

VERDSETTELSE AV HURTIGRUTEN ASA

av

Silje Palmesen Dahle

Masterutredning innen hovedprofilen økonomisk styring



Veileder: Universitetslektor Gunnar Magne Økland, Institutt for strategi og ledelse

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i masterstudiet i økonomisk-administrative fag ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Denne masterutredningen er en fundamental verdsettelse av konsernet Hurtigruten ASA. Verdsettelsen er utført ved bruk av en toperioders DCF¹-modell, hvor jeg diskonterer den frie kontantstrømmen til drift ved bruk avkastningskravet til totalkapitalen. Som grunnlag for verdsettelsen har jeg utført både strategiske og regnskapsmessige analyser. I arbeidet med de strategiske analysene har jeg benyttet verktøy som ser på henholdsvis eksterne og interne forhold for selskapet. For de eksterne analysene, har jeg blant annet brukt et verktøy hvor man vurderer politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og juridiske faktorer (*PESTEL*). I tillegg har jeg benyttet verktøyet *Porters fem krefter*, hvor man vurderer man ulike eksterne trusler som sammen fører til et totalt trusselnivå i bransjen. Til den interne analysen har jeg foretatt en vurdering av selskapets strategiske ressurser, hvor jeg tester for om de er sjeldne, viktige, ikke-imiterbare, mobiliserbare (om ressursen kan bidra til å skape økonomisk verdi) og approprierbare (hvorvidt den økonomiske verdien tilfaller selskapet), også kjent som *SVIMA*-analyse. Jeg har videre foretatt en regnskapsanalyse hvor jeg har vurdert selskapets likviditet, soliditet og lønnsomhet, oppsummert i en syntetisk rating (kredittvurdering). Som avkastningskrav til totalkapitalen har jeg kalkulert Weighted Average Cost of Capital, WACC. Alle analyser og beregninger er basert på offentlig tilgjengelig informasjon.

For å finne virksomhetsverdien av selskapet har jeg budsjettert og diskontert kontantstrømmer for de neste fem årene i tre forskjellige scenario: et optimistisk, et forventet og et pessimistisk. De diskonterte kontantstrømmene til scenarioene er vektet, samlet i én verdi som representerer den første (eksplisitte) perioden i modellen. Denne verdien legges til en terminalverdi, som brukes som en evig verdi i den andre (implisitte) perioden. Etter å ha justert for finansielle eiendeler og gjeld, har jeg funnet egenkapitalverdien av konsernet, som er 5508 MNOK. Denne er fordelt på antall aksjer i selskapet, som pr juni 2012 er 420 259 163. Det gir en verdi pr aksje på 13 NOK.

På Oslo børs er Hurtigruten ASA pr 18.juni 2012 priset til 3,60 kr (pålydende verdi er NOK 1,00). Basert på resultatene i denne verdsettelsen kan det da se ut som at konsernet er underpriset i markedet, og jeg anbefaler kjøp. Jeg vil imidlertid poengtere at resultatet har vist seg følsomt for endringer i nøkkeltall, noe som jeg vil diskutere nærmere i en

¹ Discounted Cash Flow

sensitivitetsanalyse på slutten av denne oppgaven. Jeg vil også kommentere oppgavens styrker og svakheter og hvilke implikasjoner det har for gyldigheten av resultatene.

Innholdsfortegnelse

FORORD	7
1.0 INNLEDNING	8
1.1 FORMÅL OG PROBLEMSTILLING	8
1.2 DISPOSISJON	8
2.0 SELSKAP, MARKED OG KONKURRANSE	10
2.1 HURTIGRUTEN ASA	10
2.2 MARKEDET	11
2.2.1 PRODUKTOMRÅDER	11
2.3 KONKURRANSE	14
3.0 ULIKE VERDSETTELSESMODELLER	16
3.1 FUNDAMENTAL (INNTJENINGSBASERT) VERDSETTELSE	16
3.1.1 TOTALKAPITAL – ENTERPRISE VALUE	16
3.1.2 EGENKAPITAL – DIVIDENDEMODELLEN	17
3.1.3 RESIDUALINNTEKT/SUPERPROFIT	18
3.2 KOMPARATIV VERDSETTELSE	19
3.2.1 MARKEDSBASERT TILNÆRMING: MULTIPLIKATORMODELLER	19
3.2.2 BALANSEBASERT TILNÆRMING: SUBSTANSVERDIMODELLEN	20
3.3 KOSTNADSBASERT TILNÆRMING	20
3.4 OPSJONSBASERT VERDSETTELSE	20
3.5 VALG AV VERDSETTELSESMODELL	21
3.5.1 RAMMEVERK FOR DEN FUNDAMENTALE VERDSETTELSEN	22
4.0 STRATEGISK ANALYSE	23
4.1 PESTEL	23
4.1.1 POLITIKK	24
4.1.2 ØKONOMI	26
4.1.3 SOSIALE FORHOLD	29
4.1.4 TEKNOLOGI	30
4.1.5 MILJØ	30
4.1.6 JURIDISK	31
4.2 PORTERS FEM KREFTER	32
4.2.1 NYE ETABLERERE	34
4.2.2 SUBSTITUTTER	35
4.2.3 KUNDER	37
4.2.4 LEVERANDØRER	37
4.2.5 RIVALISERING I BRANSJEN	39
4.2.6 TOTALT TRUSSELNIVÅ	40
4.3 SVIMA	40
4.3.1 STRATEGISKE RESSURSER	42
4.3.2 OPPSUMMERING	47
4.4 KONKLUSJON STRATEGISK ANALYSE	48
5.0 REGNSKAPSANALYSE	50

5.1 TALLMATERIALET OG VALG AV ANALYSEPERIODE	50
5.2 OMGRUPPERING AV BALANSEN FOR ANALYSEFORMÅL	51
5.2.1 EIENDELER	53
5.2.2 GJELD	55
5.2.3 ANDRE POSTER I BALANSEN	56
5.3 NORMALISERING AV REGNSKAPSTALL	57
5.4 ANALYSE AV NØKKELTALL	61
5.4.1 BRANSJEREPRESENTANTER	62
5.4.2 LIKVIDITET	63
5.4.3 SOLIDITET	65
5.4.4 NETTO DRIFTSRENTABILITET	68
5.4.5 SYNTETISK RATING	70
6.0 AVKASTNINGSKRAV	72
<hr/>	
6.1 AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITALEN	72
6.1.1 RISIKOFRI RENTE	73
6.1.2 BETA, β	74
6.1.3 MARKEDETS RISIKOPREMIE	78
6.1.4 AVKASTNINGSKRAVET CAPM	78
6.2 AVKASTNINGSKRAV TIL TOTALKAPITALEN	78
6.2.1 GJELDSKRAV, K_{KG}	79
6.2.2 KAPITALSTRUKTUR	80
6.2.3 AVKASTNINGSKRAV	80
7.0 BUDSJETTERING AV KONTANTSTRØMMER	82
<hr/>	
7.1 SCENARIOER	83
7.1.1 SCENARIO 1 – DET OPTIMISTISKE	83
7.1.2 SCENARIO 2 – DET FORVENTEDE	83
7.1.3 SCENARIO 3 – DET PESSIMISTISKE	83
7.2 ANALYSER OG BUDSJETTERING	84
7.2.1 GENERELLE FORUTSETNINGER	84
7.2.2 DRIFTSINNTEKTER	85
7.2.3 PERSONALKOSTNADER	87
7.2.4 DRIFTSKOSTNADER	91
7.2.5 ANDRE TAP/GEVINSTER - NETTO	94
7.2.6 EBITDA-MARGIN	95
7.2.7 FRAMTIDIGE INVESTERINGER	96
7.2.8 ENDRING I ARBEIDSKAPITAL	99
7.2.9 EFFEKTIV SKATT	100
7.3 BUDSJETTERTE KONTANTSTRØMMER	101
8.0 VERDSETTELSE AV HURTIGRUTEN ASA	102
<hr/>	
8.1 TERMINALVERDI	102
8.1.1 KONTANTSTRØM	103
8.1.2 VEKST	103
8.2 VERDSETTELSE	104
8.2.1 VIRKSOMHETSVERDI	104
8.2.2 EGENKAPITALVERDI	104
9.0 SENSITIVITETSANALYSE	107
<hr/>	
9.1 RISIKOFRI RENTE	107
9.2 BETA	109

9.3 VEKSTRATE	110
9.4 OPPSUMMERING	111
<u>10.0 KONKLUSJON OG IMPLIKASJONER</u>	<u>112</u>
10.1 FUNNENES GYLDIGHET	112
10.1.1 STYRKER	113
10.1.2 SVAKHETER	114
10.1.3 IMPLIKASJONER	115
<u>11.0 REFERANSELISTE</u>	<u>116</u>
<u>TABELLOVERSIKT</u>	<u>123</u>
<u>FIGUROVERSIKT</u>	<u>124</u>
<u>VEDLEGG</u>	<u>125</u>
VEDLEGG I: OMGRUPPERT BALANSE	125
VEDLEGG II: NORMALISERING EBITDA	126
VEDLEGG III: KARAKTERSKALA SYNTETISK RATING	127
VEDLEGG IV: REGRESJONSANALYSE FOR VURDERING AV EGENKAPITALBETA	128
VEDLEGG V: TRENDANALYSER AV FINNLINES OYJ OG DFDS GROUP AS	129
VEDLEGG VI: SCENARIO 1	130
VEDLEGG VII: SCENARIO 2	131
VEDLEGG VIII: SCENARIO 3	132

Forord

Denne masteroppgaven symboliserer slutten på mine fem år ved Norges Handelshøyskole (NHH). Etter 10 semestre, over 40 eksamener og oppgaver, har jeg skrevet min siste, men dog største oppgave. Å finne tema for oppgaven viste seg å være mer utfordrende enn jeg hadde forventet. Etter å ha tatt mange interessante kurs og blitt introdusert for flere spennende fagområder, tok det litt tid å lande et tema for oppgaven som skulle fylle det siste halvåret av studiet mitt. En ting jeg imidlertid var sikker på, var at jeg ønsket å skrive en praktisk oppgave. Jeg landet til slutt på en verdsettelsesoppgave, blant etter å ha tatt Finn Kinserdals kurs *BUS425 Bedriftsverdsettelse og strategisk regnskapsanalyse* våren 2011.

