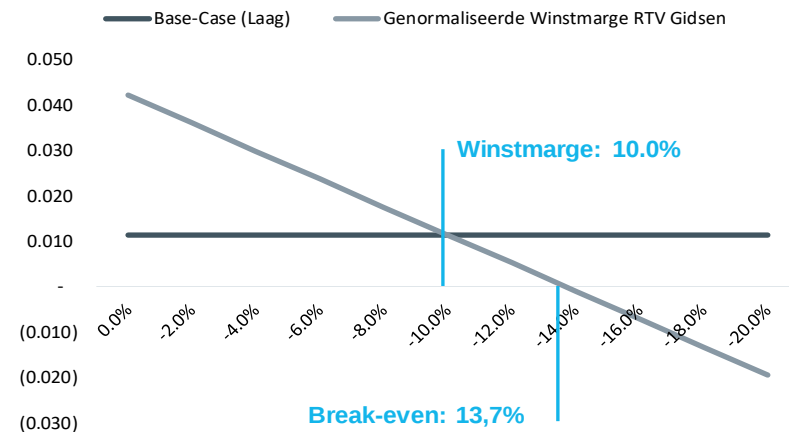
- In **Figuur 2** hebben we een gevoeligheidsanalyse van de Waarde NPO Programmagegevens opgenomen (op basis van *Methode Laag (1)* oftewel de onderkant van de waardebandbreedte volgens de Inkomstenbenadering) met betrekking tot de **loyaliteitsmarge** en in **Figuur 3** met betrekking tot de **genormaliseerde winstmarge**.
- Deze gevoeligheidsanalyses bieden waardevol inzicht met betrekking tot de relevantie van deze twee parameters.
- De loyaliteitsmarge is ons inziens één van de meest relevante en gevoelige parameters voor de bepaling Waarde NPO Programmagegevens, mede vanwege het feit dat deze parameter als meest subjectieve variabele beschouwd kan worden.
- De onderstaande grafieken tonen dat de gemiddelde waarde van de NPO Programmagegevens daalt naarmate de loyaliteitsmarge stijgt en hetzelfde naarmate een hogere genormaliseerde winstmarge wordt verondersteld.
- Bij 3.7% additionele 'genormaliseerde winstmarge' of 'additionele loyaliteitsmarge' wordt de Waarde NPO Programmagegevens gelijk aan EUR 0,00 (in vergelijking tot EUR 0,011 voor de Base-Case aannames) in 'Methode Laag'.

(1) Bij de Methode Laag wordt de waarde van de NPO Programmagegevens afgeleid van het marktaandeel gemeten over alle zenders. We hebben alleen de uitkomsten voor de Methode Laag gepresenteerd, daar de uitkomsten op basis van deze methode binnen de bandbreedte vallen, terwijl de waarde van de NPO Programmagegevens op basis van de Methode Hoog (marktaandeel alleen gemeten op basis van NPO, RTL en SBS als referentie) de bovenkant van de bandbreedte reflecteert. Omwille van het inzicht binnen de context van de waardebandbreedte, achten we derhalve de Methode Laag als representatiever.

Figuur 2 Gevoeligheidsanalyse m.b.t. Loyaliteitsmarge



Figuur 3 Gevoeligheidsanalyse m.b.t. Winstmarge



1.

Introductie en Achtergrond Opdracht

Introductie en Achtergrond Opdracht

Introductie

- Het Commissariaat voor de Media (“CvdM”) heeft Duff & Phelps B.V. (“D&P” of “wij”) de opdracht (“de Opdracht”) gegeven om een update uit te voeren van de waardering van de programmagegevens van de NPO (“NPO Programmagegevens” of “Object van Waardering”) op basis van de meest recente (beschikbare) informatie ten tijde van het onderzoek. De waarderingsdatum (“Waarderingsdatum”) is 1 januari 2019.
- De update bevat een update van de *Inkomstenbenadering* (*Inkomstenanalyse en Prijsanalyse*) en *Kostenbenadering*, waarbij rekening is gehouden met de 2017 en 2018 financiële resultaten van de omroepen, de specifieke bladkenmerken van de NPO Programmagidsen en de geselecteerde commerciële tijdschriften. Tevens is rekening gehouden met de ontwikkeling van de oplage van de NPO Programmagidsen en de geselecteerde commerciële tijdschriften. Gezien het feit dat de uitkomsten op basis van de Marktbenadering in het verleden niet in ogenschouw zijn genomen voor de Prijsbepaling, hebben we deze benadering voor de onderhavige (2019) update niet aangepast.

Achtergrond Opdracht

- In 2011 is er door het Ministerie van Onderwijs, Cultuur en Wetenschap (“OCW”) aan het CvdM gevraagd om de waarde in het economisch verkeer van de NPO Programmagegevens, welke momenteel commercieel worden geëxploiteerd, te bepalen, evenals een aanbeveling met betrekking tot de prijs voor de publicatielicentie van de NPO Programmagegevens te doen. De waardebepaling en prijsbepaling is uitgevoerd op basis van de randvoorwaarde dat de beschikbaarstelling op evenwichtige en zorgvuldige wijze gebeurt en dat het de mogelijkheid tot exploitatie oplevert voor nieuwe partijen zonder de bestaande partijen te veel schade toe te brengen. Deze randvoorwaarde, aangegeven door de minister van OCW, impliceert dat de waarde en de daaruit volgende prijsstelling moet worden gebaseerd op de waarde economisch verkeer.
- Het CvdM heeft Duff & Phelps destijds gevraagd om een waardebandbreedte te bepalen op basis waarvan het CvdM een bepaalde prijsstelling kon definiëren. Dit heeft uiteindelijk geresulteerd in een prijsstelling (voor de jaren 2012 en 2013, waarbij deze wettelijk per 1 januari 2013 is vastgelegd), welke is opgenomen in de Mediawet artikel 2.139 voor de NPO Programmagegevens.
- Hierbij is een verschil gemaakt tussen de prijs voor het gebruik van NPO Programmagegevens in gedrukte programmagidsen, EPG’s (die door middel van technische voorzieningen de ontvangst van televisieprogramma’s op digitale wijze mogelijk maken, gevoed of verspreid worden) en overige elektronische programmagidsen (Online Media).
- In de aanbeveling van het CvdM aan de minister staat eveneens dat onder een bepaald scenario de prijs elke twee jaar opnieuw vastgesteld moet worden. De minister heeft voor dit specifieke scenario gekozen, waarna in 2013 de prijs opnieuw is vastgesteld voor 2014 en 2015 door het CvdM, alsmede in 2015 voor de jaren 2016 en 2017. In 2017 is dit gebeurd voor de jaren 2018 en 2019.
- In dit document beschrijven wij de waardebepaling van de NPO Programmagegevens conform de methodieken die ook in 2011 tot en met 2017 zijn gehanteerd, met uitzondering van de Marktbenadering welke niet meer zal worden uitgevoerd. Op basis van deze waarderingsmethodieken wordt een voorstel gedaan ten aanzien van de prijsstelling. Deze prijsstelling wordt wederom opgedeeld naar het gebruik van de gegevens, te weten:
 - Gedrukte programmagidsen;
 - Elektronische Programmagidsen/EPG’s;
 - Online Media.

2.

Reikwijdte Onderzoek en Waardering Programmagegevens

Reikwijdte Onderzoek en Waardering Programmagegevens – I

Reikwijdte Onderzoek

- Het CvdM heeft ons gevraagd om een update van de 2017 waardering uit te voeren (zie volgende pagina voor een samenvatting van de 2017 waarderingresultaten en prijspunten), waarbij de methodieken beperkt dienen te worden tot de inkomstenbenadering en kostenbenadering. De waardering dient uitgevoerd te worden binnen de huidige wetgeving.
- Op basis van de geconcludeerde waardebandbreedte wordt een voorstel gedaan voor de prijsstelling voor 2020 en 2021.
- De relevante prijspunten zijn onder andere gebaseerd op de volgende elementen:
 - de geconcludeerde waardebandbreedte;
 - consistentie met de rationale die gehanteerd is door het CvdM van 2011 tot en met 2017;
 - bepaalde aanvullende economische en / of specifieke marktobservaties.
- Programmagegevens worden door de omroepen geproduceerd als onderdeel van het uitvoeren van haar kernactiviteiten. Op basis van de feitelijke beschikking over de gegevens wordt een publicatielicentie verstrekt. De omroepen hebben het recht de gegevens commercieel te exploiteren. De tarieven voor de terbeschikkingstelling van de NPO Programmagegevens zijn vastgelegd in de Mediawet.
- We dienen op te merken dat de commerciële omroepen vrij zijn in de bepaling van haar tarieven voor programmagegevens.
- Het onderzoek, de waardebepaling en de prijsstelling beperken zich tot de Nederlandse markt.

Relevante Definities voor ons Onderzoek

- **Programmagegevens** zijn gedefinieerd als de voor de exploitatie van (*papieren en elektronische*) programmagidsen noodzakelijke informatie over radio- en televisieprogramma's van de NPO, zoals die worden verspreid via de publieke aanbodkanalen. Deze noodzakelijke informatie wordt minimaal zes weken van tevoren ter beschikking gesteld.

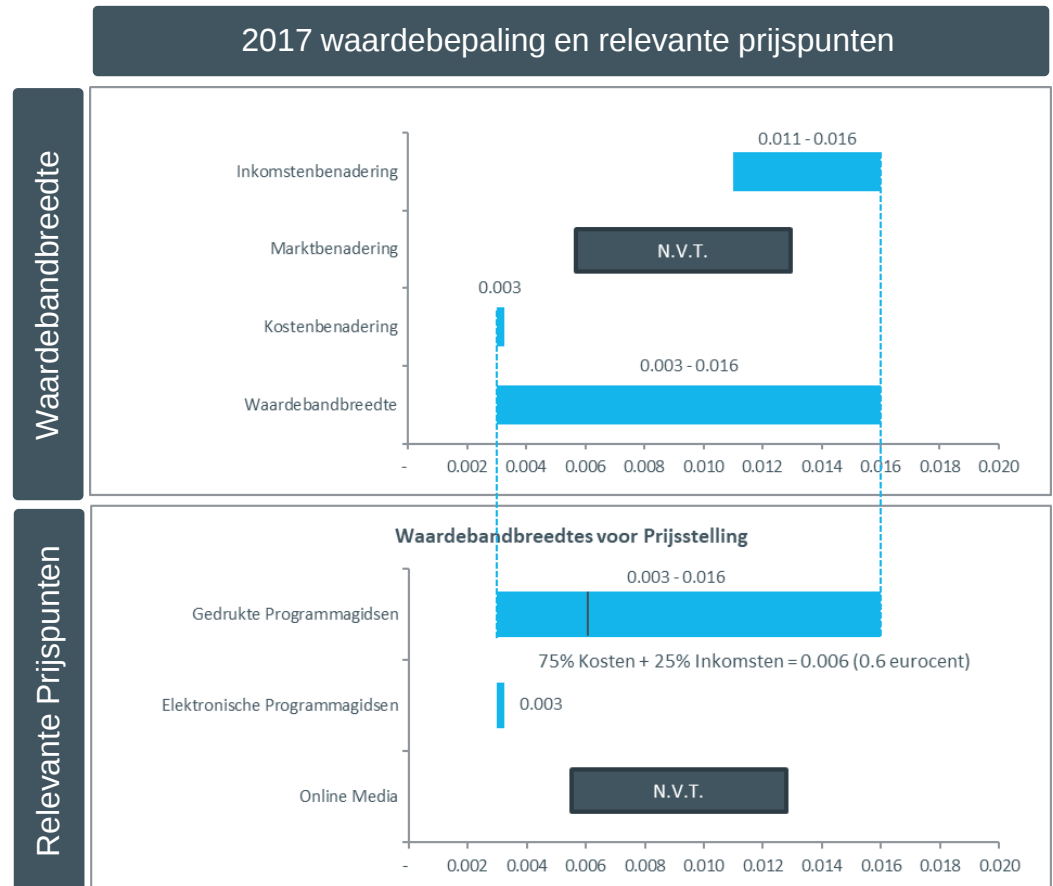
- **Het Object van Waardering betreft een publicatielicentie voor de NPO Programmagegevens in Nederland:**
 - **Gedrukte Media:** Deze publicatielicentie betreft een periode van minimaal een week en maximaal zes weken voor gedrukte media. Voor gedrukte media geldt de grens van minimaal één week. De vergoeding voor minder dan één week is door de NPO afgeleid van bestaande afspraken met exploitanten van dagbladen die golden voor de ingang van de wettelijke tarieven per 1 januari 2013. Dit is in lijn met het streven van de wetgever om middels het vastleggen van wettelijke tarieven de markt te verruimen zonder dat bestaande partijen te veel schade wordt berokkend.
 - **Elektronische programmagidsen/EPG's en Online Media:** Voor de andere media geldt deze grens niet, waardoor er voor de te waarderen licentie voor andere media (Elektronische programmagidsen/EPG's en Online Media) geen periodebeperking is gedefinieerd.
- **Noodzakelijke informatie** is gedefinieerd als de belangrijkste informatie met betrekking tot de programma's, bestaande uit titel, korte beschrijving, omroep, zender, datum, tijdstip en kijkwijzerindicatie, zoals vastgelegd in artikel 2.139 lid 1 van de Mediawet 2008. Met de noodzakelijke informatie wordt niet bedoeld op aanvullende informatie zoals foto's, toelichtingen en dergelijke.
- De **waarde van de NPO Programmagegevens** is voor de Opdracht gedefinieerd als de waarde van de publicatielicentie voor de NPO Programmagegevens in het economisch verkeer. Waarde economisch verkeer is gedefinieerd als: "De prijs waartegen een actief of dienst van een tot een transactie bereid zijnde verkoper naar een tot een transactie bereid zijnde koper over kan gaan. Verondersteld wordt dat zowel koper als verkoper rationeel zijn en kennis hebben van de relevante feiten".
- De definitie van waarde economisch verkeer sluit aan op de Opdracht van de minister van OCW:
 - *De waardebepaling en prijsbepaling dient zodanig gedaan te worden dat de beschikbaarstelling op evenwichtige en zorgvuldige wijze gebeurt en dat het de mogelijkheid tot exploitatie oplevert voor nieuwe partijen zonder de bestaande partijen te veel schade toe te brengen.*

Reikwijdte Onderzoek en Waardering Programmegegevens – II

Waardering en Prijsstelling 2017

- Voor de 2017 waarderingen zijn de volgende waarderingsmethodieken gehanteerd:
 - Inkomstenbenadering:**
 - » Inkomstenanalyse;
 - » Prijsanalyse.
 - Kostenbenadering** (kosten gemaakt door de NPO).
- Op basis van de uitkomsten afgeleid van de gehanteerde waarderingsmethodieken zijn de prijzen afgeleid:
 - Gedrukte Programmagidsen:** 75% Kostenbenadering (onderkant bandbreedte) en 25% Inkomstenbenadering (bovenkant bandbreedte), hetgeen uitkomt op **EUR 0,006**;
 - Elektronische Programmagidsen:** Kostenbenadering;
 - Online Media:** Gebaseerd op prijsstelling 2015 (EUR 1.700) en de procentuele daling van de prijs voor EPG's ($0,004 / 0,003 - 1 = -/ - 25\%$), hetgeen uitkomt op **EUR 1.275**
- Voor de volledigheid worden de 2017 waardebandbreedte en geconcludeerde prijspunten getoond in de nevenstaande figuur.
- Voor de onderhavige (2019) waardering zijn de Inkomstenbenadering en Kostenbenadering wederom toegepast. De Marktbenadering is niet toegepast, hetgeen consistent is met de 2015 en 2017 waardering.