Å finne et selskap å vurdere var en lettere oppgave. Jeg ville verdsette et selskap som var listet på Oslo børs for å ha et anker for aksjeverdien jeg skulle finne fram til. Videre ønsket jeg å vurdere et selskap som jeg kunne engasjere meg i, og ville synes det var interessant å bli bedre kjent med. Som bergensjente og med en ektemann fra hurtigrutebyen Stokmarknes tenkte jeg at Hurtigruten ASA kunne være interessant å se nærmere på. Selskapet har en lang historie, og har opplevd både oppturer og nedturer, senest i 2011. Da gjorde selskapet først stor suksess med tv-programmet ”Hurtigruten minutt for minutt”, som gav dem masse publisitet både innenlands og utenlands. Senere på året erfarte de det verst tenkelige, da MS Nordlys opplevde den største ulykken som har vært i Hurtigruten på 50 år, noe som krevde to menneskeliv. Videre har selskapet hatt store økonomiske utfordringer de siste årene, men fikk i 2011 igjen fornyet tillit fra staten gjennom kontrakten for hurtigrutedrift langs norskekysten. Med andre ord et spennende selskap å fordype seg i.

Arbeidet med denne oppgaven har til tider vært svært utfordrende, men også veldig lærerikt. Jeg ønsker å rette en stor takk til min veileder, Gunnar Magne Økland, for god hjelp og veiledning gjennom hele prosessen. Jeg vil også takke min ektemann for tålmodighet og oppmuntring mens jeg har arbeidet med denne oppgaven. Jeg ønsker leseren god lesning.

Bergen, juni 2012

Silje Palmesen Dahle

1.0 Innledning

1.1 Formål og problemstilling

I denne oppgaven ønsker jeg å henvende meg til særlig to lesergrupper. Den første gruppen er potensielle investorer for Hurtigruten, som ønsker å lære mer om selskapet, dets posisjon i dag, i hvilken retning det er på vei og i hvilken grad det er riktig priset på markedet i dag. Den andre gruppen er økonomistudenter, som jeg håper vil få et læringsutbytte med hensyn til det teoretiske og praktiske aspektet av verdsettelse.

Problemstillingen jeg står overfor er å skulle verdsette det børsnoterte konsernet Hurtigruten ASA (HRG) ved hjelp av en Enterprise Value²-modell, som en toperiodes DCF³-modell. Modellen, som jeg vil beskrive nærmere under punkt 3.1.1., brukes for å finne verdien av egenkapitalen til selskapet, som så fordeles på antall utstedte aksjer, slik at jeg kan finne hva prisen pr aksje bør ligge på i markedet. Som en del av verdsettelsesprosessen vil jeg bruke både strategiske analyser og regnskapsanalyser for å finne selskapets posisjon i dag og vurdere hva som ligger foran. Verdien jeg kommer fram til vil jeg sammenligne mot kursen aksjen omsettes for på Oslo Børs. Basert på dette vil jeg gi en anbefaling på om dette er en aksje man bør investere i, eller om man bør selge/holde dersom man allerede har investert i selskapet i selskapet.

1.2 Disposisjon

Først i oppgaven vil jeg fortelle om Hurtigruten ASA. Deretter vil jeg kort beskrive markedet selskapet opererer i og konkurransen det har, for å gi et bilde av hva selskapet holder på med og under hvilke omstendigheter. Siden det finnes flere ulike metoder for å verdsette et selskap vil jeg presentere noen av disse, for å redegjøre for det teoretiske grunnlaget for oppgaven, før jeg konkluderer med valg av metode. Jeg vil så foreta strategiske analyser ved hjelp av verktøyene PESTEL (makro), Porters fem krefter (ekstern) og SVIMA (intern). Den strategiske analysen vil bli etterfulgt av en regnskapsanalyse. Den førstnevnte analysen utføres for å vurdere omstendighetene til selskapet, hvilke muligheter som ligger foran dem, hvilke trusler de må se opp for, hvilke styrker de har å spille på, og hvilke svakheter som må tas høyde for. Regnskapsanalysen foretas for å vurdere selskapets økonomiske situasjon. Etter regnskapsanalysen vil jeg beregne avkastningskravet som jeg skal bruke for å diskontere

² Virksomhetsverdi

³ Discounted Cash Flow

kontantstrømmene. For å finne Enterprise Value⁴ (EV), vil jeg først lage et framtidsregnskap, hvor jeg ved bruk av ulike scenario lager prognoser for årlige kontantstrømmer de fem neste årene. Som grunnlag for disse vil jeg bruke de strategiske analysene, regnskapsanalysene og vurdere historikken for de ulike postene i kontantstrømmen. Disse prognosene danner grunnlaget for selve verdsettelsen. Deretter vil jeg foreta en kort sensitivitetsanalyse for å vurdere robustheten i resultatene, før jeg kort oppsummerer og beskriver styrker og svakheter ved oppgaven

⁴ Virksomhetsverdi

2.0 Selskap, marked og konkurranse

I dette kapitlet vil jeg først fortelle litt om Hurtigruten ASA og dets historie. Deretter vil jeg forklare nærmere om markedene selskapet opererer i, og konkurransen det får fra andre i disse markedene. Det vil gi informasjon om hva selskapet må forholde seg til i dag.

2.1 Hurtigruten ASA

Det er i år 119 år siden den første hurtigruten, DS Vesteraalen, la fra kai i Trondheim med retning Hammerfest under kaptein Richard B. Withs ledelse. Planleggingen av en hurtiggående rute langs kysten av Nord-Norge ble påbegynt i 1891, da August Kriegsmann Gran, som var dampskipskonsulent, initierte tanken om en rute som skulle gå kontinuerlig hele året og frakte post, passasjerer og gods. Utgangspunktet var at ruten skulle gå mellom Trondheim og Hammerfest, hvor det på daværende tidspunkt tok hele fem måneder å sende post. En slik rute skulle redusere tiden ned til bare noen dager. Kriegsmann Gran møttes så med direktøren for Vesteraalens dampskibsselskab, Richard Bernhard With, og i 1893 inngikk de kontrakt på at hurtigruten skulle gå ukentlig mellom Trondheim - Hammerfest og Trondheim - Tromsø i henholdsvis sommer- og vinterhalvår, med ni anløp.

Siden ble ruten utvidet i både antall anløp og i lengde; først ned til Bergen og i 1914 helt til Kirkenes. Ruten har blitt seilt daglig siden 1936 (foruten krigsårene), og ble mer og mer tilrettelagt for passasjerer, da særlig med tanke på turisme. Fra 1993 og det neste tiåret, ble det foretatt en stor modernisering av Hurtigruten, og drøye 80 % av skipene ble byttet ut og oppgradert, for å bedre komforten for passasjerene (Hansen, 2012; Hurtigruten ASA, 2012a)

HRG har i dag fire produktområder: norskekysten, Explorer-produkter/MS Fram, Spitsbergen og Charter. De to førstnevnte områdene anses som kjernevirksomhet, hvilket selskapet har definert som fokusområde. I tillegg har selskapet noe øvrig virksomhet i Europa, innenfor gods og buss. Innenfor *norskekysten* har selskapet 11 skip som seiler strekningen Bergen - Kirkenes på en daglig basis, og skipene anløper 34 havner på ruten. Under *Explorer-produkter/MS Fram* tilbyr man cruise til Antarktis og Grønland med skipet MS Fram. På *Spitsbergen* har selskapet to hoteller, tilbyr turaktiviteter og cruise med MV Polarstar. *Charter* ble opprettet i 2010, da HRG inngikk avtale om å leie ut MS Finnmarken til utbyggingen av Gorgon i Australia, som hotellskip og ble fullført høsten 2011 (Hurtigruten ASA, 2011). HRG hadde i 2011 1919 ansatte.

2.2 Markedet

2.2.1 Produktområder

HRG opererer som nevnt med fire produktområder: *Hurtigruten norskekysten*, *Explorer-produkter/MS Fram*, *Spitsbergen* og *Charter*. Det er naturligvis forskjellig markedsgrunnlag for de ulike områdene. Informasjonen under vil hovedsakelig være hentet fra HRGs årsrapport for 2010, kvartalsrapport/delårsrapport og årsrapport for 2011 (Hurtigruten ASA, 2011, 2012bd).

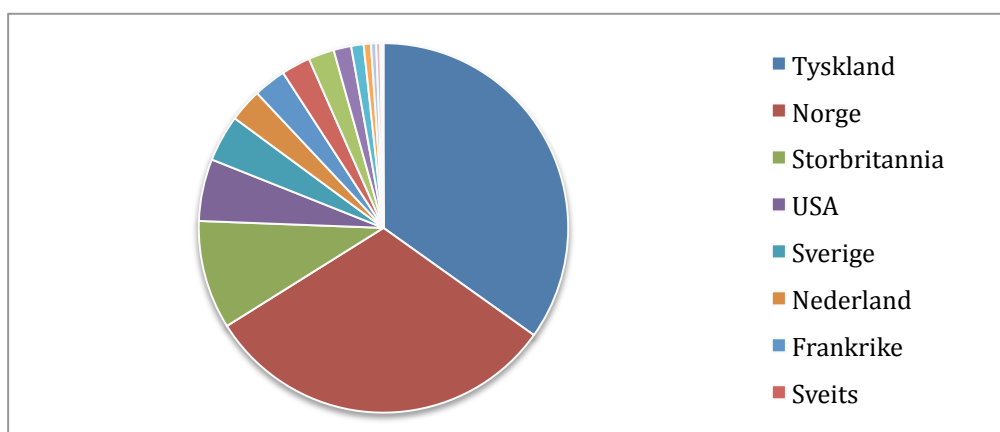
2.3.1.1 Hurtigruten norskekysten

Markedssegmentene HRG retter seg mot er

Ferie- og fritid	Omfatter turister fra Norge og utlandet
Kurs - og konferanse	Retter seg mot næringslivet, offentlig sektor og foreninger i Norge
Distansetraffikk	Omfatter primært privatpersoner med behov for transport langs kysten av Norge
Godstransport	Dekker primært godstransportbehovet langs kysten av Norge

(Kilde: Hurtigruten ASA, 2012d, s.12-13)

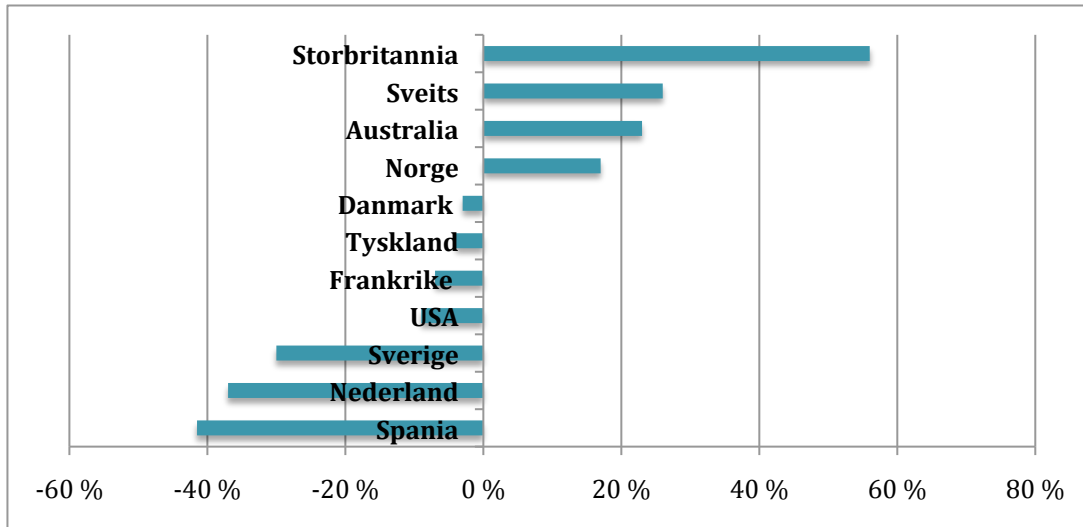
De viktigste markedene for HRG er, foruten Norge, Tyskland, Storbritannia, USA, Frankrike og Sverige. Av disse er Tyskland det aller største markedet, men tilbud om charterflygninger fra England har hatt positiv innvirkning på markedet i Storbritannia.



Figur 1 Fordeling av gjestedøgn for hvert marked

(Data hentet fra Hurtigruten ASA, 2012d)

Fra forhåndsbestillingene for 2012 ser man at bestillingene fra Storbritannia, Sveits, Australia og Norge har styrket seg, mens bestillinger fra blant annet kjernemarkedet Tyskland var litt redusert sammenlignet med forhåndsbestillingene som kom for 2011.



Figur 2 Forhåndsbestillinger for 2012

(Kilde: Hurtigruten ASA, 2012c, bearbejdet)

At HRG opplever tilbakegang i Tyskland skyldes trolig mye den økonomiske krisen i Europa (Mogård, Søbstad og Erlingsen, 2012). Krisen fører til at flere av markedene opplever økonomisk usikkerhet, og det er fare for at dette kan slå ut negativt for HRG.

Seiling langs norskekysten er som nevnt et av kjerneområdene til HRG. Derfor er ruten Bergen - Kirkenes svært viktig for selskapet. Dette er imidlertid en rute det ligger konsesjon på fra norske myndigheter. Konsesjonen måtte fornyes fra 2012, og i 2010 kunne Samferdselsdepartementet meddele at HRG var eneste tilbyder som operatør på ruten, selv om transportselskapet Veolia (nå Boreal) en stund vurderte å legge inn et anbud (Reuters, 2010). Dermed er HRG sikret rettighetene på ruten fra 1.januar 2012 fram til 2020, hvilket vil gi dem i gjennomsnitt 640 millioner kroner (ekskludert inflasjon) fra den norske stat hvert år i hele perioden (Orskaug, 2011).

På ruten skilles det mellom det man kaller *rundreise* (Bergen - Kirkenes) og *distansereiser* (punkt-til-punkt). Distansegjestene utgjør den største delen av passasjergrunnlaget. I 2010 var totalt antall gjestedøgn 1 069 804, mens man i 2011 endte på 1 101 620, hvilket var en økning på rundt 3 %. Av disse var 724 989 gjestedøgn rundreiser, en økning på 7,2 % fra året før.

Distansereisene derimot ble redusert med 4,3 % til 376 631. Særlig i fjerde kvartal 2011 var det en prosentvis stor reduksjon i distansereiser sammenlignet med fjerde kvartal 2010. Dette skyldes i all hovedsak at det var flere lange perioder med ekstremvær høsten 2011, noe som førte til flere kanselleringer. Beleggsprosenten for 2011 endte på 73,6 %, som er en økning på 4,5 % fra året før. Med hensyn til cruisetrafikken som går langs kysten av Norge, hadde HRG i 2010 rundt 15 % av dette markedet.

Når det gjelder distansereisende, er markedet fordelt på tre hovedgrupper: De som deltar på *kurs og konferanser*, de som skal på *kortferie* og de som kun bruker hurtigruten som et rent *transportmiddel*. Som nevnt er det de distansereisende som står for den største inntektskilden for HRG. Likevel har det vært tilbakegang i alle de tre segmentene, noe HRG jobber aktivt for å endre. Da 2011 ble et spesielt år særlig med tanke på de voldsomme værforholdene, forventes det at selskapet vil oppleve en større effekt av de tiltakene som er blitt satt i gang i 2012.

Hurtigruten driver som nevnt også godstransport, som agent for Nor Lines⁵. Den er en stor del av årsaken til at staten har inngått avtale om årlig pengestøtte. Med en økende miljøbevissthet i samfunnet blir HRGs transporttilbud stadig mer attraktivt, og det er også et krav gjennom konsesjonsbevilgningen at HRG skal ha kapasitet til å transportere 150 europaller⁶ på strekningen Tromsø-Kirkenes.

2.3.1.2 Explorer-produkter/MS Fram

Med skipet MS Fram tilbyr HRG muligheten til å dra på cruise til hovedsakelig Spitsbergen, Grønland (sommer) og Antarktis (vinter), men også til Europa (vår/høst). Av de 69 018 gjestedøgnene man hadde på dette området, var en drøy tredjedel av disse besøkende til Antarktis, mens rundt 16 % dro på cruise til Spitsbergen. Litt over 14 % besøkte Grønland, hvilket var en reduksjon på rundt 12 %. Ca 26 % dro på cruise til Europa. For turene til Antarktis er Tyskland og USA de største markedene, med en økning i det sistnevnte markedet. På dette markedet er HRG en av de ledende. Markedet på Grønland er fortsatt i en tidlig fase.

⁵ Transportselskap. HRG eide tidligere 50 % av selskapet, det er nå heleid av Det Stavangerske Dampskibsselskap AS.

⁶ Standardiserte lastepaller.

2.3.1.3 Spitsbergen

På Spitsbergen er HRG involvert i hotell- og restaurantdrift og tilbyr explorer-utflukter til grupper som kommer via reisebyrå. I tillegg til å retter de seg mot bedriftsmarkedet gjennom tilbud om møter og opplevelser. Driften på Spitsbergen inkluderer også selskapet Ing. G. Paulsen AS, som leverer nødvendig utstyr til utflukter. HRG er markedsleder på turtilbud på Svalbard.

2.3.1.4 Charter/utleie av skip

Denne delen ble ikke gjort til eget produktområde før i 2010. Årsaken til at den da ble skilt ut som eget område var den store økningen i omsetning man opplevde i løpet av 2009. I 2011 fullførte HRG en kontrakt på utleie av MS Finnmarken til et byggeprosjekt i Australia. Dette skipet er nå tilbake i vanlig drift langs norskekysten.

2.3 Konkurransen

HRG opererer altså innenfor disse fire hovedfeltene

- Hurtigrutedrift
- Reiseliv
- Vanlig persontrafikk (kollektivtrafikk)
- Gods

Som forklart i seksjonen over er det produktområdet *Hurtigruten norskekysten* som er det største området, og som går inn i kjernevirksomheten. Det er ulike konkurranseelementer innenfor de ulike markedssegmentene der.

Innenfor ferie- og fritidssegmentet er det selve opplevelsen som er konkurranseutsatt. Både norske og utenlandske turister kan ønske å dra til andre arktiske områder. Det kan være Russland, Island, Finland, Sverige eller Svalbard. For turister som ønsker en sjøfartsferie vil generelt cruisereederier (norske og utenlandske) være aktuelle konkurrenter.

Med hensyn til tilbudet til næringsliv om møter og opplevelser er det norske hoteller og andre fergeselskap som gir konkurranse. Merk likevel at HRG også samarbeider med enkelte hoteller om pakketilbud til bedrifter.