Figuur 4 Waardebepaling 2017 en relevante prijspunten.



3.

Informatiebronnen

Overzicht Informatiebronnen

Informatiebronnen

- Voor onze analyses hebben we gebruik gemaakt van financiële data en andere relevante informatie, die we onder andere via het CvdM hebben verkregen. Tevens hebben we informatie via een aantal andere (publieke) bronnen verzameld en ontvangen.
- Wij hebben geen formele onafhankelijke controle of validatie uitgevoerd ten aanzien van de juistheid van deze informatie. Wij geven derhalve geen zekerheid met betrekking tot de volledigheid en/of juistheid van de informatie. Echter, de gehanteerde informatie kan wel als relevant beschouwd worden voor de onderhavige waarde- en prijsbepaling.
- Voor onze analyses hebben we onder andere de volgende informatiebronnen gebruikt:
 - gesprekken met en aangeleverde stukken door het CvdM;
 - interviews met vertegenwoordigers van de NPO Programmagidsen en de NPO zelf;
 - een interview omtrent de relevantie van de programmeergegevens met Bindinc.
 - jaarrekeningen van AVROTROS, MAX, AKN, AS Media, EO, KRONCRV, NPO, VARA, VPRO, TROSKompas en TROS TV Krant met betrekking tot de periode 2015 – 2018;
 - oplagecijfers met betrekking tot de periode 2011 – 2018 van het Nationaal Onderzoek Multimedia / Het Oplage Instituut;
 - » De oplagecijfers zijn niet beschikbaar voor de commerciële bladen Panorama en Nieuwe Revu.
 - bereikcijfers van het Nationaal Onderzoek Multimedia (Print Monitor 2019-III);
 - een relevante sample van de NPO Programmagidsen met betrekking tot de periode 2018 – 2019;
 - kijkcijfers verkregen via de SKO Jaarrapportages met betrekking tot de periode 2011 – 2018;
 - een relevante sample uit 2019 van de volgende commerciële magazines: Weekend, Panorama, Nieuwe Revu, Story, Privé, Libelle, Margriet, Flair, Viva, Beau Monde, Grazia en Vriendin.
- De tariefkaart van RTL met betrekking tot de publicatielicentie voor de RTL programmeergegevens is niet beschikbaar gesteld.

4.

Oplage-Ontwikkeling Programmagidsen

Oplage-ontwikkeling Programmagidsen

Oplage-ontwikkeling Programmagidsen

- **Tabel 5** en **Tabel 6** geven een overzicht van de ontwikkeling van de jaaroplage van alle programmagidsen voor de periode 2015 – 2018.
- Alle programmagidsen dalen qua oplage over de periode 2015 – 2018, met uitzondering van Max Magazine.
- De oplage-ontwikkeling van de programmagidsen daalt onder andere door:
 - Regulier verloop van klanten waar nagenoeg alle tijdschriften mee te kampen hebben;
 - Nagenoeg geen nieuwe instroom van nieuwe klanten hetgeen specifiek van toepassing is voor de NPO Programmagidsen. We zullen verderop in onze rapportage aantonen dat het klantenbestand van de NPO Programmagidsen sterk vergrijsd, doordat er nagenoeg geen nieuwe klanten meer bij komen;
 - Verdergaande vergrijzing van de klantenbasis, waardoor de kans op bijvoorbeeld verhuizen naar begeleid wonen, maar ook overlijden hoog is. Deze zaken leiden in hoge mate tot het opzeggen van een abonnement.

Max Magazine

- Per begin 2013 is er onder de naam 'Max Magazine' een nieuwe partij toetgetreden op de markt voor gedrukte programmagidsen.
- Deze partij vertoont als enige een (substantiële) groei van de oplage. In 2018 had zij reeds een oplage vergelijkbaar met die van de Mikro Gids.
- De komst van Max Magazine toont aan dat er nog wel vraag is naar gedrukte programmagidsen. Echter, op basis van gesprekken met marktspelers, concluderen wij dat men zich wel moet richten op een bepaalde doelgroep en dat een dergelijke ontwikkeling deels ten koste van de oplage van een andere gedrukte RTV gids kan gaan.

Tabel 5 Totale Verspreide Jaaroplage Gidsen 2015 - 2018

RTV Gids / Magazine	2015	2016	2017	2018	CAGR '15 - '18	CAGR '17 - '18	
Confidentieel	2,923,466	2,795,585	2,696,512	2,634,190	-3.4%	-2.3%	
	8,866,060	8,439,769	8,005,521	7,403,802	-5.8%	-7.5%	
	4,088,722	3,983,120	3,400,936	3,079,384	-9.0%	-9.5%	
	5,241,488	4,852,822	4,508,556	4,222,296	-7.0%	-6.3%	
	13,058,942	11,846,363	10,685,688	9,931,272	-8.7%	-7.1%	
	5,100,251	4,726,910	4,526,097	4,108,305	-7.0%	-9.2%	
	11,743,470	11,388,505	9,875,025	9,202,770	-7.8%	-6.8%	
	8,986,881	8,362,710	8,242,061	7,588,620	-5.5%	-7.9%	
	8,823,087	7,678,061	7,049,530	6,051,915	-11.8%	-14.2%	
	5,025,228	4,510,564	4,028,128	3,702,608	-9.7%	-8.1%	
	7,590,690	7,134,150	6,492,060	6,019,284	-7.4%	-7.3%	
	5,114,865	6,401,376	7,624,752	8,465,568	18.3%	11.0%	
	86,563,150	82,119,933	77,134,866	72,410,014	-5.8%	-6.1%	
	81,448,285	75,718,557	69,510,114	63,944,446	-7.7%	-8.0%	
	Veronica Magazine	18,980,077	15,425,151	12,688,648	10,542,644	-17.8%	-16.9%
	TotaalTV	1,322,776	1,216,592	1,104,922	992,134	-9.1%	-10.2%
Totaal SBS Bladen	20,302,853	16,641,743	13,793,570	11,534,778	-17.2%	-16.4%	

Tabel 6 Groei Jaaroplage 2015 - 2018

RTV Gids / Magazine		2015	2016	2017	2018	Gemiddeld '15 - '18	Gemiddeld '17 - '18
Confidentieel		-2.8%	-4.4%	-3.5%	-2.3%	-3.3%	-2.9%
		-4.8%	-4.8%	-5.1%	-7.5%	-5.6%	-6.3%
		-12.9%	-2.6%	-14.6%	-9.5%	-9.9%	-12.0%
		-7.1%	-7.4%	-7.1%	-6.3%	-7.0%	-6.7%
		-11.0%	-9.3%	-9.8%	-7.1%	-9.3%	-8.4%
		-9.4%	-7.3%	-4.2%	-9.2%	-7.5%	-6.7%
		-12.3%	-3.0%	-13.3%	-6.8%	-8.8%	-10.0%
		-10.1%	-6.9%	-1.4%	-7.9%	-6.6%	-4.7%
		-15.7%	-13.0%	-8.2%	-14.2%	-12.7%	-11.2%
		-11.5%	-10.2%	-10.7%	-8.1%	-10.1%	-9.4%
		-10.9%	-6.0%	-9.0%	-7.3%	-8.3%	-8.1%
		22.9%	25.2%	19.1%	11.0%	19.6%	15.1%
		-9.0%	-5.1%	-6.1%	-6.1%	-6.6%	-6.1%
		-10.5%	-7.0%	-8.2%	-8.0%	-8.4%	-8.1%
	Gemiddelde	-7.1%	-4.2%	-5.7%	-6.3%	-5.8%	-6.0%
Mediaan	-10.5%	-6.5%	-7.6%	-7.4%	-7.9%	-7.4%	
Minimum	-15.7%	-13.0%	-14.6%	-14.2%	-12.7%	-12.0%	
Maximum	22.9%	25.2%	19.1%	11.0%	19.6%	15.1%	
Veronica Magazine		-17.8%	-18.7%	-17.7%	-16.9%	-17.8%	-17.3%
TotaalTV		-5.1%	-8.0%	-9.2%	-10.2%	-8.1%	-9.7%
Totaal SBS Bladen		-17.1%	-18.0%	-17.1%	-16.4%	-17.1%	-16.7%

5.

Waarderingsmethodieken en Aannames

Waarderingsmethodieken en Belangrijke Overwegingen ten aanzien van de Waarde- en Prijsbepaling – I

Waarde vs. Prijs en Financiële data

Introductie

- De Waarde NPO Programmagegevens is voor onze opdracht gedefinieerd als de waarde van de NPO Programmagegevens in het economisch verkeer.
- Waarde economisch verkeer is gedefinieerd als:
 - “De prijs waarvoor een actief of dienst van een tot een transactie bereid zijnde verkoper naar een tot een transactie bereid zijnde koper over kan gaan. Verondersteld wordt dat zowel koper als verkoper rationeel zijn en kennis hebben van de relevante feiten”.
- De Waarde NPO Programmagegevens wordt in de basis uitgedrukt als de waarde per gedrukte programmagids per editie.
- We hebben voor deze basis gekozen, daar dit ons inziens de beste en meest betrouwbare eenheid is om de waardebandbreedte in uit te drukken. Tevens is hier de meest betrouwbare informatie voor beschikbaar.
- De waardebandbreedte (uitgedrukt per gedrukte programmagids per editie) wordt vervolgens gebruikt om de prijs per gedrukte programmagids per editie te bepalen. Tevens wordt de waardebandbreedte gebruikt om de vertaling te maken van waarde naar prijs voor EPG's en online media.

Verschil tussen waarde en prijs

- **Waarde is subjectief:** Waarde wordt gebaseerd op individuele en daarmee subjectieve aannames. Vanwege het subjectieve karakter van een waardering wordt de uitkomst derhalve middels een bandbreedte uitgedrukt.
- **Prijs is objectief:** De prijs is een gegeven volgend uit daadwerkelijk observeerbare transactie(s).
- Op basis van de observatie dat waarde subjectief is en prijs objectief, bepalen wij een waardebandbreedte. Mede op basis van de waardebandbreedte kan een aantal prijsstellingen met betrekking tot de verschillende distributiekanaalen worden afgeleid. De prijsstellingen zullen onder andere gebaseerd worden op de volgende overwegingen:
 - de geconcludeerde waardebandbreedte;
 - consistentie met de rationale die in 2011-2017 gehanteerd is door het CvdM om te komen van de waardebandbreedte naar de relevante prijsstellingen, tenzij dit inmiddels (op onderdelen) achterhaald zou zijn;
 - eventueel bepaalde aanvullende (economische en juridische) marktontwikkelingen om nuances met betrekking tot de eerste twee punten in ogenschouw te nemen.

Financiële Data

- De gehanteerde financiële data zijn overgenomen uit de jaarrekeningen van de programmagidsen met betrekking tot de periode 2015 – 2018, hetgeen de meest recente informatie beschikbaar was ten tijde van het uitvoeren van ons onderzoek.
- Het totale exploitatieresultaat van de programmagidsen kan niet geïnterpreteerd worden als het resultaat dat ten behoeve van de NPO komt. Hierbij is namelijk geen rekening gehouden met eventuele verrekeningen met derden, zoals de verrekening met Sanoma in het geval van Bindinc.
- Voor de bepaling van de Waarde NPO Programmagegevens zijn wij van mening dat het exploitatieresultaat van de programmagidsen als basis moet worden gehanteerd. Eventueel aandeel derden heeft ons inziens geen impact op de Waarde NPO Programmagegevens.

Opmerking inzake de gehanteerde data

- Voor de waardering van de NPO Programmagegevens, hebben wij onder andere de financiële resultaten van de NPO Programmagidsen in ogenschouw genomen.
- Voordat wij de waardering bespreken, willen wij graag twee zaken expliciet benoemen:
 - In de 2015 waardering hebben wij de financiële data met betrekking tot Max Magazine niet in ogenschouw genomen, daar Max Magazine over de jaren 2013-2014 nog te maken had met aanloopverliezen. Voor de huidige analyse hebben wij de financiële data, net als in de analyse van 2017 wel in ogenschouw genomen, daar Max Magazine momenteel een volwaardig marktparticipant is. Voor de jaren 2013-2014 nemen we de data nog steeds niet in ogenschouw voor de waardering, omwille van bovenstaande rede.;
 - Wij hebben onze conclusie primair gebaseerd op de resultaten van de NPO Programmagidsen. Het dient opgemerkt te worden dat door het beperkt aantal marktparticipanten, de resultaten relatief zwaar beïnvloed kunnen worden door een of twee spelers. Daar waar van toepassing houden wij hier rekening mee, door de conclusies te baseren op meerdere jaren.

Waarderingsmethodieken en Belangrijke Overwegingen ten aanzien van de Waarde- en Prijsbepaling – II

Waarderingsmethodieken en Marktaandeel

A. Bepalen Waarde NPO Programmagegevens:

1. Inkomstenbenadering

2. Kostenbenadering

B. Opdelen van de waarde van het volledige spoorboekje op basis van marktaandeel NPO

C. Waarde NPO Programmagegevens

D. Prijs NPO Programmagegevens

A. Waarderingsmethodieken

- Voor het bepalen van de Waarde NPO Programmagegevens hebben we de volgende methodieken gehanteerd:
 - **Inkomstenbenadering:** De waarde wordt afgeleid op basis van de:
 1. **Inkomstenanalyse:** Inkomsten die kunnen worden toegewezen aan de NPO Programmagegevens;
 2. **Prijsanalyse:** Prijs die de consument bereid is te betalen voor de NPO Programmagegevens minus de kosten die kunnen worden toegewezen aan de NPO Programmagegevens (inclusief correctie winstmarge en loyaliteitsmarge).
 - **Kostenbenadering:** De waarde wordt met name gebaseerd op de extra kosten die gemaakt worden door de NPO en de publieke omroepen voor het opstellen en leveren van de programmagegevens ten behoeve van de afnemers van de informatie en een redelijk rendement dat behaald mag worden op deze kosten.
- Op basis van de verschillende benaderingen hebben we de waarde van de programmagegevens (het complete spoorboekje) bepaald.
 - » Let op: de Marktbenadering is niet toegepast, aangezien de uitkomsten op basis van de Marktbenadering in voorgaande analyses niet zijn toegepast en/of niet tot uitkomsten heeft geleid die wat ons betreft informatief zijn.

B. Opdelen op basis van Marktaandeel

- De Waarde NPO Programmagegevens is (voor de Inkomstenbenaderingen) afgeleid van de *totale waarde* van programmagegevens voor alle kanalen (radio en televisie) en het *marktaandeel* van de NPO.
- Het *marktaandeel* is *alleen gebaseerd op de kijkcijfers* en niet op het marktaandeel met betrekking tot de radio (luistercijfers), daar het de aanname is dat de programmagidsen voornamelijk gekocht worden voor programmagegevens met betrekking tot de televisie.
- Het NPO marktaandeel is op twee manieren bepaald:
 - “Methode Laag”: het marktaandeel is bepaald op basis van het daadwerkelijke marktaandeel van de NPO.
 - “Methode Hoog”: het marktaandeel is gecorrigeerd door het hanteren van een andere definitie van de markt, waarbij de relevante markt is gedefinieerd als NPO, SBS en RTL.