På selve rundreiseturnen er det ingen andre som er som rene konkurrenter å regne. Med hensyn til distanserutene har HRG konkurranse på land og vann. Både andre hurtigbåter, fly, buss og personbiler kan fungerer som substitutter for Hurtigruten. Når det gjelder godstransport får HRG konkurranse fra all landbasert transport og andre som frakter gods langs kysten.

HRG er det eneste selskapet som tilbyr daglige avganger langs hele norskekysten og har ingen som konkurrerer med dem direkte på det. Samtidig blir norskekysten stadig mer attraktiv for utenlandske aktører, både på sommeren og på vinteren. Hvis man ser nærmere på de ulike inndelingene av produktområder, kan man finne konkurrenter på persontrafikk, gods og cruisevirksomheten til de arktiske strøkene. Selskap som Torghatten, Boreal Transport (tidligere Veolia) og Fjord1 er konkurrenter på vanlig persontrafikk (kollektivtrafikk). Selskap som Finnlines Oyj, DFDS Group AS, AS Tallink Group og Color Line driver med cruisetrafikk. I tillegg tilbyr andre internasjonale rederier som Voyages of Discovery, Quark Expeditions, Viking River Cruises og Swan Hellenic cruise i Norge og Europa. Det er også mange utenlandske aktører som tilbyr reiser til Antarktis, som også er konkurrenter for HRG.

3.0 Ulike verdsettelsesmodeller

Det finnes flere typer teknikker som kan brukes for å verdsette et selskap. I følge Kaldestad og Møller (2011) kan man klassifisere de ulike i fem forskjellige kategorier: *Inntjeningsbasert tilnærming*, *markedsbasert tilnærming*, *balansebasert tilnærming*, *kostnadsbasert tilnærming* og *opsjonsbasert tilnærming*. De tre første kan man videre plassere under henholdsvis to hovedkategorier: *fundamental* og *komparativ* verdsettelse. Selv om man velger å bruke én hovedteknikk er det ofte å anbefale at den valgte teknikken blir supplert av en eller flere av de andre. Ved bruk av flere teknikker vil man kunne underbygge det man har gjort i hovedverdsettelsen, og kontrollere for at man har funnet den mest korrekte verdien av selskapet. Jeg vil kort kommentere hver av teknikkene og deretter oppsummere og begrunne valg av modell for denne oppgaven.

3.1 Fundamental (inntjeningsbasert) verdsettelse

En fundamental verdsettelse er en verdivurdering hvor tar man utgangspunkt i underliggende forhold i selskapet og utarbeider prognosetall (Kinserdal, 2011a, 01-14). Det vil si at man ser på selskapets posisjon i dag, historiske tall og ser etter indikasjoner på tendenser i regnskapene som kan gi et fornuftig bilde av fremtiden. Strategiske analyser benyttes for å underbygge dette, og for å vurdere omgivelsene til selskapet, dets styrker og dets svakheter. Verdsettelsen kan gjøres enten ved å benytte diskonterte kontantstrømmer (DCF), som er den hyppigst brukte metoden, eller substansverdimodeller. Jeg vil her se nærmere på bruk av kontantstrøm, men vil kort kommentere substansverdimodellen under punkt 3.2.1.

3.1.1 Totalkapital – Enterprise Value

Formelen som benyttes når man finner verdien ved bruk av diskonterte kontantstrømmer, altså nåverdien av fremtidige kontantstrømmer, er

$$\text{Verdi} \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Kontantstrøm}_t}{(1 + \text{avkastningskrav})^t} = \frac{\text{KS fra drift}_t}{(1 + r)^t}$$

hvor r er et vektet avkastningskrav (WACC) og t representerer tid. Dersom man opererer med en konstant kontantstrøm eller forventer en jevn vekst (g), kan man også benytte Gordons vekstformel

$$\text{Verdi} = \frac{\text{Kontantstrøm}}{(\text{Avkastningskrav-vekstfaktor})} = \frac{\text{KS}}{(r-g)}$$

(Kaldestad og Møller, 2011, s.29-30).

Man kan velge om man vil ta utgangspunkt i kontantstrømmen til totalkapitalen eller egenkapitalen. Ved bruk av førstnevnte kontantstrøm finner man virksomhetsverdien, ved bruk av den såkalte Enterprise Value (EV)-modellen, hvor man diskonterer kontantstrømmen til totalkapitalen. Fordi man med denne metoden benytter kontantstrømmen til drift, må man første omgruppere balansen for å kunne gjøre bruke den til analyse. Man skiller mellom driftsrelaterte og finansielle eiendeler/gjeld. Etter man har diskontert kontantstrømmen til drift, justerer man for netto finansiell gjeld (eventuelt eiendeler) og finner til slutt verdien av egenkapitalen. Det er vanlig å bruke EBITDA⁷ som estimat for kontantstrøm til drift. Finn Kinserdal som underviser i kurset *BUS 425 Strategisk regnskapsanalyse og bedriftsverdsettelse* ved Norges Handelshøyskole anbefaler å benytte EV⁸-modellen som en toperiodes DCF-modell:

$$\text{Virksomhetsverdi} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{KS fra drift}}{(1 + \text{WACC})^t} + \frac{\text{Terminalverdi}}{(1 + \text{WACC})^n}$$

hvor

$$\text{Terminalverdi} = \frac{\text{Kontantstrøm}}{(r - g)}$$

I første del av modellen setter man en eksplisitt prognose, basert på analysene man har foretatt, mens andre del er en implisitt prognose, hvor man finner en terminalverdi⁹, som er langsiktig prognose hvor man antar at bedriften fortsetter til ”evig tid” (Kinserdal, 2011ab).

3.1.2 Egenkapital – dividendemodellen

Dersom man vil ta utgangspunkt i egenkapitalen kan man benytte dividendemodellen hvor egenkapitalverdien (V^{EQ}) finnes ved nåverdien av fremtidige dividender. I denne modellen må man estimere de kommende dividendene (D_n) (utbyttet), som igjen diskonteres med avkastningskravet (r) til egenkapitalen (eq).

⁷ Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization = Driftsresultat før avskrivninger.

⁸ Enterprise Value vil heretter bli referert til som virksomhetsverdi.

⁹ På engelsk heter det ”continuing value”, som egentlig er et mer dekkende begrep, siden det er snakk om en evig *fortsettelses*verdi.

$$V_0^{EQ} = \frac{\overline{D}_1}{(1+r_{eq})} + \frac{\overline{D}_2}{(1+r_{eq})^2} + \frac{\overline{D}_3}{(1+r_{eq})^3} + \frac{\overline{D}_4}{(1+r_{eq})^4} + \dots$$

Det som er bra med denne modellen er at dividende kan betegnes som en ren form for avkastning, ettersom det er et konkret beløp investorene får igjen for det de har investert gjennom aksjekjøp. Gjennom bruken av estimerte, framtidige dividender gir modellen dermed en klar indikasjon på hvilke verdier man forventer vil ligge i selskapet i framtiden, noe som påvirker verdien av selskapet i dag. Samtidig er denne metoden vanskeligere å gjennomføre i praksis enn i teorien, blant annet fordi det er knyttet en del utfordringer til utarbeidelse av avkastningskravet. I tillegg bruker man lange prognoseperioder i denne modellen. Det kan svekke verdien av resultatene man får, siden det er vanskelig å spå om framtiden desto lengre unna den er (Kaldestad og Møller, 2011; Kinserdal, 2011a).

3.1.3 Residualinntekt/superprofitt

Man kan også benytte ulike former for residualinntekt-modeller, hvor man vurderer superprofitt (kapitalavkastning > avkastningskrav), for eksempel ved bruk av Cash Flow Return on Investment (CFROI) eller Economic Value Added (EVA) (Kinserdal, 2011c). De er i teorien gode modeller, fordi de fokuserer på faktorene som driver verdiene i selskapet og slik kan benyttes som et styringsverktøy for ledelsen av selskapet, fordi modellene gir en indikasjon på hva ledelsen bør jobbe med og hvilke elementer som vil gi best avkastning. Dessverre er det vanskeligere å benytte modellene i praksis. Det skyldes blant annet at det kan være utfordrende å finne investert kapital i balansen, og at man ikke alltid kan måle alle eiendeler til markedsverdi, for eksempel hvis det ikke finnes et ordentlig marked for dem. Det vil føre til at bokført egenkapital ikke har en reell økonomisk mening, fordi markedet ikke vet hva den egentlige verdien skulle være (Kinserdal, 2011c). En annen svakhet med modellene er dersom selskapet har sykliske reinvesteringer og lineære avskrivninger, fordi dette vil være utfordrende å ta ordentlig hensyn til i praksis (Kaldestad og Møller, 2011).

Å utføre en fundamental verdsettelse er uansett valg av metode både tids- og arbeidskrevende. Den forutsetter at man har tilgjengelige data (for å lage prognoser) og dataene man bruker vil ofte være sensitive for endringer. Det gjør at en del velger bort denne metoden. Samtidig er de fleste andre metoder avledninger av metoden, og i følge Dahl, Hansen, Hoff og Kinserdal (2004, s.37) er det *"å kjøpe et selskap ensbetydende med å kjøpe selskapets fremtidige*

kontantstrømmer”, hvilket antyder at en kontantstrømsbasert metode er fornuftig å benytte. Dette underbygges også av påstanden om at store deler, gjerne 75 %, av et selskaps verdier kan ligge i framtiden, og da faktisk ikke bli reflektert av de historiske regnskapstallene (Kaldestad og Møller, 2011).

3.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse kan gjøres ved hjelp av to hovedmodeller: markedsbaserte multiplikatormodeller og den balansebaserte substansverdimodellen.