Waarderingsmethodieken en Belangrijke Overwegingen ten aanzien van de Waarde- en Prijsbepaling – III

Marktaandeel en Waardebepaling

A. Bepalen Waarde NPO Programmagegevens:

1. Inkomstenbenadering

2. Kostenbenadering

B. Opdelen van de waarde van het volledige spoorboekje op basis van marktaandeel NPO

C. Waarde NPO Programmagegevens

D. Prijs NPO Programmagegevens

B. Opdelen op basis van Marktaandeel (Vervolg)

- Tabel 7** geeft een overzicht van de marktaandelen op basis van de twee benaderingen. Dit overzicht laat zien dat de methode een relatief grote impact heeft op de Waarde NPO Programmagegevens aangezien methode Hoog een marktaandeel NPO oplevert, dat in 2018 15.5% en gemiddeld, voor de periode 2015-2018, 14,0% hoger is dan het marktaandeel NPO volgens de methode Laag.
- Voor de afleiding van de waarde van de NPO Programmagegevens uit de totale waarde programmagegevens op basis van **methode Laag** en **methode Hoog** wordt het gemiddelde marktaandeel voor de periode 2015 – 2018 gehanteerd.

Tabel 7 Marktaandelen 2015 - 2018

	2015	2016	2017	2018	Gemiddeld '15 - '18
Marktaandeel - Alle zenders (Methode Laag) (1)					
NPO	30.6%	32.1%	31.6%	32.0%	31.6%
RTL	24.9%	23.6%	23.4%	20.9%	23.2%
SBS	14.6%	14.6%	14.4%	14.4%	14.5%
Overig	29.9%	29.7%	30.6%	32.7%	30.7%
Totaal	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Marktaandeel - NPO, RTL en SBS (Methode Hoog) (2)					
NPO	43.7%	45.7%	45.5%	47.5%	45.6%
RTL	35.5%	33.6%	33.7%	31.1%	33.5%
SBS	20.8%	20.8%	20.7%	21.4%	20.9%
Totaal	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
(1)	Weging op basis van het marktaandeel op basis van de kijkcijfers van de SKO Jaarportages				
(2)	Weging op basis van het totaal NPO, RTL en SBS				

C. Waardebepaling NPO Programmagegevens voor verschillende distributiekkanalen

- Op basis van de verschillende waarderingsmethodieken hebben wij een waardebandbreedte bepaald. Deze waardebandbreedte is per saldo het resultaat van wat er wordt betaald voor programmagidsen, de winst die wordt gerealiseerd door de programmagidsen als ook de kosten die gemaakt worden om de programmagegevens op te stellen en te distribueren.
- De Kostenbenadering geeft doorgaans een redelijke indicatie van de onderkant van de waarde van het te waarderen object, daar deze methodiek geen rekening houdt met de uniekheid en schaarste van het object van waardering.

D. Prijsbepaling en Aandachtspunten

- De relevante prijsstellingen zijn afgeleid van de geconcludeerde waardebandbreedte, waarbij we onder andere de consistentie met de vorige prijsstellingen en bepaalde economische overwegingen in ogenschouw nemen.

6.

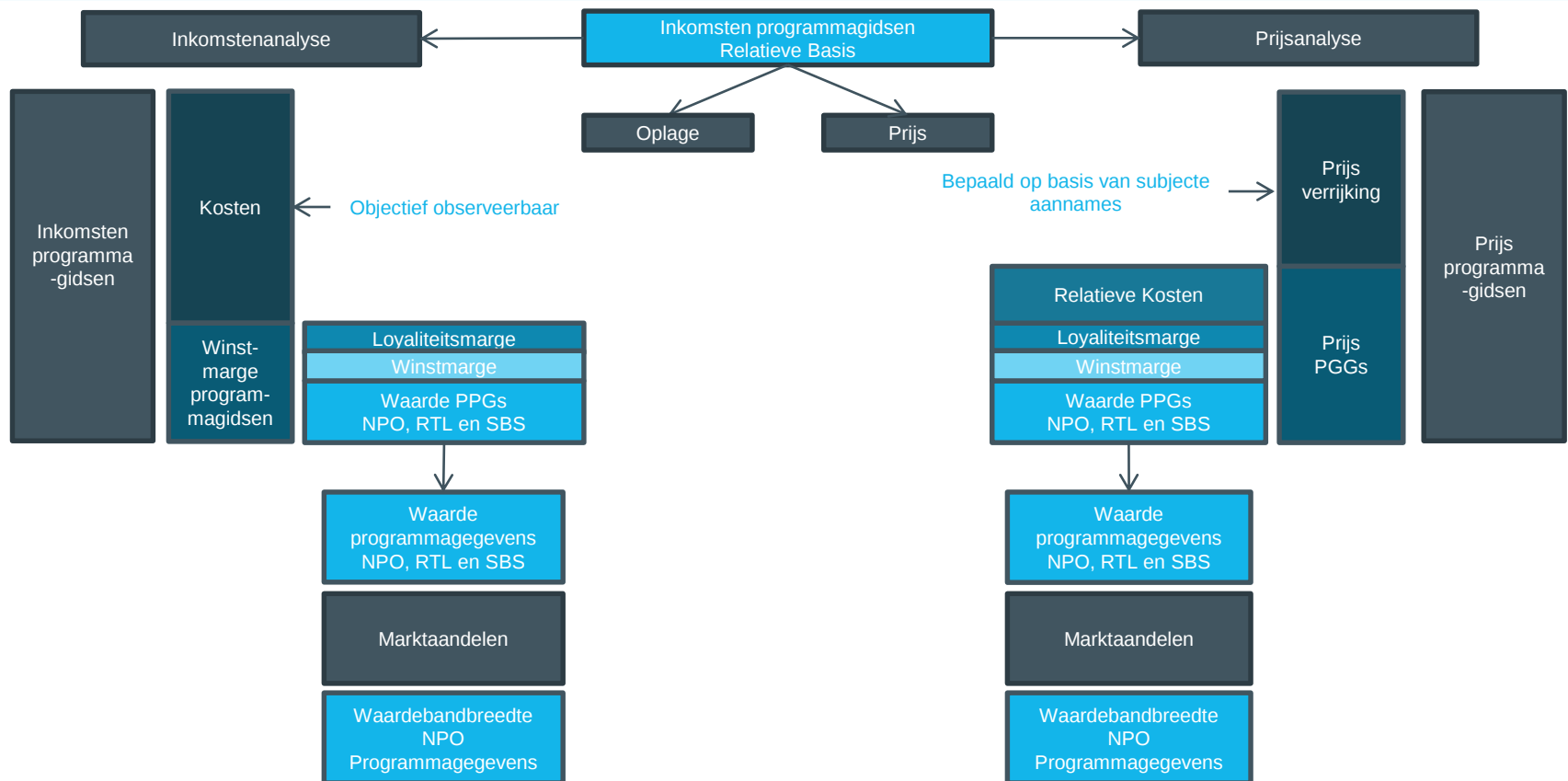
Inkomstenbenadering

Introductie Inkomstenbenadering: Prijsanalyse en Inkomstenanalyse

Introductie

- Onderstaand schematisch overzicht geeft aan hoe invulling gegeven wordt aan de Inkomsten- en Prijsanalyse. Voor het uitvoeren van deze methodieken hebben we gekeken naar de relevante parameters met betrekking tot gedrukte programmagidsen, daar betrouwbare informatie met betrekking tot de relevante parameters voor andere distributievormen minder beschikbaar is. Dit impliceert dat de onderbouwing van de relevante waarderingsparameters ook gebaseerd moet worden op observaties met betrekking tot tijdschriften (het segment) en papieren programmagidsen.
- Voor de uitwerking van de twee Inkomstenbenaderingen zijn onder andere de volgende parameters van groot belang: *prijs programmagidsen*, *prijs verrijking*, *kosten*, *loyaliteitsmarge* en *winstmarge*. Hierbij dient opgemerkt te worden dat de waardebandbreedte op basis van de Inkomstenanalyse minder gevoelig is voor nuanceringen met betrekking tot deze waarderingsparameters dan de Prijsanalyse. Deze gevoeligheid heeft met name betrekking op de aanname met betrekking tot de prijs van de verrijking. Voor de uitwerking van de Prijsanalyse kijken we derhalve ook naar de consistentie met de uitkomsten op basis van de Inkomstenanalyse.
- We achten de waardebandbreedte op basis van de Inkomstenanalyse dan ook superieur aan die van de Prijsanalyse, omdat deze bandbreedte robuuster is en gebaseerd is op minder (subjectieve) aannames.

Primaire Inkomstenbenadering



Secundaire Inkomstenbenadering

Aannames Loyaliteitsmarge en Genormaliseerde Winstmarge – I

Aannames Loyaliteitsmarge en Genormaliseerde Winstmarge

- Conform aangegeven in het overzicht gepresenteerd op de vorige pagina, kan de waarde in het economisch verkeer van de NPO Programmagegevens bepaald worden op basis van de inkomsten die ermee gerealiseerd (kunnen) worden (ingeschat door middel van prijs of direct via omzet) minus de operationele kosten die gemaakt moeten worden om het product te realiseren en een afslag voor twee componenten die gesepareerd moeten worden van de waarde van de NPO Programmagegevens, te weten:

- De **genormaliseerde winstmarge**; en
- De **loyaliteitsmarge**.

1: Genormaliseerde Winstmarge:

- Tabel 8** toont de operationele winstmarges van diverse geselecteerde commerciële uitgevers van tijdschriften. De gemiddelde winstmarge gemeten over de afgelopen vier jaar is **10,5% (A)**.
- We hebben de volgende opmerkingen met betrekking tot de winstmarges van de geselecteerde commerciële ondernemingen:
 - » De activiteiten van de 'geselecteerde ondernemingen' zijn in veel gevallen niet volledig vergelijkbaar met die van een onderneming die zich volledig richt op het uitgeven van een tijdschrift. Echter, we achten deze benchmarkanalyse wel zinvol om inzicht te krijgen in de genormaliseerde winstmarge van een commerciële uitgever van tijdschriften.
 - » De gepresenteerde winstmarges zijn de marges van de betreffende segmenten en niet van de onderneming in zijn geheel.
 - » We hebben de resultaten niet opgeschoond voor eenmalige baten / kosten, daar we dit ook niet hebben gedaan voor de resultaten van de NPO programmagesiden.

Tabel 8 Operationele Winstmarge Commerciële Uitgevers 2015 - 2018

	2015	2016	2017	2018	Gemiddeld '15 - '18
Sanoma Media	30.0%	28.8%	24.7%	24.8%	27.1%
Telegraaf Media Nederland	27.5%	24.6%	-3.0%	7.5%	14.1%
Lagardere Active	9.1%	8.9%	8.1%	8.6%	8.7%
Roularta Media Group	6.1%	7.0%	0.8%	2.3%	4.0%
WPG Uitgevers B.V.	1.9%	-0.1%	1.0%	4.4%	1.8%
Arnoldo Mondadori Editore	5.6%	5.7%	4.5%	4.1%	5.0%
Axel Springer AG	14.1%	14.5%	14.5%	15.3%	14.6%
Bertelsmann	8.1%	8.7%	9.6%	9.7%	9.0%
Minimum	1.9%	-0.1%	-3.0%	2.3%	1.8%
Gemiddelde	12.8%	12.3%	7.5%	9.6%	(A) 10.5%
Mediaan	8.6%	8.8%	6.3%	8.0%	8.9%
Maximum	30.0%	28.8%	24.7%	24.8%	27.1%

Tabel 9 Relatieve Omzet Veranderingen Commerciële Uitgevers 2015 - 2018

	2015	2016	2017	2018	CAGR '15 - '18
Sanoma Media	8.7%	-3.2%	-2.1%	-1.0%	0.5%
Telegraaf Media Nederland	-15.7%	-9.3%	-14.5%	-5.5%	-11.3%
Lagardere Active	-14.0%	-4.7%	-22.1%	2.6%	-10.0%
Roularta Media Group	-3.6%	-4.2%	-27.6%	7.9%	-7.8%
WPG Uitgevers B.V.	-9.0%	0.0%	-1.9%	-17.3%	-7.3%
Arnoldo Mondadori Editore	-1.1%	0.3%	-48.4%	-12.0%	-18.1%
Axel Springer AG	1.3%	-6.4%	1.9%	-0.9%	-1.1%
Bertelsmann	-7.8%	-1.9%	-4.2%	-4.8%	-4.7%
Minimum	-15.7%	-9.3%	-48.4%	-17.3%	-18.1%
Gemiddelde	-5.1%	-3.7%	-14.9%	-3.9%	-7.5%
Mediaan	-5.7%	-3.7%	-9.4%	-2.9%	-7.6%
Maximum	8.7%	0.3%	1.9%	7.9%	0.5%

(1) Arnoldo Mondadori Editore zakt in 2017 ver in de min doordat het bedrijf gestopt is met het uitgeven van haar blad in Frankrijk. Als je hiervoor corrigeert is de gemiddelde omzet daling gelijk aan -5,6%

Aannames Loyaliteitsmarge en Genormaliseerde Winstmarge – II

Aannames Loyaliteitsmarge en Genormaliseerde Winstmarge (Vervolg)

• 1: Genormaliseerde Winstmarge (Vervolg):

- De operationele winstmarge van de commerciële uitgevers fluctueert rond het gemiddelde van 10,5%, ondanks de dalende omzet zoals weergegeven in **Tabel 9**.
- Op basis van bovenstaande marktobservaties is het onze aanname dat een tijdschrift met een zekere merknaambekendheid een winstmarge van ongeveer 10,0% zou moeten kunnen realiseren.
- Hierbij dient opgemerkt te worden dat de (gemiddelde) operationele winstmarge bandbreedte 1,8% tot 27,1% bedraagt voor de periode 2015 – 2018, en derhalve sterk kan variëren (zowel per tijdschrift als per jaar). De brede bandbreedte kan onder andere verklaard worden door:
 - » de content van de tijdschriften;
 - » de relatieve (toegevoegde) waarde van de merknaam;
 - » de loyaliteit van de klanten; en
 - » operationele under- / overperformance, gedreven door prijs- en / of kostenniveaus.
- Op basis van de verschillende observaties achten wij het niet onredelijk dat een genormaliseerde operationele winstmarge voor een tijdschrift 10,0% bedraagt. Dit is in lijn met de aanname met betrekking tot de genormaliseerde winstmarge zoals gehanteerd voor de 2017 analyse.
- **Wij hebben dan ook als base case aanname voor de onderhavige waardering een genormaliseerde winstmarge van 10,0% gehanteerd.**

Tabel 8 Operationele Winstmarge Commerciële Uitgevers 2015 - 2018

	2015	2016	2017	2018	Gemiddeld '15 - '18
Sanoma Media	30.0%	28.8%	24.7%	24.8%	27.1%
Telegraaf Media Nederland	27.5%	24.6%	-3.0%	7.5%	14.1%
Lagardere Active	9.1%	8.9%	8.1%	8.6%	8.7%
Roularta Media Group	6.1%	7.0%	0.8%	2.3%	4.0%
WPG Uitgevers B.V.	1.9%	-0.1%	1.0%	4.4%	1.8%
Arnoldo Mondadori Editore	5.6%	5.7%	4.5%	4.1%	5.0%
Axel Springer AG	14.1%	14.5%	14.5%	15.3%	14.6%
Bertelsmann	8.1%	8.7%	9.6%	9.7%	9.0%
Minimum	1.9%	-0.1%	-3.0%	2.3%	1.8%
Gemiddelde	12.8%	12.3%	7.5%	9.6%	10.5%
Mediaan	8.6%	8.8%	6.3%	8.0%	8.9%
Maximum	30.0%	28.8%	24.7%	24.8%	27.1%

Tabel 9 Relatieve Omzet Veranderingen Commerciële Uitgevers 2015 - 2018

	2015	2016	2017	2018	CAGR '15 - '18
Sanoma Media	8.7%	-3.2%	-2.1%	-1.0%	0.5%
Telegraaf Media Nederland	-15.7%	-9.3%	-14.5%	-5.5%	-11.3%
Lagardere Active	-14.0%	-4.7%	-22.1%	2.6%	-10.0%
Roularta Media Group	-3.6%	-4.2%	-27.6%	7.9%	-7.8%
WPG Uitgevers B.V.	-9.0%	0.0%	-1.9%	-17.3%	-7.3%
Arnoldo Mondadori Editore	-1.1%	0.3%	-48.4%	-12.0%	-18.1%
Axel Springer AG	1.3%	-6.4%	1.9%	-0.9%	-1.1%
Bertelsmann	-7.8%	-1.9%	-4.2%	-4.8%	-4.7%
Minimum	-15.7%	-9.3%	-48.4%	-17.3%	-18.1%
Gemiddelde	-5.1%	-3.7%	-14.9%	-3.9%	-7.5%
Mediaan	-5.7%	-3.7%	-9.4%	-2.9%	-7.6%
Maximum	8.7%	0.3%	1.9%	7.9%	0.5%

(1) Arnoldo Mondadori Editore zakt in 2017 ver in de min doordat het bedrijf gestopt is met het uitgeven van haar blad in Frankrijk. Als je hiervoor corrigeert is de gemiddelde omzet daling gelijk aan -5,6%

Aannames Loyaliteitsmarge en Genormaliseerde Winstmarge – III

Aannames Loyaliteitsmarge en Genormaliseerde Winstmarge (Vervolg)

- De waarde in het economisch verkeer van de NPO Programmagegevens kan worden bepaald op basis van de inkomsten die er mee gerealiseerd (kunnen) worden (ingeschat door middel van prijs of direct via omzet) minus de operationele kosten die gemaakt moeten worden om het product te realiseren en een afslag voor twee componenten waarvan de waarde niet is opgenomen in de waarde van de NPO Programmagegevens, te weten:
 1. De **genormaliseerde winstmarge**; en
 2. De **loyaliteitsmarge**.
- **2: Loyaliteitsmarge:**
 - De loyaliteitsmarge relateert aan de aanname dat een klant bereid is een hogere prijs te betalen dan rationeel verklaard kan worden op basis van de reguliere winstmarges voor vergelijkbare tijdschriften. Een dergelijke premie is onder andere van toepassing bij ondernemingen met een sterke merknaam en bij verenigingen. De sterke merknaam leidt tot premium-pricing, tot grotere volumes of tot een combinatie hiervan.
 - De loyaliteit kan bij de programmagidsen onder andere geobserveerd worden bij de volgende items:
 1. **Leeftijdsopbouw** van het klantenbestand: relatief oud klantenbestand impliceert relatief hoge mate van loyaliteit;
 2. **Leeftijdsontwikkeling** van het klantenbestand: consistente stijging van de leeftijd impliceert stijging van de loyaliteit;
 3. **Winstmarges** van de programmagidsen: relatief hoge marge impliceert relatief hoge mate van loyaliteit;
 4. **Prijsontwikkeling** van de programmagidsen: relatief hoge stijging impliceert stijging van de loyaliteit en hoge mate van loyaliteit.

Aannames Loyaliteitsmarge en Genormaliseerde Winstmarge – IV

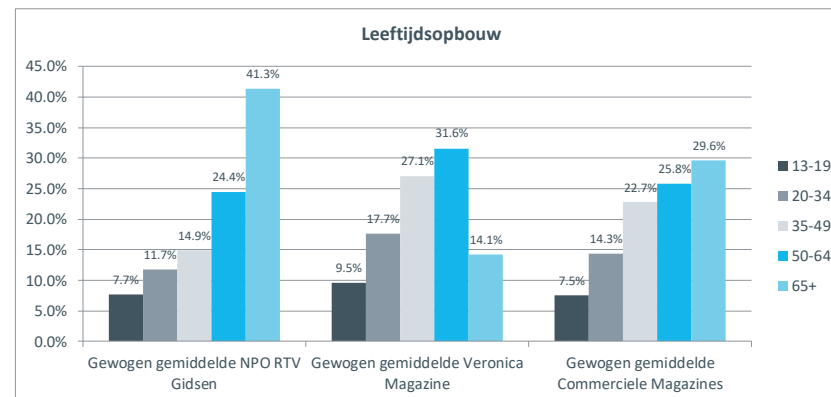
Aannames Loyaliteitsmarge en Genormaliseerde Winstmarge (Vervolg)

• 2: Loyaliteitsmarge (Vervolg):

– Ad 1: Leeftijdsofbouw Klantenbestand:

- » Als gekeken wordt naar de leeftijdsopbouw van het klantenbestand van de NPO programmagidsen, zoals getoond in **Figuur 5**, is op te merken dat het aandeel 50 jaar of ouder dan wel het aandeel 65 jaar of ouder bij de NPO Programmagidsen hoger is dan bij de commerciële tijdschriften.
- » Bijvoorbeeld; bij de NPO Programmagidsen is 41,3% ouder dan 65, terwijl dit 29,6% is bij de geselecteerde commerciële tijdschriften.
- » De gemiddeld hogere leeftijd van het klantenbestand van de NPO Programmagidsen suggereert dat de gemiddelde klant relatief lang een abonnement heeft, hetgeen op haar beurt een hogere mate van loyaliteit suggereert.
- » Wanneer gekeken wordt naar de gemiddelde jaarlijkse oplagedalingen van de NPO Programmagidsen in vergelijking met die van de commerciële tijdschriften, blijkt dat de daling van de NPO Programmagidsen hoger is dan die van commerciële tijdschriften voor de periode 2015 – 2018 (respectievelijk 7,7% en 6,6%), zoals aangetoond in **Tabel 10**.
- » Indien de oplagedalingen gecorrigeerd worden voor opzeggingen veroorzaakt door het overlijden van de klant, ingeschat middels data met betrekking tot de sterftkans en bevolkingsopbouw, leidt dit tot de observatie dat de oplagedalingen bij de NPO Programmagidsen die van de commerciële magazines nadert (respectievelijk 6,6% en 6,1%). Indien we deze daling in het licht plaatsen van een afnemende relevantie van de programmeergegevens, dan is deze daling relatief laag, hetgeen verklaard kan worden door de loyaliteit.
- » We kunnen derhalve stellen dat de verschillen in leeftijdsopbouw van het klantenbestand (op basis van bepaalde aannames) suggereren dat er sprake is van loyaliteitsverschillen, waarbij op basis van de leeftijdsopbouw aangenomen kan worden dat het klantenbestand van de NPO Programmagidsen als meest loyaal beschouwd kan worden.
- » Op de volgende pagina, tonen we aan dat er weinig tot geen sprake is van instroom van nieuwe (jongere) klanten bij de NPO Programmagidsen. Deze observatie bevestigt de aanname dat de NPO Programmagidsen een relatief loyaal klantenbestand hebben, die bestaat uit klanten die reeds vele jaren klant zijn.

Figuur 5 Leeftijdsofbouw NPO Gidsen, Veronica en Commerciële Magazines



Tabel 10 Totale Jaaroplage, Groei, en Sterftecorrectie 2015 - 2018

Programmagids / Magazine	2015	2016	2017	2018	CAGR '15 - '18
NPO Programmagidsen	81,448,285	75,718,557	69,510,114	63,944,446	-7.7%
Veronica Magazine	18,980,077	15,425,151	12,688,648	10,542,644	-17.8%
Commerciële Magazines	60,743,537	57,288,642	51,711,197	49,455,842	-6.6%
NPO Programmagidsen	-10.5%	-7.0%	-8.2%	-8.0%	-7.7%
Veronica Magazine	-17.8%	-18.7%	-17.7%	-16.9%	-17.8%
Commerciële Magazines	-9.4%	-5.7%	-9.7%	-4.4%	-6.6%
Gecorrigeerde % Oplagedaling					
NPO Programmagidsen	-8.6%	-5.5%	-6.3%	-6.0%	-6.6%
Veronica Magazine	-16.2%	-16.8%	-15.4%	-14.2%	-15.6%
Commerciële Magazines	-8.2%	-4.7%	-8.2%	-3.3%	-6.1%

- (1) Let op: de commerciële magazines bestaan uit: Autoweek, Beau Monde, Flair, Grazia, Libelle, Margriet, Prive, Story, Viva en Weekend. Voor Panorama en Nieuwe Revu is geen data beschikbaar en zijn daarom weggelaten uit bovenstaande analyse.
- (2) De totale jaaroplage is exclusief Max Magazine
- (3) Bron: Oplagecijfers van HOI en Bevolkingsopbouw en Sterftkans data van het CBS.

Aannames Loyaliteitsmarge en Genormaliseerde Winstmarge – V

Aannames Loyaliteitsmarge en Genormaliseerde Winstmarge (Vervolg)

• 2: Loyaliteitsmarge (Vervolg):

– Ad 2: Leeftijdsonwikkeling Klantenbestand:

- » **Tabel 11** en **Tabel 12** tonen de leeftijdsopbouw van het klantenbestand op relatieve en absolute basis voor 2016 en 2018.
- » De volgende trends zijn waarneembaar:
 - Bij een loyaal klantenbestand (bijvoorbeeld geen opzeggingen en alleen nieuwe leden) kan verwacht worden dat 1 jaar later de populatie 1 jaar ouder is geworden, dus een daling van de jongste categorie, een stijging van de oudste categorie en verder een kleine daling (c.q. stijging) van de oudere categorie als de ernaast gelegen jongere categorie een lager (c.q. hoger) deel van het totaal heeft. Aan dit beeld voldoen het Veronica Magazine en de commerciële magazines (stijging van respectievelijk 1,3 jaar en 0,4 jaar).
 - De gewogen gemiddelde leeftijd van de abonnees van de NPO RTV Gidsen daalt in 2018 echter met 0,2 jaar vergeleken met 2016, hoewel de NPO RTV Gidsen in 2018 een groter percentage van de abonnees in de 65+ categorie hebben vergeleken met dezelfde groep in 2016.
 - Dit komt door de ontwikkeling van de jongste leeftijdsgroep van de RTV Gidsen. De groep van 13-19 laat een kleine stijging van de abonnees zien.
- » De combinatie van i) een oplagedaling van de NPO Programmagidsen die gelijk is aan de daling van de commerciële tijdschriften en ii) de ontwikkeling van het percentage abonnees in de 65+ groep impliceert ons inziens dat de loyaliteit is gestegen. Immers, er zijn weinig tot geen nieuwe klanten bijgekomen en er kan aangenomen worden dat de loyaalste klanten het langst klant blijven, oftewel, de relatief minder loyale klanten vallen eerder af, waardoor de gemiddelde loyaliteit stijgt.

Tabel 11 Leeftijdsopbouw Analyse 2019

Leeftijd (1) Point Estimate		13-19 16	20-34 27	35-49 42	50-64 57	65+ 70	Gewogen Gemiddelde		2018 Oplage
NPO RTV Gidsen	<i>Relatieve Split</i>	7.7%	11.7%	14.9%	24.4%	41.3%	53.5	-0.2	
	<i>Absoluut # Lezers</i>	4,911,367	7,483,066	9,513,356	15,604,224	26,413,097			63,944,446
Veronica Magazine	<i>Relatieve Split</i>	9.5%	17.7%	27.1%	31.6%	14.1%	45.6	1.3	
	<i>Absoluut # Lezers</i>	1,002,837	1,864,248	2,854,228	3,329,933	1,491,398			10,542,644
Commerciële Magazines (2)	<i>Relatieve Split</i>	7.5%	14.3%	22.7%	25.8%	29.6%	50.1	0.4	
	<i>Absoluut # Lezers</i>	3,730,964	7,077,857	11,247,758	12,777,178	14,628,943			49,455,842

Tabel 12 Leeftijdsopbouw Analyse 2017

Leeftijd (1) Point Estimate		13-19 16	20-34 27	35-49 42	50-64 57	65+ 70	Gewogen Gemiddelde	Verandering	2016 Oplage
NPO RTV Gidsen	<i>Relatieve Split</i>	6.3%	11.7%	15.2%	28.0%	38.7%	53.6		
	<i>Absoluut # Lezers</i>	4,787,264	8,876,385	11,529,327	21,203,590	29,321,991			75,718,557
Veronica Magazine	<i>Relatieve Split</i>	10.3%	19.7%	27.5%	31.2%	11.4%	44.2		
	<i>Absoluut # Lezers</i>	1,582,067	3,037,568	4,239,939	4,809,483	1,756,094			15,425,151
Commerciële Magazines (2)	<i>Relatieve Split</i>	6.3%	15.6%	24.0%	26.7%	27.4%	49.7		
	<i>Absoluut # Lezers</i>	3,598,701	8,925,971	13,776,395	15,296,343	15,691,231			57,288,642

(1) Bron: Nationaal Onderzoek Multimedia Print Monitor 2019-III: Gemiddeld Bereik 13+

(2) Absoluut # Lezers is exclusief Panorama en Nieuwe Revu

(3) Oplage is exclusief Max Magazine, daar het NOM hier geen data van publiceert

(4) De percentages van de analyse van 2017 zijn veranderd door het gebruik van een verbeterde methodiek

Aannames Loyaliteitsmarge en Genormaliseerde Winstmarge – VI

Aannames Loyaliteitsmarge en Genormaliseerde Winstmarge (Vervolg)

• 2: Loyaliteitsmarge (Vervolg):

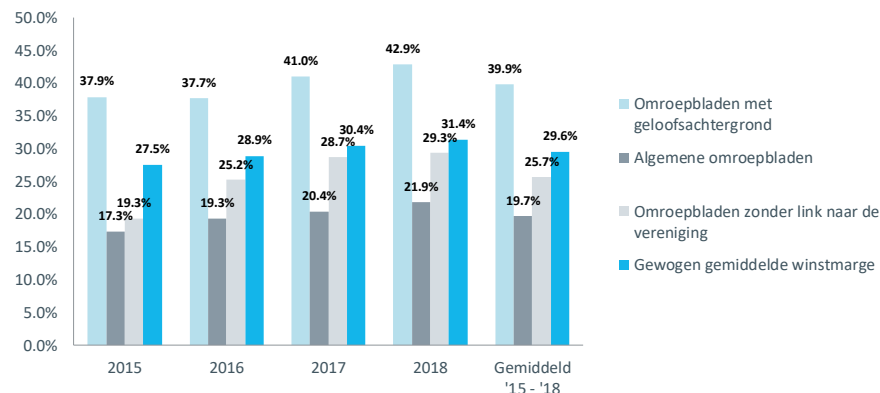
– Ad 3: Winstmarges:

- » De gewogen gemiddelde winstmarge over de afgelopen vier jaar bedraagt **29,6%** en is gestegen over deze periode ondanks de continuering van de oplagedaling, hetgeen op haar beurt een hogere mate van loyaliteit suggereert.
- » Wanneer nader wordt ingegaan op de individuele winstmarges, valt op te merken dat een aantal programmagidsen een hoge winstmarge weet te behalen, te weten de programmagidsen waarvan de vereniging (omroep) een *geloofsachtergrond* heeft.
- » De programmagidsen zonder een geloofsachtergrond of een duidelijke link naar een omroep realiseren een duidelijk lagere winstmarge (aangemerkt als '*zonder directe link*').
- » Deze observaties worden getoond in **Tabel 13** en **Figuur 6**, waarin de winstmarges voor de programmagidsen vanaf 2015 worden gepresenteerd, opgedeeld naar de drie benoemde categorieën en alle programmagidsen tezamen.
- » Van de programmagidsen *zonder directe link*, kan worden aangenomen dat de klanten een relatief lage loyaliteit jegens de programmagidsen hebben. Opmerkelijk is echter wel dat de winstmarge in lijn is met die van de programmagidsen gecategoriseerd als *algemeen*. Dit kan verklaard worden door de insteek; de programmagidsen *zonder directe link* richten zich echt op de kern van het product, gaan heel bewust om met de kosten en winst is in principe het 'enige' doel, waarbij de programmagidsen *algemeen* meerderde doelen hebben en winst niet de primaire doelstelling is.
- » Van de programmagidsen met een duidelijk link naar een omroep door middel van een *geloofsachtergrond* kan worden aangenomen dat deze een relatief hoge klantenloyaliteit kennen. Dit uit zich onder andere in een relatief hoge winstmarge.