3.2.1 Markedsbasert tilnærming: multiplikatormodeller

Med en markedsbasert tilnærming vurderer man verdien av et selskap basert på prising av sammenlignende selskap, det vil si selskap som er tilsvarende likt ens eget (Kaldestad og Møller, 2011). Dette blir også referert til som ”peer review” (Kinserdal, 2011a). Når man benytter slike modeller bruker man ulike multiplikatorer for å beregne nøkkeltall, som sammenlignes med børsverdien til sammenlignende selskap. Merk, at ettersom man sjelden finner *helt* like selskaper vil man ofte måtte justere for ulikheter mellom selskapene.

Eksempler på multiplikatorer er

- Price/Earnings (P/E)¹⁰
- Price/Cashflow (P/CF)
- Price/Book (P/B)¹¹
- Price/Sales (P/S)¹²
- EV/Salg
- EV/EBITDA

Fordelen med disse modellene er at de er forholdsvis enkle å bruke. Det er fordi man ”bare” sammenligner det beregnede nøkkeltallet for ens eget selskap med tallene fra andre i bransjen som er like en selv, og derfor blir de også ofte benyttet, gjerne som supplement til en fundamental verdsettelse. Ulempen er imidlertid at man, som nevnt, må sammenligne med komparative selskaper. Det kan ofte være svært utfordrende å finne selskap som er like nok, hvilket kan føre til at sammenligningen blir svært grov. Blir selskapene for ulike vil ikke resultatene være gyldige og kan da ikke brukes (Kaldestad og Møller, 2011; Kinserdal, 2011d; Dahl, Hansen, Hoff og Kinserdal, 2004).

¹⁰ P/E = aksjepris/resultat etter skatt

¹¹ P/B = aksjepris/bokført verdi

¹² P/S = aksjepris/salg

3.2.2 Balansebasert tilnærming: Substansverdimodellen

Som man forstår av navnet bygger den balansebaserte verdsettelsesmodellen verdien av et selskap på hva man kan selge eiendelene – i balansen - for på det åpne markedet, fratrukket størrelsen på gjeld i selskapet. Selv om modellen sånn sett er lett å forstå og gjennomføre, krever det at det er mulig å kunne selge eiendelene på et marked. I et kunnskapsintensivt selskap vil det videre være slik at selskapets verdier gjerne ligger like mye i de ansattes kunnskap og egenskaper som i konkrete anleggs- og omløpsmidler. Dette kan også føre til at det blir vanskelig å sette en korrekt verdi (Kaldestad og Møller, 2011). Merk at substansverdimodellen også kan benyttes om man vil foreta en fundamental verdsettelse, som nevnt under punkt 3.1.

Merk også at det finnes andre balansebaserte metoder , som *bokført egenkapital*, hvor man vurderer den regnskapsmessige verdien av egenkapitalen, og *likvidasjonsverdi*, som også ser på bokført egenkapital, men justeres for forskjellen mellom bokført verdi og verdien eiendeler og gjeld kan realiseres for. Disse er imidlertid ikke komparative modeller (Dahl, Hansen, Hoff og Kinserdal, 2004).

3.3 Kostnadsbasert tilnærming

Den kostbaserte modellen tar utgangspunkt i at summen en må ut med for å erstatte eller skaffe en eiendel på nytt setter taket for hva en potensiell kjøper vil være villig til å betale for den aktuelle eiendelen. Hvor stort beløpet er, vil være avhengig av markedsverdien på eiendelen på verdsettelsestidspunktet, eventuelt justert for verdifall på eiendelen på grunn av alder eller at den for eksempel er teknologisk foreldet. Selv om dette også er en modell som kan virke lett å bruke, er det en utfordring at kostnader kan variere over tid, slik at det ikke nødvendigvis er et riktig forhold mellom kostnader og markedsverdi (Kaldestad og Møller, 2011).

3.4 Opsjonsbasert verdsettelse

Ved en opsjonsbasert verdsettelse foretar man en ”*verdivurdering av fleksibilitet gjennom opsjonsprising*” (Kinserdal, 2011a, lysbilde 01-16). Med fleksibilitet mener man en opsjon selskapet har, som er en rettighet man har, men ikke forpliktet til å ta i bruk. Et eksempel på dette ville være dersom HRG hadde rettigheter til å starte en alternativ rute langs kysten, men ikke var forpliktet til å gjøre det. Skulle man benyttet en opsjonsbasert verdsettelse ville man vurdere hvilken verdi det ville ha for selskapet at man hadde mulighet til å starte denne ruten. Beregningen blir, i svært korte trekk, som formelen viser under

$$V_0 = V_{\text{as is}} + \text{nåverdi av særlig fleksibilitet} \\ = \text{fundamentalverdi} + \text{opsjonsprising}$$

Verdien av en slik fleksibilitet henger sammen med graden av usikkerhet rundt opsjonen (selv om det er forskjell på at man har fleksibilitet og om man er usikker på bruken), og i hvilken grad ledelsen kan respondere på fleksibiliteten. Det vil si, om de egentlig har anledning til å benytte den, eksempelvis, ville det være rom for en ny rute langs kysten? (Koller, Goedhard og Wessels, 2010). Uansett hvor stor verdien er, vil en opsjonsbasert metode som oftest få det tydeligere fram enn hva som gjerne er tilfelle ved en fundamental verdsettelse (Kaldestad og Møller, 2011).

3.5 Valg av verdsettelsesmodell

Som man ser er det flere momenter som spiller inn når man skal velge modell, hvorav det viktigste ofte vil være selskapet. Hvilke bransje selskapet opererer i, kan for eksempel ha innvirkning på hvilken modell man bør benytte. Driver man med high-tech kan det være lurt å velge en komparativ modell. Med stadig fornying av teknologi kan det være vanskelig å sette korrekt verdi på eiendelene, og da kan det være svært nyttig å se hva andre selskaper som er innenfor samme bransje omsettes for. Det samme gjelder for selskaper som investerer i eiendom. Da kan for eksempel substansverdimodellen være et godt valg, fordi den ser på hva eiendelene (eiendommene) kan selges for i markedet. Videre må man vurdere hvilken fase i livssyklusen selskapet er i. Er selskapet i en oppstartsfas vil det være aktuelt å lage et scenariotre eller bruke en komparativ analyse. Det skyldes at selskapets historie vil være for kort eller ikke-eksisterende, og dermed ikke kan gi noen gode indikasjoner på fremtidsutsiktene. Dersom selskapet er modent er en fundamental verdsettelse med bruk av diskontert verdsettelse et naturlig valg, fordi den er den ”grundigste” modellen. Den kan gjerne suppleres med en komparativ eller opsjonsbasert verdsettelse, for å underbygge eller utfylle de resultatene man har fått. Dersom selskapet opplever tilbakegang man må ta stilling til om man skal fortsette driften eller avvikle selskapet. I slike situasjoner vil det være fornuftig å gjennomføre en fundamental verdsettelse, så sant man husker å ta med avviklingskostnader dersom det er aktuelt. Skulle selskapet være konkursutsatt bør man gjerne velge en balansebasert tilnærming, hvor man ser på verdien av balansen ved likvidasjon, og avviklingskostnader ved konkurs (Kinserdal, 2011h).

Basert på utredningene ovenfor, og at HRG er et modent selskap, som dog står ovenfor til dels store utfordringer, velger jeg å foreta en fundamental verdsettelse. I tråd med Finn Kinserdals undervisning til jeg benytte EV-modellen som en toperiodes DCF-modell.

3.5.1 Rammeverk for den fundamentale verdsettelsen

Når man foretar en fundamental verdsettelse må man omgruppere regnskapet, slik at det kan brukes til analyseformål. I den sammenheng må man også normalisere de historiske resultater, slik at de historiske dataen i analysen i størst mulig grad reflekterer det som egentlig er normal drift i selskapet. For å få størst mulig klarhet i selskapets omstendigheter, muligheter, styrker, svakheter og potensielle trusler, må man foreta strategiske analyse. Disse bør både ta hensyn til eksterne og interne faktorer som påvirker selskapet på ulikt vis. Det er også viktig å se på selskapets økonomiske historie, hvor man blant annet vurderer likviditet, soliditet og lønnsomhet, og derfor må man i tillegg til den strategiske analysen, foreta regnskapsanalyser. Analysene sier noe om hvor selskapet er i dag, og gir pekepinner for retningen selskapet er på vei i. Når analysene er foretatt er det tid for å utarbeide et framtidbudsjett for den eksplisitte perioden. Man *kan* velge å lage bare et budsjett, men det beste vil være å lage flere scenarioer, hvor man kan forespeile flere ulike retninger for selskapet. Man vekter de ulike scenarioene etter hvor sannsynlig det er at de vil oppstå, og samler de vektete nåverdiene i en samlet verdi. For beregning av nåverdier må man dessuten kalkulere et passende avkastningskrav. For å fullføre den fundamentale verdsettelsen, beregner man terminalverdi og legger den til den vektete nåverdien av kontantstrømmene, slik at man finner virksomhetsverdien. Den justerer man for finansielle poster og eventuelt andre eiendeler, og finner slik egenkapitalverdien, som fordeles på antall aksjer i selskapet. Til slutt bør man foreta en sensitivitetsanalyse, hvor man ser hvilken påvirkning endringer i de viktigste faktorene i verdsettelsen har på sluttverdien. Det vil vise hvilke drivere som påvirker resultatet mest, og hvor følsomme de er for endringer (Kinserdal, 2011a).

Videre vil jeg først foreta en strategisk analyse av eksterne og interne faktorer, før jeg går videre til regnskapsanalysen. Deretter vil jeg kalkulere avkastningskrav og budsjettere kontantstrømmer. Så vil jeg gjennomføre den fundamentale verdsettelsen, før jeg foretar en kort sensitivitetsanalyse. Til slutt vil jeg oppsummere kort, og kommentere styrker og svakheter ved oppgaven.

4.0 Strategisk analyse

I denne delen vil jeg foreta en strategisk analyse av Hurtigruten og selskapets omgivelser. De interne og eksterne analysene brukes for å kunne kartlegge den strategiske posisjonen til HRG. Den strategiske posisjonen kan defineres som ”en allokering¹³ av ressurser i en virksomhet som innenfor bransjen gir en viss evne til å generere en strategisk fordel – og slik en rentabilitet utover kravet” (Knivsflå, 2010a, lysbilde 03-5). Den strategiske posisjonen vil også være reflektert i aksjeprisen, fordi den påvirkes av hvordan det står til med selskapet. Jeg må finne dagens posisjon for å kunne si noe om hvordan landskapet foran ser ut. Hvilke styrker og svakheter tar HRG med seg, og hvilke muligheter og trusler står selskapet ovenfor. Denne informasjonen, sammen med regnskapsinformasjon, vil legge grunnlaget for de fremtidige scenarioene jeg vil vurdere senere. Dette vil videre være basisen for selve verdsettelsen i kapittel 8, hvor målet til slutt er å finne verdien av selskapet.

Til de strategiske analysene vil jeg bruke tre forskjellige verktøy. Jeg vil først foreta en PESTEL¹⁴-analyse, som ser på de makromiljømessige forholdene. Deretter vil jeg bruke modellen om Porters fem krefter (leverandører, nye etablerere, kunder, substitutter, rivalisering innad i bransjen). Til slutt vil jeg benytte SVIMA¹⁵ for å finne hvilke interne ressurser HRG som kan gi selskapet et varig, beholdt konkurransefortrinn.

4.1 PESTEL

Som nevnt ovenfor bruker man PESTEL til å se på omgivelsene til et selskap fra et makronivå, for å vurdere hvilke trusler og muligheter selskapet står overfor. Jeg vil kort beskrive de forskjellige områdene den tar hensyn til, før jeg vil gå nærmere inn på hvert enkelt område og vurdere på hvilken måte det påvirker den strategiske posisjonen til HRG.

Først ser man på de *politiske* faktorene. Hvordan bestemmelser fra politisk hold påvirker hva selskapet kan gjøre og ikke gjøre, muligheter for støtte fra staten, spesielle reguleringer og lignende. Deretter må man vurdere *økonomiske* faktorer. Her kan elementer som rente, inflasjon, valutaendringer spille inn på de økonomiske rammeforholdene for bedriften. Videre

¹³ Fordeling

¹⁴ PESTEL = Political, Economic, Social, Technological, Environmental, Legal

¹⁵ SVIMA = Sjelden, Viktig, Ikke-imiterbar, Mobiliserbar, Appropriierbar

ser man på de *sosiale* omgivelsene, hvor man vurderer aktuelle tendenser i samfunnet som er relevante for bedriften. *Teknologisk* utvikling kan ha positiv innvirkning på kostnader, evne til innovasjon eller muligheten til å differensiere seg fra konkurrenter. I noen bransjer kan de *miljømessige* faktorene være en stor utfordring, enten fordi bransjen driver forurensende virksomhet, eller fordi vær og klimaendringer påvirker driften. I andre bransjer kan et miljøfokus gi muligheter for å skille seg positivt ut i mengden. Til slutt i analysen må man vurdere om det er noen *juridiske* faktorer som har en spesiell innvirkning på selskapet. Det kan gjelde spesielle lovmessige reguleringer for bransjen, det kan være nye regler for arbeidsmiljø som påvirker dagens rutiner og så videre (OxfordUniversity Press, 2007).

4.1.1 Politikk

Statens finanspolitikk, som omhandler offentlige inntekter og utgifter, er noe HRG må ta hensyn til. Det aller viktigste momentet ligger trolig på utgiftssiden for staten, nemlig tildeling av kontrakt for å drive hurtigrutevirksomhet mellom Bergen og Kirkenes. Ruten drives på anbud fra staten og kompensasjonen tilbyderen mottar, er for å drive sjøtransport (både personer og gods) for staten. Tildelingen i 2011 hadde en økonomisk ramme på 5 120 millioner kroner, hvor HRG vil motta gjennomsnittlig 640 millioner kroner fra staten hvert eneste år. Dette er i utgangspunktet mindre enn de selv ønsket (700 mill kr for å seile hver dag), men likevel mer enn det de før har mottatt. Tildelingen av kontrakten gir dem rett til å drive denne ruten de neste åtte årene (2012-2019) (Hurtigruten ASA, 2012d; Orskaug, 2011). Dette gir dem mulighet til å drive ruten med statens støtte, også uavhengig av hvordan det politiske miljøet forandrer seg.

På den andre siden i finanspolitikken er det skatter, avgifter og regler for pensjonssparing som HRG må ta hensyn til. NOx-avgiften er for eksempel et viktig element ettersom HRG er avgiftspliktig for NOx¹⁶, og er i tillegg medlem av NOx-fondet. Det vil si at de har forpliktet seg, sammen med andre medlemmer, til å bidra til å redusere utslipp på til sammen 16 000 tonn i perioden 2011-2017. I 2011 var NOx-avgiften for HRG kostnadsført til 13,4 millioner kroner. Det er Statens forurensingstilsyn som skal følge opp om fondets mål blir nådd, og

¹⁶ NOx = Nitrogenoksider. Dette er avgasser som fører til sur nedbør og økt konsentrasjon av bakkenært ozon. Utskilles blant annet ved forbrenning av gass og olje, og finnes i diesel som brukes som drivstoff på skipene (Næringslivets Hovedorganisasjon, 2012).

dersom de ikke gjør det kan medlemmene pålegges full avgift. Målene ble nådd forrige periode (Hurtigruten ASA, 2012d).

I tillegg til avtalen HRG har med staten om kjøp av sjøtransporttjenester, ble det i 2008 også innført en tilleggsavtale, hvor HRG både skulle få dekning for økt NO_x-avgift, mulighet til å redusere antall skip i vintertrafikk med ett skip og få kompensasjon for økte kostnader. Avtalen gjaldt for 2008-2011 og hadde en økonomisk ramme på 405 millioner kroner, hvorav HRG har fått utbetalt 170 millioner kroner. I 2011 ble avtalen erklært ugyldig av ESA (EFTA Surveillance Authority), og de har krevd at HRG må tilbakebetale kompensasjonen selskapet har mottatt. Etersom HRG er uenige med ESA, har saken nå kommet opp for EFTA¹⁷-domstolen, som i april 2012 skal vurdere hvorvidt statsstøtten HRG har mottatt er ulovlig eller ei. Dom vil trolig ikke komme før i høsten 2012, men HRG har avsatt 35 millioner kroner som tap i regnskapet for 2011 (Hurtigruten ASA, 2012d).

Av annen form for statsstøtte kan også nevnes nettolønnsordningen for sjøfolk, som HRG ble inkludert i, i 2007, og som innebærer at HRG får refundert innbetalt forskuddstrekk og arbeidsgiveravgift for den delen av besetningen som er en del av sikkerhetsbemanningen (Landre, 2006; Sjøfartsdirektoratet, 2012). Dette er en ordning som sparer HRG for 90 millioner kr årlig (De Lange, 2007). I tillegg nyter HRG godt av ordningen om differensiert arbeidsgiveravgift, som innebærer at man betaler ulik arbeidsgiveravgift basert på hvor i landet virksomheten er lokalisert. HRG er registrert i Narvik, Nordland, og ligger dermed i en sone hvor man kun betaler 5,1% i arbeidsgiveravgift (mot 14,1 %, som er den vanligste satsen) (Finansdepartementet, 2007).

I Norge opererer man med flere typer pensjonsordninger, hvor man hovedsakelig skiller mellom tilskuddspensjon, ytelsesbasert pensjon og avtalefestet førtidspensjonering (AFP). En *tilskuddsbasert* pensjon innebærer at HRG setter inn et årlig innskudd til arbeidstagerens pensjonssparingskontoer. Beløpet er sperret, og størrelsen av det avhenger av avkastningen, hvilket gjør at den økonomiske risikoen ligger på arbeidstageren. *Ytelsesbasert* pensjon vil si at HRG gir arbeidstageren et pensjonsløfte om at den vil få en årlig pensjon, som blir regnet i prosent av lønnen man har hatt i årene før man tar ut pensjon. Dette er en gradvis opptjening, som gir full støtte (basert på løftet) først etter 30-40 års sparing. HRG benytter begge