Tabel 13 Operationele Winstmarge per RTV Gids 2015 - 2018

Gids	Programmagids Categorie	2015	2016	2017	2018	Gemiddeld '15 - '18	Gemiddeld '17 - '18
Confidentieel	Algemeen	16.9%	19.7%	23.2%	29.0%	22.2%	26.1%
	Algemeen	36.9%	39.9%	37.3%	38.1%	38.1%	37.7%
	Algemeen	11.7%	12.2%	15.8%	6.6%	11.6%	11.2%
	Algemeen	32.3%	37.4%	36.2%	33.8%	34.9%	35.0%
	Algemeen	-0.8%	-1.0%	-1.5%	4.3%	0.3%	1.4%
	Algemeen	6.9%	7.9%	11.4%	19.2%	11.3%	15.3%
	Geloofsachtergrond	32.7%	32.1%	34.9%	32.0%	32.9%	33.5%
	Geloofsachtergrond	34.5%	36.3%	39.9%	42.7%	38.3%	41.3%
	Geloofsachtergrond	41.2%	40.4%	44.3%	47.7%	43.4%	46.0%
	Geloofsachtergrond	43.3%	41.9%	44.8%	49.2%	44.8%	47.0%
	Zonder Directe Link	25.6%	28.4%	26.3%	26.3%	26.6%	26.3%
	Zonder Directe Link	13.1%	22.0%	31.2%	32.4%	24.7%	31.8%
	Gewogen gemiddelde winstmarge	27.5%	28.9%	30.4%	31.4%	29.6%	30.9%

Figuur 6 Operationele Winstmarge per Jaar



Aannames Loyaliteitsmarge en Genormaliseerde Winstmarge – VII

Aannames Loyaliteitsmarge en Genormaliseerde Winstmarge (Vervolg)

• 2: Loyaliteitsmarge (Vervolg):

– Ad 4: Prijsontwikkeling (ten opzichte van de commerciële tijdschriften):

- » De programmagidsen verschillen onderling niet voor wat betreft de programmegegevens (het Spoorboekje).
- » Hierdoor kan worden aangenomen dat een indicatie van de gewogen gemiddelde loyaliteitsmarge verkregen kan worden door de gemiddelde prijsstijging van NPO Programmagidsen te vergelijken met de prijsstijging van de commerciële tijdschriften waarbij loyaliteit naar verwachting niet of in mindere mate van toepassing is.
- » Tabel 14 geeft de jaarlijkse (recente) groei van de abonnementsprijzen van 2017 – 2019 weer van de zowel de commerciële tijdschriften als de RTV gidsen.
- » We vergelijken de jaarlijkse prijsgroei van de Programmagidsen met de prijsgroei van het eerste kwartiel van de commerciële tijdschriften (geïdentificeerd als onderdeel van de Inkomstenbenadering - Prijsanalyse) van de commerciële tijdschriften om te bepalen in hoeverre de prijsstijging wordt gedekt door de loyaliteitsmarge.
- » Het verschil is 2,4% als wordt gekeken naar de mediaan (A), hetgeen geïnterpreteerd kan worden als een verdergaande ontwikkeling van de stijging van de loyaliteit.

Tabel 14 CAGR Abonnementsprijzen

Comm. Tijdschriften	CAGR	RTV Gidsen	CAGR
Weekend	0.7%	Televizier	3.4%
Panorama	3.7%	AVRO bode	-0.9%
Nieuwe Revu	-0.5%	TV film	4.2%
Story	3.5%	Visie	1.2%
Prive	20.4%	KRO Magazine	4.6%
Libelle	4.0%	Mikro Gids	4.1%
Margriet	4.0%	NCRV gids	6.5%
Beau Monde	8.4%	TV krant	4.9%
Flair	4.4%	TROS kompas	4.9%
Viva	4.4%	VARA gids	0.7%
Grazia	-0.5%	VPRO gids	2.3%
Vriendin	2.0%	Max Magazine	2.8%
Autoweek	7.1%		
Veronica	8.3%		
Totaal TV	4.5%		
Mediaan	4.0%	Mediaan	3.7%
Gemiddelde	5.0%	Gemiddelde	3.2%
Eerste Kwartiel Mediaan	1.4%		
Eerste Kwartiel Gemiddelde	1.6%		

Delta	CAGR
Eerste Kwartiel Mediaan	1.4%
Eerste Kwartiel Gemiddelde	1.6%
RTV Gidsen Mediaan	3.7%
RTV Gidsen Gemiddelde	3.2%
Delta Mediaan	2.4%
Delta Gemiddelde	1.7%

(A)

Commerciële tijdschriften – Eerste Kwartiel:

- Weekend
- Margriet;
- Grazia;
- Vriendin.

Aannames Loyaliteitsmarge en Genormaliseerde Winstmarge – VIII

Aannames Loyaliteitsmarge en Genormaliseerde Winstmarge (Vervolg)

• 2: Loyaliteitsmarge (Vervolg):

– Ad 4: Prijsontwikkeling (ten opzichte van inflatie):

- » De gewogen gemiddelde abonnementsprijzen en losse verkoopprijzen zijn met respectievelijk 4,0% en 2,4% over de periode 2015 – 2018 op jaarlijkse basis gestegen.
- » Deze jaarlijkse prijsstijgingen zijn hoger dan inflatie, daar deze voor dezelfde periode 1,0% op jaarlijkse basis bedroeg.
- » De prijsstijgingen hebben er onder andere voor gezorgd dat de NPO Programmagidsen haar winstmarge in stand hebben kunnen houden (de winstmarge is zelfs toegenomen), daar de prijsstijging hoger is dan de inflatie waarmee op ceteris paribus basis de kosten zouden stijgen.
- » Dit suggereert onder andere dat de Programmagidsen de afgelopen jaren meer zijn gaan kapitaliseren op de loyaliteit van de klantenbasis van de Programmagidsen.

Tabel 15 Prijsontwikkeling RTV Gidsen 2015 - 2018

	2015	2016	2017	2018	CAGR '15 - '18	CAGR '17 - '18
Abonnementsprijzen						
Televizier	61.85	64.35	65.40	68.76	3.6%	5.1%
AVRObode	61.75	70.56	65.40	69.36	3.9%	6.1%
TVFilm	37.30	38.82	39.60	42.12	4.1%	6.4%
Visie	64.95	64.95	66.50	66.50	0.8%	0.0%
KRO Magazine	65.00	65.00	68.40	71.16	3.1%	4.0%
Mikro Gids	48.00	50.52	51.60	54.72	4.5%	6.0%
NCRV-gids	59.95	59.95	65.40	68.04	4.3%	4.0%
TV Krant	42.75	46.80	48.75	51.50	6.4%	5.6%
TROSkompas	55.75	60.90	63.50	67.00	6.3%	5.5%
VARAgids	58.20	64.95	62.68	65.81	4.2%	5.0%
VPRO Gids	61.20	64.00	64.00	67.00	3.1%	4.7%
Max Magazine	52.50	56.50	58.50	59.75	4.4%	2.1%
Gewogen gemiddelde o.b.v. totale jaaroplage	56.27	59.78	60.68	63.30	4.0%	4.3%
Omroepbladen met geloofsachtergrond	59.48	60.11	62.98	65.11	3.1%	3.4%
Algemene omroepbladen	59.75	63.54	63.25	66.28	3.5%	4.8%
Omroepbladen zonder link naar de vereniging	40.03	42.81	44.18	46.81	5.4%	6.0%
Losse Verkoopprijzen						
Televizier	1.19	1.24	1.24	1.29	2.7%	4.0%
AVRObode	1.17	1.22	1.24	1.29	3.3%	4.0%
TVFilm	1.50	1.56	1.58	1.68	3.8%	6.3%
Visie	1.50	1.50	1.50	1.50	0.0%	0.0%
KRO Magazine	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Mikro Gids	0.95	0.99	0.99	0.99	1.4%	0.0%
NCRV-gids	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
TV Krant	0.79	0.85	0.89	0.95	6.3%	6.7%
TROSkompas	1.05	1.09	1.15	1.19	4.3%	3.5%
VARAgids	1.20	0.99	n.a.	0.99	-6.2%	n.a.
VPRO Gids	1.75	1.75	1.75	1.95	3.7%	11.4%
Max Magazine	1.25	1.25	n.a.	0.99	-7.5%	n.a.
Gewogen gemiddelde o.b.v. totale jaaroplage	1.18	1.18	1.06	1.26	2.4%	19.4%
Omroepbladen met geloofsachtergrond	1.23	1.25	1.25	1.25	0.5%	0.0%
Algemene omroepbladen	1.27	1.26	1.35	1.28	0.4%	-4.6%
Omroepbladen zonder link naar de vereniging	1.15	1.21	1.24	1.32	4.7%	6.5%
Inflatie	0.6%	0.3%	1.4%	1.7%	1.0%	1.5%

Aannames Loyaliteitsmarge en Genormaliseerde Winstmarge – IX

Aannames Loyaliteitsmarge en Genormaliseerde Winstmarge (Vervolg)

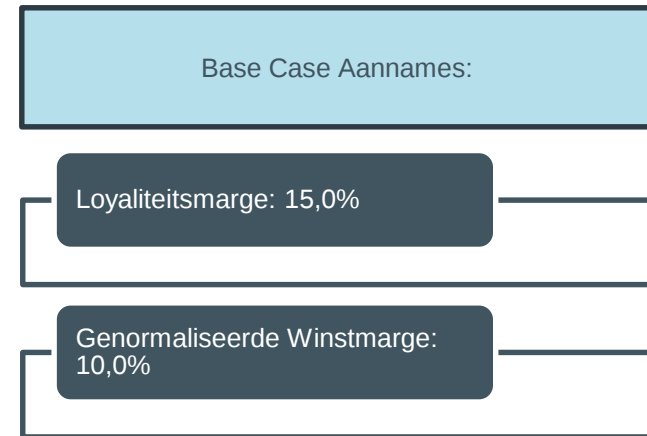
• 2: Loyaliteitsmarge (Vervolg):

– Conclusie

- » Wij hebben de loyaliteitsmarge geëvalueerd op basis van een analyse met betrekking tot:
 - (i) de leeftijdsopbouw van het klantenbestand;
 - (ii) de leeftijdsontwikkeling van het klantenbestand;
 - (iii) de winstmarges; en
 - (iv) de prijsontwikkeling van de NPO Programmagidsen.
- » Onze conclusies zijn:
 - De klanten van de NPO Programmagidsen vertonen een hoge mate van loyaliteit, hetgeen, onder ander, tot uitdrukking komt in i) een hoge operationele winstmarge, ii) een relatief oud klantenbestand en iii) een lage gevoeligheid voor prijsstijgingen.
 - Een stijging van de loyaliteitsmarge ten opzichte van de 2017 aanname achten wij redelijk. Er is immers amper sprake van vernieuwing van het klantenbestand, hetgeen suggereert dat de gemiddelde loyaliteit is gestegen.
 - De analyse met betrekking tot de relatieve prijsstijging suggereert een stijging van de loyaliteit van 2,4%. Deze stijging ronden we af, hetgeen een stijging van 12,5% naar 15,0% impliceert.

Conclusie Base Case Aannames Loyaliteitsmarge en Winstmarge

- Op basis van onze observaties hanteren wij een Base Case loyaliteitsmarge van 15,0% en een Base Case genormaliseerde winstmarge van 10,0%.
- Dit betekent dat een hogere normalisatie in ogenschouw wordt genomen, dan voor de waardering die in 2017 is uitgevoerd.
- In 2017 werd een gecombineerde margecorrectie van 22,5% gehanteerd, die derhalve met 2,5% stijgt door een stijging van de loyaliteitsmarge.



Waarderingsuitkomsten Inkomstenbenadering – I

i) Inkomstenanalyse



Inkomstenanalyse op basis van NPO programmagidsen

- De Waarde NPO Programmegegevens bepaald op basis van de Inkomstenanalyse is afgeleid conform het stappenschema dat links op deze pagina is gepresenteerd. In **Tabel 16** staan de uitkomsten van de Waarde NPO Programmegegevens op basis van de Inkomstenanalyse. De Waarde NPO Programmegegevens volgens de Inkomstenanalyse is bepaald op basis van de winstmarge op de programmegegevens. Dit is de winstmarge die resteert na correctie voor advertentie-inkomsten en -uitgaven, na aftrek van een genormaliseerde winstmarge en een marge met betrekking tot de loyaliteitsmarge.
- Tabel 16** geeft aan dat de waardebandbreedte **EUR 0,011 – 0,016** is.
- De waardebandbreedte is afgeleid van, onder andere, de volgende aannames:
 - Een gewogen gemiddelde winstmarge van 28,6% gerealiseerd over de periode 2015-2018.
 - De advertentie-inkomsten en -uitgaven zijn niet in ogenschouw genomen in de Inkomstenanalyse. De uitgaven die betrekking hebben op advertenties zijn drukkosten, verzendkosten en kosten gerelateerd aan advertentieacquisitie. De druk- en verzendkosten zijn bepaald door per programmagids de totale drukkosten en verzendkosten te vermenigvuldigen met het percentage pagina's met advertenties in een programmagids.
 - Het exploitatieresultaat is gecorrigeerd voor de kosten van de RTL- en SBS-programmagegegevens (met ingang van 2014).
 - Een genormaliseerde winstmarge van 10,0%.
 - Een loyaliteitsmarge van 15,0%.
 - De totale waarde van de programmegegevens is vervolgens gecorrigeerd voor het marktaandeel van de NPO (Methode Laag / Methode Hoog), zodat de waarde van de NPO Programmegegevens afgeleid kan worden.