¹⁷ The European Free Trade Association

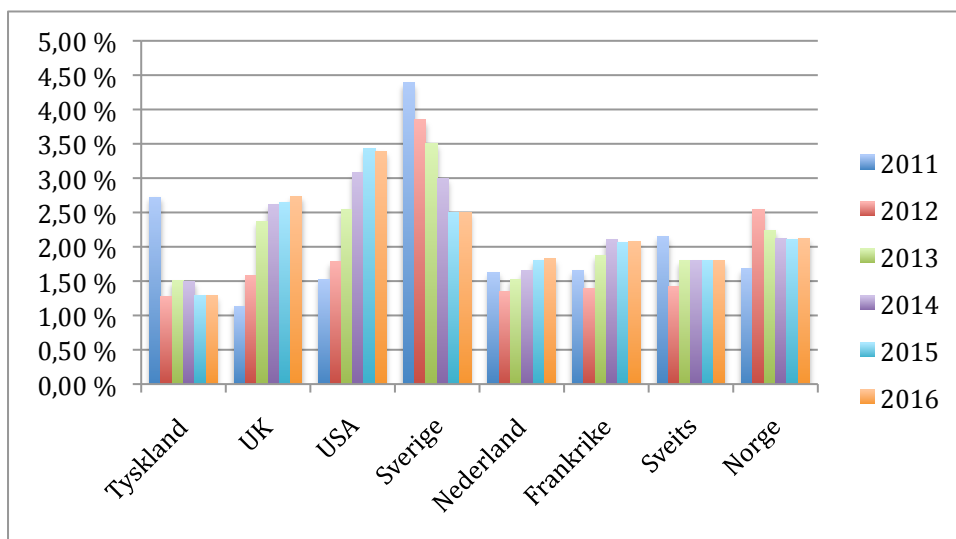
ordninger. I februar 2010 ble det vedtatt at AFP skal være en ytelsesbasert flerforetaksordning (Gjesdal, Kvaal og Kvifte, 2011). Det vil si at HRG skal regnskapsføre inn sin prosentvise andel av pensjonsforpliktelser, pensjonsmidler og pensjonskostnader for en arbeidstager. Den vil likevel enda bli regnskapsført som en tilskuddsordning ettersom det er uklareheter i informasjonen om fordelingen av pensjonen. HRG har pensjonsforpliktelser i både Norge og Tyskland. Diskonteringsrenten HRG har benyttet på forpliktelsene i Norge er basert på 10 års statsobligasjonsrente og lå i 2011 på 2,6 %. Renten benyttet på de tyske forpliktelsene er 4,6 %. Momenter som påvirker disse forpliktelsene vil være endringer i rentenivå, levealder i de ulike land og endringer i lønn- og pensjonsreguleringer. HRGs pensjonsordninger dekker 2073 ansatte (Hurtigruten ASA, 2012d).

4.1.2 Økonomi

4.1.2.1 Finanskrisen i Vesten

En svært viktig økonomisk faktor for HRG er den økonomiske krisen som har rammet Europa og USA. Som nevnt under punkt 2.3.1.1 kan man for eksempel anta at tilbakegangen i forhåndsbestillinger fra Tyskland kan skyldes den urolige tilstanden i økonomien. Og det er i utgangspunktet et land som i utgangspunktet har manøvrert seg godt gjennom finanskrisen. Selv om de verste antagelsene gjerne ikke har slått til enda, og HRG enda ikke har opplevd en merkbar svikt i de viktigste markedene (Hurtigruten ASA, 2012d), er usikkerheten fortsatt til stede. I for eksempel Spania, landet hvor det var størst tilbakegang i forhåndsbestillinger, er det stor arbeidsledighet, høye renter og fare for reduserte lønninger (Takla, 2012), og det fryktes at landet skal gå konkurs. I USA har statistikken vist at jobbmarkedet har gått oppover i første kvartal av 2012. I en rapport fra Automatic Data Processing (ADP)¹⁸ (2012) ble det i begynnelsen av april 2012 meldt at det var blitt skapt 209 000 nye arbeidsplasser (privat sektor, ikke jordbruk) i USA i løpet av mars måned. Senere har det kommet motstridende meldinger om at veksten er lavere, og at selv om arbeidsledighetsprosenten gikk nedover (fra 8,3 % til 8,2 %), skyldes dette ikke at flere har kommet i arbeid, men at flere arbeidsledige har gitt opp jobbjakten (Homan, 2012). I en oversikt over forventet utvikling i kjernemarkedene til HRG fra det internasjonale pengefondet (IMF) viser en oversikt over den forventede prosentvise endringen i brutto nasjonalprodukt (BNP) i perioden 2010-2015 (prognoseperioden er fra 2011):

¹⁸ The ADP National Employment Report



Figur 3 Forventede endringer i BNP for HRGs kjernemarkeder

(Kilde: International Monetary Fund, Economic Outlook Database, 2011)

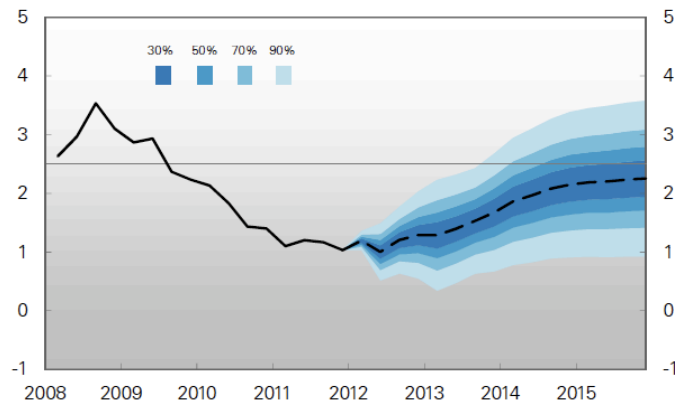
Man ser at UK, USA og Sverige er de landene med størst forventede svingninger. Både for UK og for USA venter man vekst, mens i Sverige forventer man en nedgang i den prosentvise endringen i BNP. Fra 2010 til 2011 har man forventet en forholdsvis høy vekst i Tyskland, mens resten av perioden vil være forholdsvis stabil. I Nederland, Frankrike og Sveits forventer man også jevne forhold, men felles for alle er at det for 2012 forventes en liten tilbakegang. I Norge derimot ser man at det forventes vekst i 2012, med en liten nedgang det neste året, for så å være forholdsvis stabilt. Alt i alt forventer man en stabil framtid i alle HRGs kjernemarkeder. Likevel er det viktig å merke seg at flere land i Europa, som for eksempel nevnte Spania, står foran svært store utfordringer og går en usikker framtid i møte. Utviklingen i andre EU-land vil kunne påvirke kjernemarkedene til HRG negativt. Høyere renter, arbeidsledighet, konkurser, tap av arbeidsplasser og reduserte lønninger er allerede en realitet i flere land, og en forverring av denne tilstanden vil selvsagt påvirke prognosene over. For HRG vil konsekvensene kunne bli at færre vil ha råd til å reise på ferie til og i Norge, og dermed heller ikke ha råd til å reise med Hurtigruten.

4.1.2.2 Rentenivået i Norge: styringsrente og inflasjon

Det er regjeringen som setter målene og retningslinjene for pengepolitikken i Norge, mens Den Norske Bank følger dem opp. Regjeringen har satt som mål for inflasjonen¹⁹ at den skal ligge på 2,5 %, for å sikre en stabil prisvekst i Norge. Hvis inflasjonen blir for høy i forhold til

¹⁹ Prisstigning. Når inflasjonen øker reduseres verdien av pengene.

lønnsveksten vil det si hver enkelt får mindre å rutte med, fordi man må betale mer for det man kjøper. Under er en graf som viser KPIXE²⁰ i Norge de siste årene, og referansebanen for den forventede utviklingen.



Figur 4 KPIXE for perioden 2008-2015

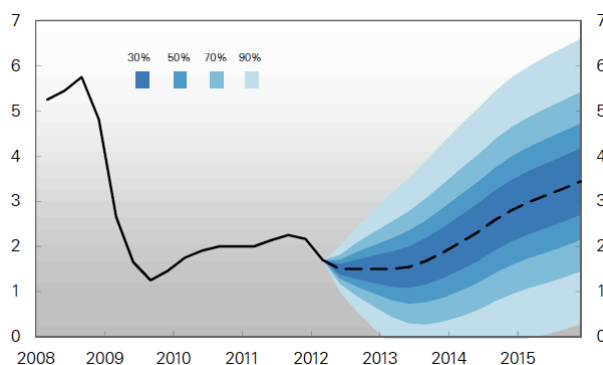
(Kilde: Norges Bank, 2012a)

Som man ser av figuren har prisveksten sunket siden finanskrisen slo ut i 2008, og per mars 2012 konsumprisindeksen 1,5 %²¹, det vil si 1 % under målet (Statistisk Sentralbyrå, 2012a). Som man ser av figuren *forventes* det en jevn vekst oppover mot målet på 2,5 %.

Styringsrenten er den renten norske banker får i Norges Bank for den kvoten med penger som de har skutt inn der. Den setter nivået for rentene bankene igjen setter for sine kunder. Høy styringsrente gir høye låne- og innskuddsrenter og lav styringsrente gir lave renter. Etter finanskrisen slo ut i 2008/2009 har nivået på styringsrenten vært lavt, og er pr i dag (juni 2012) 1,5 %. Under er en graf fra Norges Bank (2012) som viser den historiske og forventede utviklingen i styringsrenten i perioden 2008-2015. Man kan se at den forventes å være lav de par neste årene, men med en svak stigning og å ha kommet over 3 % mot slutten av 2015. Lav styringsrente tilsier at folk (og bedrifter) vil ha lavere kostnader på lån og generelt sett mer å rutte med. Selv om renten vil stige forventes den likevel å være på et såpass lavt nivå at det trolig ikke vil ha en veldig negativ innvirkning på folks ferieøkonomi. I tillegg vil det bidra til lave finanskostnader for HRG.

²⁰ Konsumprisindeks justert for avgifter og uten midlertidige endringer i energipriser

²¹ Nede i 1,4 % i juni 2012.



Figur 5 Referansebanen for anslaget på styringsrenten

(Kilde: Norges Bank, 2012)

4.1.2.3 Oljepriser

Oljeprisene er en viktig faktor for HRG. Siden slutten av 2009 og fram til i dag har de stadig økt. Etterspørselen forventes å øke, noe som i seg selv vil presse prisen opp, og ettersom olje og gass etter hvert blir en knappere ressurs blir presset større. Prognoser for framtidig oljepris angir derfor at disse vil øke (Bloomberg, som vist i Dagens Næringsliv, 2012).



Dette vil føre til økte driftskostnader for HRG.