Tabel 16 Uitkomsten Inkomstenanalyse 2015 - 2018

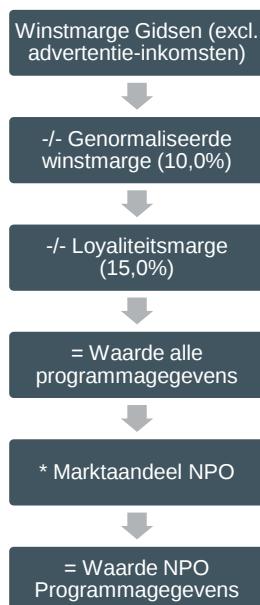
	2015	2016	2017	2018	Gemiddeld '15 - '18	CAGR '17 - '18	CAGR '15 - '18
Omzet uit programmegegevens, achtergrondinformatie en loyaliteit	81,867,004	79,987,736	76,382,548	72,989,797		-4.4%	-3.8%
Gewogen gemiddelde winstmarge (voor belasting en interest)	26.7%	27.9%	29.3%	30.5%	28.6%		
Genormaliseerde winstmarge	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%			
Loyaliteitsmarge programmagidsen	-15.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%			
Winstmarge op programmegegevens	1.7%	2.9%	4.3%	5.5%	3.6%		
Totaal exploitatieresultaat programmegegevens	1,418,899	2,313,972	3,273,255	4,021,251			
Totale jaaroplage programmagidsen	86,563,150	82,119,933	77,134,866	72,410,014		-6.1%	-5.8%
Waarde programmegegevens per programmagids	0.016	0.028	0.042	0.056	0.036		
Marktaandeel NPO (Methode Laag)	30.6%	32.1%	31.6%	32.0%			
Waarde NPO Programmegegevens per programmagids	0.005	0.009	0.013	0.018	0.011		
Marktaandeel NPO (Methode Hoog)	43.7%	45.7%	45.5%	47.5%			
Waarde NPO Programmegegevens per programmagids	0.007	0.013	0.019	0.026	0.016		

(1) Conform de methodologie in voorgaande rapporten wordt de loyaliteitsmarge van het huidige rapport (15,0%) ook gebruikt voor jaren 2015 en 2016.

(2) Max magazine is in de huidige analyse meegenomen voor alle jaren.

Waarderingsuitkomsten Inkomstenbenadering – II

i) Inkomstenanalyse



Inkomstenanalyse op basis van NPO Programmagidsen

- De waardebandbreedte is afgeleid van, onder andere, de volgende aannames:
 - De oplage is met ongeveer 5,8% per jaar gedaald over de afgelopen vier jaar, terwijl de oplage het afgelopen jaar met ongeveer 6,1% is gedaald.
 - De omzet is met ongeveer 3,8% per jaar gedaald over de afgelopen vier jaar, terwijl de omzet het afgelopen jaar met 4,4% is gedaald. Dit impliceert dat een forse gemiddelde prijsstijging is doorgevoerd over de afgelopen vier jaar, alsook het laatste jaar, zoals reeds eerder is besproken.
 - Zoals besproken, mede door de doorgevoerde prijsstijgingen, is de resterende winstmarge, die toegewezen kan worden aan de NPO Programmegegevens, fors toegenomen.
 - Doordat wij de waarde-observaties voor de periode 2015-2018 in ogenschouw nemen voor de waardebandbreedte, komen we ons inziens echter uit op een gebalanceerde en robuuste waardebandbreedte.

Tabel 16 Uitkomsten Inkomstenanalyse 2015 - 2018

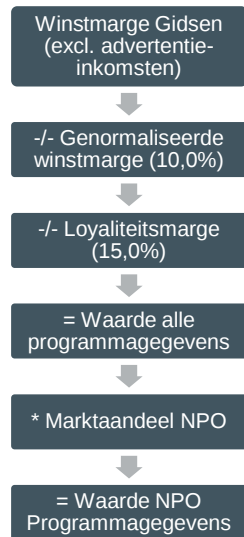
	2015	2016	2017	2018	Gemiddeld '15 - '18	CAGR '17 - '18	CAGR '15 - '18
Omzet uit programmegegevens, achtergrondinformatie en loyaliteit	81,867,004	79,987,736	76,382,548	72,989,797		-4.4%	-3.8%
Gewogen gemiddelde winstmarge (voor belasting en interest)	26.7%	27.9%	29.3%	30.5%	28.6%		
Genormaliseerde winstmarge	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%			
Loyaliteitsmarge programmagidsen	-15.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%			
Winstmarge op programmegegevens	1.7%	2.9%	4.3%	5.5%	3.6%		
Totaal exploitatieresultaat programmegegevens	1,418,899	2,313,972	3,273,255	4,021,251			
Totale jaaroplage programmagidsen	86,563,150	82,119,933	77,134,866	72,410,014		-6.1%	-5.8%
Waarde programmegegevens per programmagids	0.016	0.028	0.042	0.056	0.036		
Marktaandeel NPO (Methode Laag)	30.6%	32.1%	31.6%	32.0%			
Waarde NPO Programmegegevens per programmagids	0.005	0.009	0.013	0.018	0.011		
Marktaandeel NPO (Methode Hoog)	43.7%	45.7%	45.5%	47.5%			
Waarde NPO Programmegegevens per programmagids	0.007	0.013	0.019	0.026	0.016		

(1) Conform de methodologie in voorgaande rapporten wordt de loyaliteitsmarge van het huidige rapport (15,0%) ook gebruikt voor jaren 2015 en 2016.

(2) Max magazine is in de huidige analyse meegenomen voor alle jaren.

Waarderingssuitkomsten Inkomstenbenadering – III

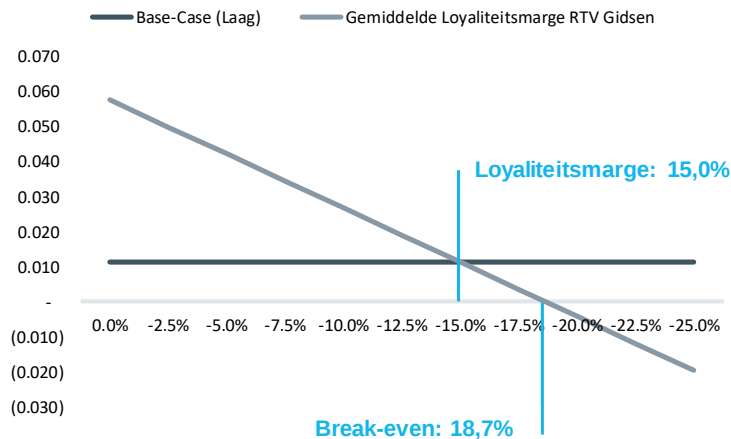
i) Inkomstenanalyse – Gevoeligheidsanalyse



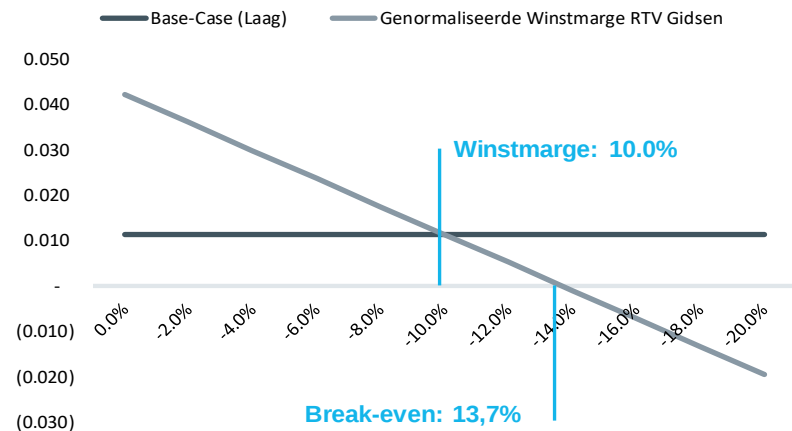
Gevoeligheidsanalyse Loyaliteitsmarge en Genormaliseerde Winstmarge

- In **Figuur 7** hebben we een gevoeligheidsanalyse van de Waarde NPO Programmegevens opgenomen (op basis van *Methode Laag* oftewel de onderkant van de waardebandbreedte volgens de Inkomstenbenadering) met betrekking tot de **loyaliteitsmarge** en in **Figuur 8** met betrekking tot de **genormaliseerde winstmarge**.
- Deze gevoeligheidsanalyses bieden waardevol inzicht met betrekking tot de relevantie van deze twee parameters.
- De loyaliteitsmarge is ons inziens één van de meest relevante en gevoelige parameters voor de bepaling Waarde NPO Programmegevens, mede vanwege het feit dat deze parameter als meest subjectieve variabele beschouwd kan worden.
- De onderstaande grafieken tonen dat de gemiddelde waarde van de NPO Programmegevens daalt naarmate de loyaliteitsmarge stijgt en hetzelfde naarmate een hogere genormaliseerde winstmarge wordt verondersteld.
- Bij 3.7% additionele 'genormaliseerde winstmarge' of 'additionele loyaliteitsmarge' wordt de Waarde NPO Programmegevens gelijk aan EUR 0,00 (in vergelijking tot EUR 0,011 voor de Base-Case aannames) in 'Methode Laag'.

Figuur 7 Gevoeligheidsanalyse m.b.t. Loyaliteitsmarge

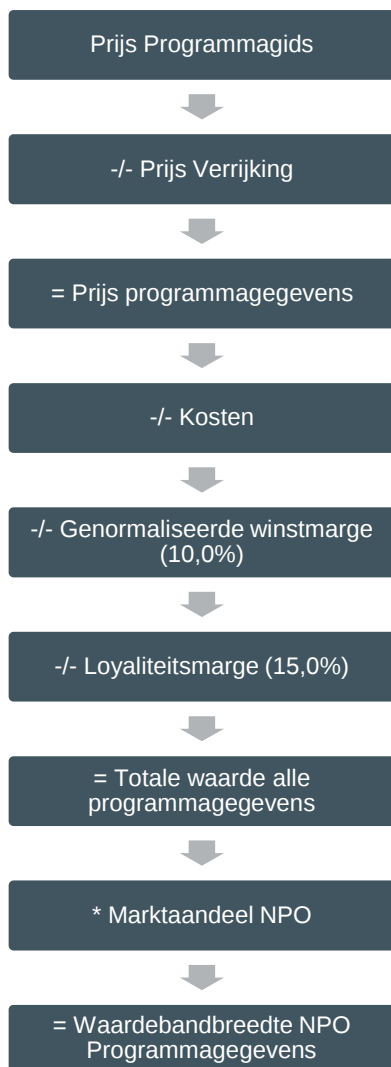


Figuur 8 Gevoeligheidsanalyse m.b.t. Winstmarge



Waarderingsuitkomsten Inkomstenbenadering – IV

ii) Prijsanalyse – Prijs per Pagina Verrijking



Aanname Prijs per Pagina Verrijking

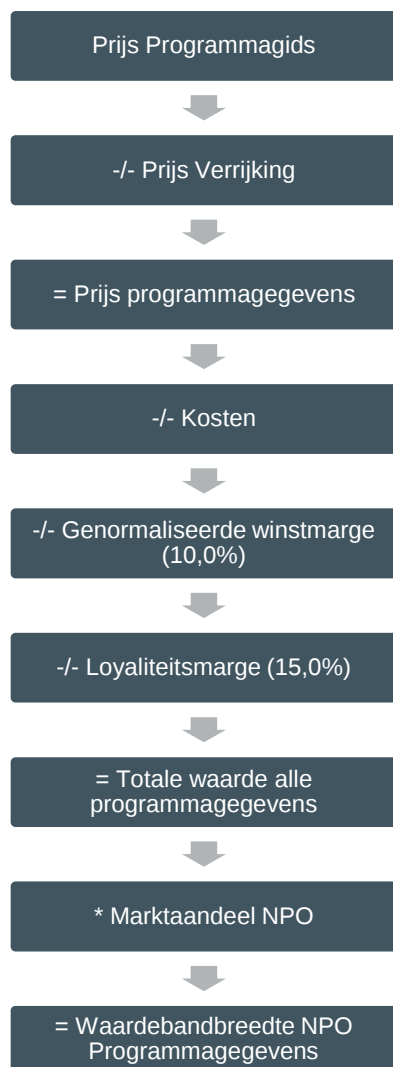
- Het stappenschema dat wordt gevolgd om de Waarde NPO Programmegegevens te bepalen op basis van de Prijsanalyse is links gepresenteerd.
- De Prijs Verrijking is een cruciale (en zeer gevoelige parameter) voor deze benadering. De Prijs Verrijking is bepaald op basis van:**
 - Prijs per pagina Verrijking: Afgeleid van marktobservaties en impliciete consistentie met de Inkomstenanalyse;**
 - Vermenigvuldigd met:
 - Aantal pagina's: Gewogen gemiddeld aantal pagina's Verrijking in een programmagids.**
- Wij hanteren een prijs per pagina Verrijking van **EUR 0,036** voor de waardering van de NPO Programmegegevens op basis van de Prijsanalyse, wat grofweg gelijk is aan het maximum eerste kwartiel van de geselecteerde tijdschriften. Deze prijs per pagina Verrijking leidt tot een waardebandbreedte die gelijk is aan de bandbreedte op basis van de Inkomstenanalyse. Gezien de gevoeligheid van deze parameter en hoe deze puntschatting zich verhoudt tot marktobservaties, achten wij deze aanname als meest redelijk.

Tabel 17 Prijs per Pagina Verrijking Commerciële Magazines 2011 - 2019

Magazine	nr. 42 2019	nr. 41 2017	nr. 30/31 2015	nr. 45/46 2013	nr. 11/12 2011
Vriendin	0.025	0.021	0.029	0.022	n.a.
Weekend	0.033	0.036	0.030	0.028	0.030
Prive	0.041	0.032	0.024	0.029	0.027
Viva	0.040	0.041	0.033	0.040	0.035
Beau Monde	0.034	0.030	0.037	0.031	n.a.
Autoweek	0.046	0.046	0.038	0.032	n.a.
Story	0.036	0.035	0.038	0.031	0.032
Panorama	0.039	0.036	0.038	0.035	0.030
Flair	0.045	0.046	0.041	0.038	0.034
Margriet	0.021	0.035	0.045	0.034	0.022
Grazia	0.034	0.034	0.052	0.030	n.a.
Libelle	0.039	0.040	0.052	0.031	0.022
Nieuwe Revu	0.047	0.047	0.056	0.043	0.035
Minimum	0.021	0.021	0.024	0.022	0.022
Eerste kwartiel	0.034	0.034	0.033	0.030	0.027
Gemiddelde	0.037	0.037	0.039	0.033	0.029
Mediaan	0.039	0.036	0.038	0.031	0.030
Maximum	0.047	0.047	0.056	0.043	0.035
Eerste kwartiel					
Min	0.021	0.030	0.030	0.028	0.022
Max	0.034	0.036	0.052	0.034	0.030
Gemiddeld	0.028	0.033	0.041	0.031	0.026

Waarderingsuitkomsten Inkomstenbenadering – V

ii) Prijsanalyse – Gevoeligheidsanalyse



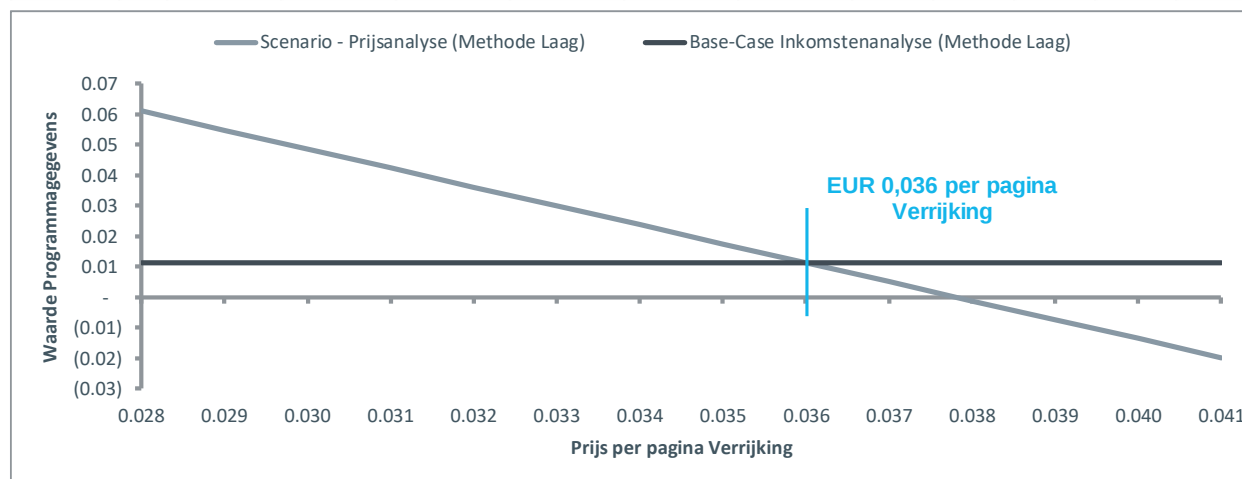
Aanname Prijs per Pagina Verrijking – Nadere Uitwerking

- De prijs per Pagina Verrijking voor de Base Case is gebaseerd op basis van een drietal observaties / analyses:
 - Het maximum van het eerste kwartiel van de geselecteerde tijdschriften: **EUR 0,034**;
 - De prijs per Pagina Verrijking voor de Base Case 2017: **EUR 0,0271**;
 - Een gevoeligheidsanalyse op de waarderingsuitkomst.
- Op basis van deze observaties en de gevoeligheidsanalyses in **Figuur 9**, hanteren wij een prijs per pagina Verrijking van **EUR 0,036** voor de Base Case waardering. Deze prijs per pagina Verrijking leidt tot een waardebandbreedte die gelijk is aan de bandbreedte voor de Base Case op basis van de Inkomstenanalyse. Gezien de gevoeligheid van deze parameter en hoe deze puntschatting zich verhoudt tot marktobservaties, achten wij deze aanname als meest redelijk.

Gevoeligheidsanalyse prijs per pagina Verrijking en Aanname Point Estimate Base Case

- In **Figuur 9** presenteren we een gevoeligheidsanalyse van de gemiddelde Waarde NPO Programmegegevens (op basis van Methode Laag) met betrekking tot de prijs per pagina Verrijking evenals de Base Case uitkomsten van de Inkomstenanalyse.
- De grafiek geeft aan dat de Waarde NPO Programmegegevens stijgt naarmate de gehanteerde prijs per pagina Verrijking daalt (ceteris paribus).
- Deze grafiek laat duidelijk zien dat de impact van deze parameter significant is. Het is daarom belangrijk om na te gaan in hoeverre de uitkomst op basis van de Prijsanalyse onderbouwd kan worden met de andere Inkomstenbenadering, de Inkomstenanalyse. Op basis van deze vergelijking hebben we eveneens geconcludeerd dat een point estimate van **EUR 0,036** als redelijk beschouwd kan worden.
- Deze aanname valt namelijk rondom de bandbreedte van het eerste kwartiel en leidt tot consistentie qua uitkomsten met de Inkomstenanalyse.

Figuur 9 Gevoeligheidsanalyse m.b.t. prijs per pagina verrijking.

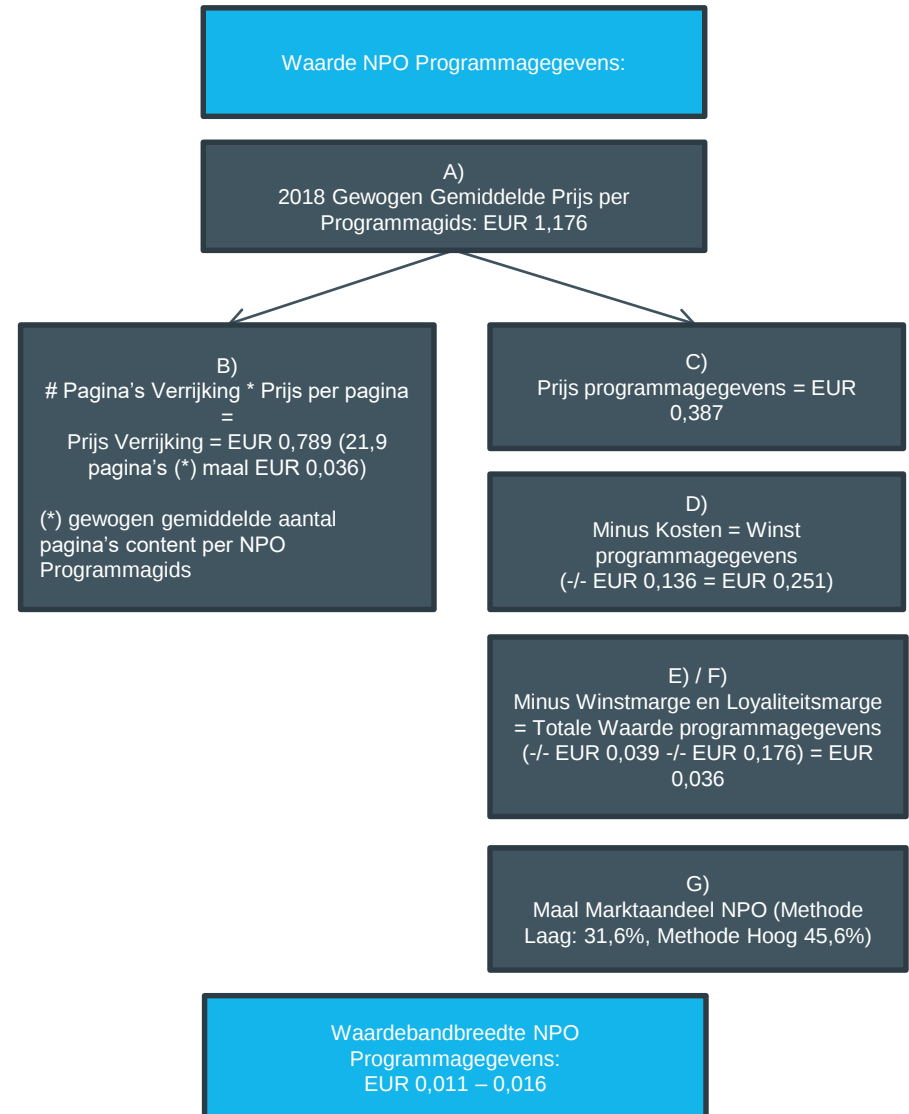


Waarderingsuitkomsten Inkomstenbenadering – VI

ii) Prijsanalyse – Uitwerking

Prijsanalyse – Uitwerking

- Zoals aangegeven, de uitkomst op basis van de Prijsanalyse is sterk afhankelijk van de aanname met betrekking tot Prijs Verrijking. De Prijs Verrijking is bepaald op basis van het aantal pagina's Verrijking en de prijs per pagina Verrijking, waarbij met name de aanname met betrekking tot prijs per pagina verrijking de meest gevoelige parameter is.
- Marginale aanpassingen met betrekking tot deze parameter hebben derhalve een grote impact op de uiteindelijke waardebandbreedte.
- **Om dit probleem te ondervangen, kijken wij onder andere naar de bandbreedte rondom het maximum van het eerste kwartiel en naar de impliciete prijs die gehanteerd dient te worden om een vergelijkbare bandbreedte af te leiden die geconcludeerd is op basis van de Inkomstenanalyse.**
 - **Deze benadering is in lijn met de eerdere opmerking dat de Inkomstenanalyse de primaire benadering is en de Prijsanalyse de secundaire benadering.**
- Conform het stappenschema voor de Prijsanalyse, kan de Waarde NPO Programmagegevens vervolgens op basis van de volgende aannames afgeleid worden:
 - A) De gewogen gemiddelde prijs van de programmagidsen is afgeleid van de prijzen van de abonnementen (EUR 1,176).
 - B) De aannames met betrekking tot de prijs per pagina Verrijking zijn in voorgaande pagina's besproken en leidt tot een Prijs Verrijking van EUR 0,789.
 - C) Het verschil tussen de verkoopprijs en de Prijs Verrijking kan beschouwd worden als de prijs van programmagegevens van de programmagidsen (dit is par saldo de prijs die de consument bereid is te betalen).
 - D) De kosten die voor de Prijsanalyse kunnen worden toegerekend aan programmagegevens hebben betrekking op verzend- en drukkosten. Deze worden pro rata toegerekend op basis van het relatieve aantal pagina's met programmagegevens opgenomen in een programmagids.
 - E) Een genormaliseerde winstmarge van 10,0%.
 - F) Een loyaliteitsmarge van 15,0%. De loyaliteitsmarge wordt toegepast op de Gewogen Gemiddelde Prijs per programmagids, daar de loyaliteit niet alleen van toepassing is op de programmagegevens maar op de gehele programmagids.
 - G) Het gemiddelde marktaandeel van de NPO voor de periode 2015 – 2018 op basis van Methode Laag en Methode Hoog.
- De waardebandbreedte op basis van deze aannames is EUR 0,011 – 0,016.



Samenvatting Inkomsten- en Prijsanalyse

Samenvatting Inkomsten- en Prijsanalyse

- In dit hoofdstuk zijn wij nader ingegaan op de Inkomstenbenaderingen, te weten de Inkomstenanalyse en de Prijsanalyse.
- De bandbreedtes van de twee submethoden zijn identiek. Dit is per saldo het gevolg van de benadering met betrekking tot de prijs per pagina Verrijking.
- De Inkomstenanalyse is de primaire variant van de Inkomstenbenadering en de Prijsanalyse de secundaire variant.
- De prijs per pagina Verrijking is voor de Base Case zodanig gekozen dat de prijsranges gelijk aan elkaar zijn voor de twee subbenaderingen. De Base Case prijs pagina Verrijking (**EUR 0,036**) is grofweg gelijk aan het eerste kwartiel en kan derhalve als niet onredelijk worden beschouwd.
- De waardebandbreedte die afgeleid kan worden op basis van de Inkomstenbenadering is **EUR 0,011 – 0,016** per gedrukte programmagids.

Tabel 18 Uitkomsten Inkomstenanalyse

	Analyse	Noot
Omzet uit programmeergegevens, achtergrondinformatie en loyaliteit	71,572,358	Impliciet
Operationele Winst	20,473,410	Impliciet
Gewogen gemiddelde winstmarge (voor belasting en interest)	28.6%	Gemiddeld 2015 - 2018
Genormaliseerde winstmarge	-10.0%	Base Case
Loyaliteitsmarge programmagidsen	-15.0%	Base Case
Winstmarge op programmeergegevens	0.036	Gemiddeld 2015 - 2018
Totaal exploitatieresultaat programmeergegevens	2,580,320	2018 Oplage * EUR 0.036
% van de Operationele Winst	12.6%	Impliciet
Totale jaaroplage programmagidsen	72,410,014	2018
Waarde programmeergegevens per programmagids	0.036	Base Case
Marktaandeel NPO (Methode Laag)	31.6%	Gemiddeld 2015 - 2018
Waarde programmeergegevens NPO per programmagids	0.011	Base Case
Marktaandeel NPO (Methode Hoog)	45.6%	Gemiddeld 2015 - 2018
Waarde programmeergegevens NPO per programmagids	0.016	Base Case

Tabel 19 Uitkomsten Prijsanalyse

	Analyse	Noot
Gewogen gemiddelde prijs per programmagids	1.176	Base Case
Prijs verrijking	(0.789)	Base Case
Prijs programmeergegevens	0.387	Base Case
Programmeergegevens gerelateerde kosten	(0.136)	Base Case
Prijs programmeergegevens	0.251	Base Case
Genormaliseerde winstmarge	(0.039)	Base Case
Loyaliteitsmarge programmagidsen	(0.176)	Base Case
Waarde programmeergegevens per programmagids	0.036	Base Case
Marktaandeel NPO (Methode Laag)	31.6%	Gemiddeld 2015 - 2018
Waarde programmeergegevens NPO per programmagids	0.011	Base Case
Marktaandeel NPO (Methode Hoog)	45.6%	Gemiddeld 2015 - 2018
Waarde programmeergegevens NPO per programmagids	0.016	Base Case

7.

Kostenbenadering

Kostenbenadering

Inleiding

- Een kostenbenadering geeft doorgaans een redelijke indicatie van de onderkant van de waarde van het te waarderen object.
- Deze benadering neemt namelijk alleen de kosten die samenhangen met het te waarderen object en een redelijk rendement op deze kosten in ogenschouw, en houdt daarmee dus geen rekening met het unieke karakter en de schaarste van het te waarderen object.
- Zoals reeds besproken, wij verwachten dat de Waarde NPO Programmagegevens over een bepaalde tijd naar de uitkomst van de kostenbenadering zal tenderen, doordat:
 - de relevantie van de programmagegevens afneemt;
 - de loyaliteitsmarge toeneemt; en
 - de uitspraak van het Gerechtshof Amsterdam dat er geen sprake is van juridische bescherming van de NPO Programmagegevens, gevolgen kan hebben voor het concurrentiële krachtenveld.

Aannames

- De Kostenbenadering is onder andere gebaseerd op de volgende aannames:
 - De FTE – NPO Programmagegevens hebben betrekking op de FTE aangesteld binnen de NPO om de NPO Programmagegevens op te zetten.
 - De **2.7 FTE** die toegewezen zijn aan de FTE – NPO Programmagegevens houden zich alleen bezig met het opstellen van de basis NPO Programmagegevens (oftewel, zij houden zich bezig met het spoorboekje voor wat betreft de NPO Programmagegevens).
 - De FTE kosten zijn gebaseerd op de gemiddelde salariskosten van één FTE bij de NPO.
 - Naast FTE kosten zijn er kosten met betrekking tot de technische levering en distributie van de NPO Programmagegevens in ogenschouw genomen, welke zijn uitbesteed door de NPO (**EUR 30.000**).
 - Een genormaliseerde winstmarge van 10%.
- We willen graag opmerken dat alle bedragen zijn afgerond.

Uitkomst

- In **Tabel 20** staan de aannames en de uitwerking van de Waarde NPO Programmagegevens op basis van de Kostenbenadering.
- De Kostenbenadering resulteert in een Waarde NPO Programmagegevens van EUR 0,004 per gedrukte programmagids.

Tabel 20 Uitkomsten Kostenanalyse

	2018
FTE - NPO Programmagegevens	2.70
Technische Levering / Distributie	n.v.t.
Totaal aantal FTE voor Programmagegevens (1)	2.70
Kosten Per FTE (2)	82,050
Kosten FTE Programmagegevens	221,535
Technische Levering / Distributie	30,000
Totale jaarlijkse kosten	251,535
Genormaliseerde Winstmarge	10.0%
Genormaliseerde Winst	25,154
Totale Waarde NPO Programmagegevens	276,689
Totale jaaroplage programmagidsen (3)	72,410,014
Waarde NPO Programmagegevens per programmagids	0.004

- (1) Aantal FTE is ingeschat op basis van gesprekken met CvDM en NPO data. Dit reflecteert het aantal FTEs dat er de komende 2 jaar wordt ingezet door de NPO.
- (2) Kosten op basis van NPO gemiddelde salariskosten inclusief werkplekkosten. De kosten zijn 4.550 per jaar
- (3) Jaaroplage heeft betrekking op het kalenderjaar 2018

8.

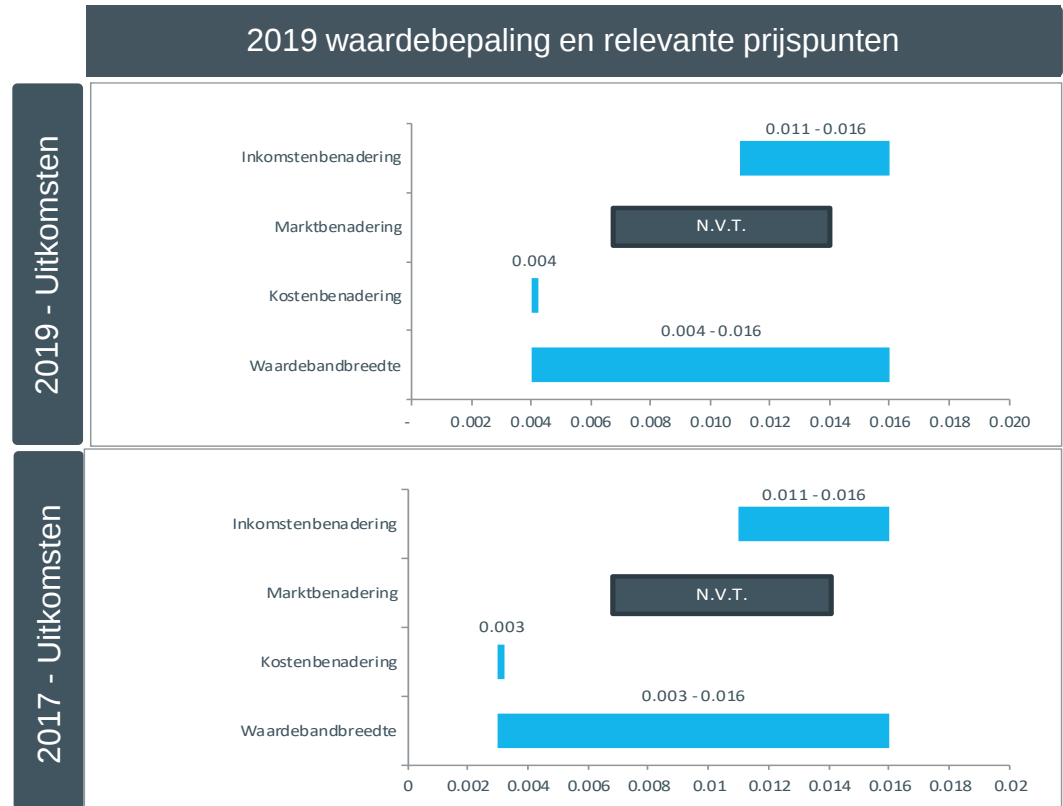
Samenvatting Waarderingsuitkomsten en Vertaling Waardebandbreedte naar Prijsstelling

2019 Analyse – Waarderingsuitkomsten

Waarderingsuitkomsten

- De Inkomstenbenadering op basis van de voorlopige waarderingsuitkomsten leidt tot een waardebandbreedte van EUR 0,011 – 0,016. Deze waardebandbreedte kan vergeleken worden met de geconcludeerde 2017 waardebandbreedte resulterende uit de Inkomstenbenadering van EUR 0,011 – 0,016.
- Gezien het feit dat de uitkomsten op basis van de Marktbenadering in het verleden niet in ogenschouw zijn genomen voor de Prijsbepaling, hebben we deze benadering voor de (2019) update niet aangepast.

Figuur 10 Waardebepaling 2019 vs. 2017



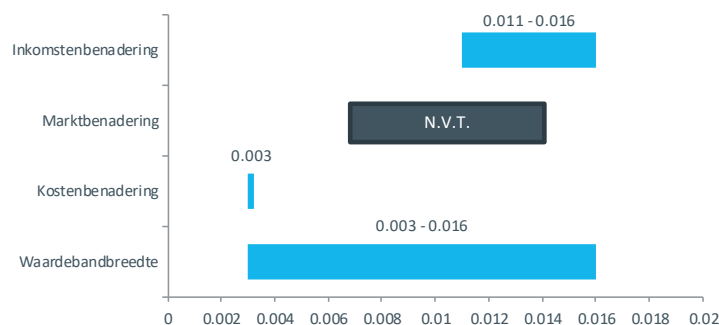
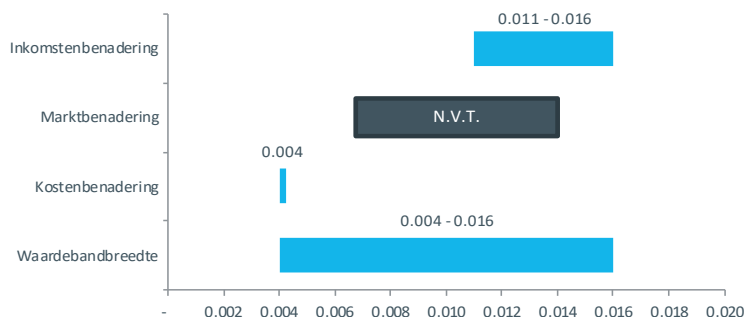
Samenvatting Waardebandbreedte en Prijsstelling

Samenvatting Waardebandbreedte 2019

Tabel 21 Uitkomsten en Bandbreedte 2019

		Min	Gem	Max
1)	Inkomstenbenadering	0.011	0.014	0.016
1A)	Inkomstenanalyse	0.011	0.014	0.016
1B)	Prijsanalyse	0.011	0.014	0.016
2)	Marktbenadering	n.a.	n.a.	n.a.
3)	Kostenbenadering	0.004	0.004	0.004
	Waardebandbreedte	0.004	0.010	0.016

Figuur 10 Waardebepaling 2019 vs. 2017



Samenvatting Prijsstelling 2019

Categorie	Prijsstelling	Rationale
Gedrukte Programmagidsen	EUR 0,007 (0,7 eurocent) per oplage	Afgeleid van 75% Kostenbenadering en 25% bovenkant van de Inkomstenbenadering bandbreedte conform de gewichten gebruikt in de 2015 en 2017 analyses. Voorheen (2011 en 2013) is 50% Kostenbenadering en 50% bovenkant van de Inkomstenbenadering bandbreedte gehanteerd voor de prijsstelling.
Elektronische Programmagidsen / EPG's	EUR 0,004 (0,4 eurocent) per technische voorziening per maand	De prijsstelling voor de Elektronische Programmagidsen is gebaseerd op de Kostenbenadering. Dit prijspunt is gekozen op basis van consistentie met de benadering die in 2011-2017 is gehanteerd.
Online Media	EUR 1.700 per licentie per jaar	Gebaseerd op prijsstelling 2017 (EUR 1.275) en de procentuele stijging van de uitkomst van de Kostenbenadering $(0,004 / 0,003 - 1) = + 33.3\%$ Deze benadering is consistent met de 2011-2017 benadering.

9.

Gehanteerde Afkortingen

Gehanteerde Afkortingen

Afkorting

- “App’s”:
- CAGR
- “CvdM”:
- “D&P” of “wij”:
- “EPG”:
- “NPO”:
- “NPO Programmagegevens”:
- “Object van Waardering”:
- “OCW”:
- “Waarde NPO Programmagegevens”:
- “Waarderingsdatum”:
- “PGG”

Verklaring

- Applicaties voor mobiele telefoons, tablets etc.;
- Compounded Annual Growth Rate / Gewogen Gemiddelde Jaarlijkse groeivoet
- Commissariaat voor de Media;
- Duff & Phelps B.V.;
- Elektronische Programmagids;
- Nederlandse Publieke Omroep;
- Programmagegevens van de Landelijke Publieke media-instellingen, oftewel de Nederlandse Publieke Omroep (NPO);
- Zie NPO Programmagegevens;
- Onderwijs, Cultuur en Wetenschap;
- Waarde van de publicatielicentie voor de NPO Programmagegevens;
- 1 januari 2019.
- Programmagegevens

10.

Disclaimer

Disclaimer

- Duff & Phelps B.V. (“D&P” of “wij”) hebben van het Commissariaat voor de Media (“CvdM” of “Commissariaat voor de Media”) de opdracht (“Opdracht”) gekregen om een ‘high-level’ update uit te voeren van de waardering van de publicatielicenties voor de Programmagegevens van de Landelijke Publieke media-instellingen.
- In dit rapport beschrijven wij het waarderings- en prijsbepalingsproces. Dit rapport is op vertrouwelijke basis opgesteld voor het Commissariaat voor de Media door D&P. Deze rapportage bevat confidentiële informatie en kan derhalve niet publiek worden gedistribueerd. Indien dit wel wordt gedaan, dan nemen wij geen enkele verantwoordelijkheid op ons.
- Dit rapport kan voor informatie-doeleinden worden verstrekt aan derde partijen, maar derde partijen kunnen zich niet beroepen op D&P bij het nemen of niet nemen van bepaalde besluiten betreffende de inhoud van het rapport. D&P aanvaardt derhalve geen enkele verantwoordelijkheid naar derde partijen.
- Dit rapport bevat informatie uit verschillende bronnen, bestaande uit geschreven en besproken informatie (de “Informatie”) die gedeeltelijk is verstrekt door en namens het CvdM. Hoewel D&P de ontvangen informatie geanalyseerd heeft, hebben we geen verificatie of audit uitgevoerd in overeenstemming met algemeen geaccepteerde audit standaarden. Vanuit dit oogpunt kunnen wij geen zekerheid geven met betrekking tot de volledigheid en juistheid van de gehanteerde informatie. Echter, de gehanteerde informatie wordt door ons wel als relevant beschouwd voor de Opdracht. Op basis van het voornoemde geeft D&P geen enkele garantie aan derden (met uitzondering van het CvdM en dan enkel conform omschreven in de opdrachtbrief, gedateerd 17 november 2019) omtrent de toereikendheid, volledigheid en accuraatheid van het rapport. Elke vorm van aansprakelijkheid jegens D&P is hiermee uitdrukkelijk niet van toepassing.
- D&P heeft tevens documenten aangaande programmagegevens en gerelateerd aan de Opdracht onderworpen aan een analyse. Deze analyse is uitsluitend uitgevoerd om de waarde van de programmagegevens te bepalen. D&P vervult op basis van voornoemde evaluatie derhalve geen adviserende dan wel juridische rol met betrekking tot de inhoud van onderhavige documenten en gaat er derhalve van uit dat verplichtingen van de partijen gerelateerd aan de documenten valide en juridisch bindend zijn.
- De Waarde Economisch Verkeer wordt bepaald op basis van de aannahme van voortdurend gebruik van de activa in het bestaande bedrijf. Dienovereenkomstig, de bereikte conclusies in de waardering zijn alleen relevant voor het specifieke doel van de Opdracht zoals hierboven aangegeven.
- De waardering van activa en bedrijven is geen exacte wetenschap. De bereikte conclusies zullen in veel gevallen noodzakelijkerwijs subjectief zijn en afhankelijk van de inschatting van een individu. Derhalve is de waarderingsuitkomst normaliter een waardebandbreedte, aangezien de verschillende waarderingsmethodieken niet zullen leiden tot een exacte schatting van de waarde. Echter, het doel van deze Opdracht vereist de uitdrukking in een enkele waarde, waarbij we de waarde baseren op het eerste kwartiel-punt van de waardebandbreedte in consistentie met de rationale gehanteerd in 2017. De waardebandbreedte en resulterende prijsstelling achten wij zowel redelijk als verdedigbaar op basis van de gehanteerde methodieken en de beschikbare/gehanteerde informatie. Echter, gezien het subjectieve karakter van een waardebandbreedte kunnen derden een andere bandbreedte concluderen waarmee een andere prijsstelling ook van toepassing zou kunnen zijn.
- De juridisch gerelateerde items beschreven in dit document zijn in samenwerking met het CvdM opgesteld.

11.

Letter of Representation

COMMISSARIAAT VOOR DE MEDIA

Hoge Naarderweg 78 ■ 1217 AH Hilversum ■
Postbus 1426 ■ 1200 BK Hilversum ■ cvdmi@cvdmi.nl ■ www.cvdmi.nl ■
T 035 773 77 00 ■ F 035 773 77 99 ■

Duff & Phelps BV
T.a.v. de heer A. Bregonje
Amstelplein 1
1096 HA AMSTERDAM

Per email: alexander.bregonje@duffandphelps.com

Datum	Onderwerp		
11 juni 2020	LOR Waardering programmegevens NPO		
Uw kenmerk	Ons kenmerk	Contactpersoon	Doorkiesnummer
	803430/854271	P. Cornelisse	035-7737700

Geachte heer Bregonje,

We confirm to the best of our knowledge and belief, the following representations that we made to you during your engagement to perform the required financial analysis with respect to the update of the valuation of the "Programmagegevens" of the "Nederlandse Publieke Omroep", to assist us with the valuation and the related price suggestions of the "Programmagegevens":

1. We have made available to you all significant financial and other information received from third parties that we believe is relevant to your engagement.
2. Together with you, we have identified the key assumptions underlying the financial analysis of your engagement. We accept responsibility for these assumptions, and confirm that they are reasonable under the circumstances as described in your report.

We have read your final draft reports entitled: "*Waardering van de NPO Programmegevens*", dated February 25, 2020 (*Publieke Versie*), and "*Waardering van de NPO Programmegevens*", dated February 25, 2020 (*Confidentiele Versie*), and confirm that to our knowledge, these reports do not contain errors of fact or material omissions. We accept that, as part of this engagement, you have performed no audit or special review of the data and information that we have submitted.

Sincerely,
COMMISSARIAAT VOOR DE MEDIA,



Jan Buné CBM
commissaris

Bijlage 1

Tabellen index

Tabellen index

Tabel	Titel	Pagina
1	Operationele Winstmarge per RTV Gids 2015 – 2018	6
2	Totale Verspreide Jaaroplage RTV Gidsen 2015 – 2018	6
3	Totale Verspreide Jaaroplage Commerciële Magazines 2015 – 2018	7
4	Prijsonthwikkeling RTV Gidsen 2015 – 2018	8
5	Totale Verspreide Jaaroplage Gidsen 2015 – 2018	21
6	Groei Jaaroplage 2015 – 2018	21
7	Marktaandelen 2015 – 2018	25
8	Operationele Winstmarge Commerciële Uitgevers 2015 – 2018	28/29
9	Relatieve Omzet Veranderingen Commerciële Uitgevers 2015 – 2018	28/29
10	Totale Jaaroplage, Groei, en Sterftecorrectie 2015 – 2018	31
11	Leefstijdsopbouw Analyse 2019	32
12	Leefstijdsopbouw Analyse 2017	32
13	Operationele Winstmarge per RTV Gids 2015 – 2018	33
14	CAGR Abonnementsprijzen	34
15	Prijsonthwikkeling RTV Gidsen 2015 – 2018	35
16	Uitkomsten Inkomstenanalyse 2015 – 2018	37/38
17	Prijs per Pagina Verrijking Commerciële Magazines 2011 – 2019	40
18	Uitkomsten Inkomstenanalyse	43
19	Uitkomsten Prijsanalyse	43
20	Uitkomsten Kostenanalyse	45
21	Uitkomsten en Bandbreedte 2019	48

Bijlage 2

Figuren index

Figuren index

Figuur	Titel	Pagina
1	Waardebepaling 2019 en relevante prijspunten	10
2	Gevoeligheidsanalyse m.b.t. Loyaliteitsmarge	12
3	Gevoeligheidsanalyse m.b.t. Winstmarge	12
4	Waardebepaling 2017 en relevante prijspunten	17
5	Leeftijdsopbouw NPO Gidsen, Veronica en Commerciële Magazines	31
6	Operationele Winstmarge per Jaar	33
7	Gevoeligheidsanalyse m.b.t. Loyaliteitsmarge	39
8	Gevoeligheidsanalyse m.b.t. Winstmarge	39
9	Gevoeligheidsanalyse m.b.t. prijs per pagina verrijking	41
10	Waardebepaling 2019 vs. 2017	47/48