4.1.3 Sosiale forhold

Som nevnt i punkt 4.1.2 vil naturligvis momenter som tap av arbeidsplasser og arbeidsledighet ha en negativ påvirkning på folks muligheter til å dra på ferie. Samtidig lever vi i en tid hvor de sosiale forskjellene mange steder blir stadig større, og de som har god råd får det stadig bedre. Dessuten lever folk lengre, og det er en trend at førtiårene er de nye trettiårene, og femtiårene de nye førtiårene. Folk ønsker å oppleve mer og se mer, og jo mer eksotisk, jo mer attraktivt. I en rapport fra Innovasjon Norge (Hoem, 2007) kunne de melde at det var en tendens i reiselivet at nisjene vokser. Det er positivt for HRG. Cruisevirksomheten i de arktiske strøk er helt klart en nisje, men også ruten Bergen - Kirkenes vil kunne regnes som en nisje, da de per dags dato ikke har en klar konkurrent som også seiler *hele* strekningen. At mange av dagens pensjonister også heller vil bruke pengene sine på å reise og se verden enn å

spare dem til barnebarna (ViOver60.no, 2011) er et positivt tegn for dem som driver med reiseliv.

4.1.4 Teknologi

Et område hvor teknologien kan spille en viktig rolle for HRG, er med hensyn til drivstoff. I dag benytter HRG diesel på skipene sine, henholdsvis spesialdestillat marine (tyngre destillat) på skipene langs kysten og vanlig marine gassolje (mellomdestillat) på de i polare strøk (Hurtigruten ASA, i.d.a; Statoil 2008, 2003). Disse fører til utslipp av CO₂ (karbondioksid) og NO_x (nitrogendioksid) (henholdsvis 2,8 kg og 2,6 kg CO₂ pr liter produkt) . Ved å gå over på lette drivstoffkvaliteter har HRG kunnet redusere utslippene av SO₂ (svovel) (Hurtigruten ASA, 2012d), men det er fortsatt en vei å gå for å bli enda mer miljøvennlig. En mulighet kan muligens være å for eksempel gå over til biodiesel (FAME²²). Biodiesel lages av vegetabiliske oljer (raps-, soya-, palme-) og produseres i blant annet USA, Brasil og innenfor EU, som er den største produsenten. Selv om flere tar det i bruk, er det fortsatt et stort potensial for å gjøre bruken enda mer utbredt. En begrensning er imidlertid at skipsmotorene per dags dato ikke er laget for å kunne benytte biodiesel, og det er også begrensninger i transport av drivstoffet (Authen, 2010) . I Norge var det i utgangspunktet tenkt at man skulle prøve å bruke biodiesel på ferger som en begynnelse, men dette prosjektet ble stoppet på grunn av kostnadsnivået. Men ettersom man skulle kunne kutte CO₂-utslippene med rundt 45 % ved å gå fra vanlig diesel til biodiesel (Steen, 2011), er dette et spennende område å bevege seg inn i, og som HRG burde følge med på.

4.1.5 Miljø

En miljømessig faktor som alltid har vært av stor betydning for HRG, er været. Å drive hurtigrutedrift langs kysten av Norge har bestandig medført et element av usikkerhet for muligheten til å seile. Høsten 2011 ble dette tydeligere enn noen gang. Ekstremværstormene Berit (november 2011), Cato og Dagmar (desember 2011) førte til flere kanselleringer, som igjen førte til et tap på rundt 40 millioner kroner for HRG (Hurtigruten ASA, 2012d). Med klimaendringer som ser ut til å bli stadig tydeligere må man vurdere i hvilken grad slikt vær vil kunne bli mer og mer vanlig. I følge Meteorologisk institutt (MET) (2012a) sier klimaprognoser at været skal bli ”villere og våtere”, men man har *egentlig* ikke sett tegn på dette i Norge (så langt), selv om det har kommet mer nedbør. Samtidig gir klimamodeller prognoser som tyder på at man i framtiden vil oppleve kraftigere vind, økt nedbør både pr

²² Fatty Acid Methyl Ester

døgn og over lengre tidsrom. Det, kombinert med at temperaturen stiger, vil kunne gi kraftigere byger framover. Ekstremvær blir definert som at *”vinden eller nedbøren er så kraftig, forventet vannstand så høy (...) at liv og verdier kan gå tapt om ikke samfunnet er spesielt forberedt på situasjonen. Været berører et stort område, for eksempel et fylke”* (MET, 2012b). Man ser dermed at HRG må være forberedt på mer ekstremvær i framtiden. Dette vil kunne få en negativ påvirkning på resultatene til selskapet.

HRG driver som nevnt med godstransport, og til tross for at den har et visst utslipp av CO₂, NO_x og SO₂, er Hurtigruten likevel et mer miljøvennlig alternativ enn veitransport. På Forskning.no (Løvland og Borch, 2010) kan man lese at Transportøkonomisk institutt har meldt at godstransporten i Norge forventes å øke med 80 % de neste tretti årene. Det er flere utfordringer knyttet til dette dersom alt skal transporteres på vei. For det første er ikke veinettet i Norge beregnet for en slik økning i tungtrafikk. For det andre vil det føre til en stor belastning på miljøet. Det er derfor et ønske om å få mest mulig transportert via bane og båt. Dette kan føre til en stor mulighet for HRG til å tilby sine tjenester, som det eneste selskapet som seiler langs nesten hele kystlinjen i Norge. I følge HRG selv ”sparer” de allerede veinettet for om lag 10 000 lastebiler og vogntog i året (Hurtigruten ASA, 2012d) og en økning i dette tallet ville være positivt både for HRG og miljøet. I tillegg vil dette kunne HRG et stort spillerom med tanke på markedsføring, ettersom folk blir mer og mer opptatt av miljøet og miljøvennlige løsninger.

4.1.6 Juridisk

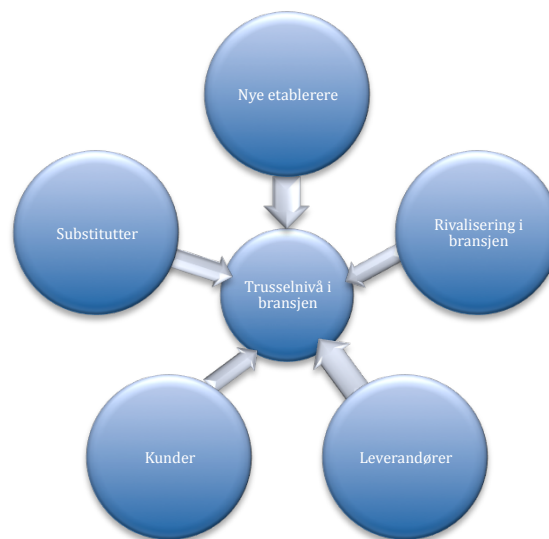
Som cruiseoperatør i Antarktis er HRG underlagt en del reguleringer for turisttrafikk til området. Det er Norsk polarinstitutt som holder kontroll med den norske cruisetrafikken der oppe og regulerer trafikken i henhold til den såkalte *Antarktistraktaten*. Fordi naturen og dyrelivet der er sårbart, er det flere reguleringer man må forholde seg til som cruiseoperatør der oppe: For det første er det egne retningslinjer på de mest besøkte stedene. Man opererer med et guide:passasjer-forhold på 1:20. For det andre er det en begrensning på passasjerantall. Det er kun skip med en passasjerkapasitet opp til 500 som kan legge til land, og det tillates kun at 100 personer kan være i land samtidig. Det er også slik at det i de ulike områdene kun kan være ett skip om gangen. I 2008 var det kun HRGs MS Fram og Polar Star Expeditions MV Polar Star som drev norsk cruisetrafikk der, noe som ikke ser ut til å ha endret seg (Overrein, 2008). MS Fram har en kapasitet på 250 passasjerer, som er vel innenfor begrensningen fra Antarktistraktaten. Også på Svalbard er det klare reguleringer HRG må

følge. Selskapet har blant annet ansvar for passasjerenes sikkerhet, samtidig som de også har ansvar for at passasjerer de tar med seg til Svalbard oppfører seg på en måte som ikke er til skade for miljø eller dyreliv der oppe. HRG er også pålagt å være forsikret med tanke på eventuelle redningsaksjoner (Forskrift om turisme på Svalbard, 1992).

En viktig regulering for og i HRG er helse, miljø og sikkerhet. Dette er faktorer HRG allerede holder høyt, men brannen i 2011 hvor to ansatte mistet livet og syv besetningsmedlemmer ble skadet, viste at man fortsatt kan forbedre regler og rutiner. I følge HRG følger de alle krav og regler (både nasjonalt og internasjonalt) satt for sjødrift. De melder videre at et steg for å enda bedre kunne følge opp sikkerhetsrutiner vil de bli bedre på å rapportere enkelthendelser for å skape en åpen og sikkerhetsbevisst kultur (Hurtigruten ASA, 2012d).

4.2 Porters fem krefter

Porters fem krefter²³ er et strategisk analyseverktøy som brukes for å vurdere eksterne krefter som påvirker trusselnivået en bedrift står ovenfor i bransjen den opererer i. Et høyt trusselnivå vil kunne ha en negativ påvirkning på bedriftens evne til å prestere. Porter har identifisert fem slike trusler som påvirker miljøet, som illustrert under.



Figur 6 Porters fem krefter

(Kilde: Barney, 2007, s.58, oversatt fra engelsk)

²³ Utformet av Michael Porter, professor ved Harvard Business School

De fem kreftene kan man enkelt forklare slik (nærmere utdyping vil komme underveis i analysen):

- *Nye etablerere* - Disse er selskaper som vurderer å starte opp i en bransje, eller som gjerne nettopp har startet å gjøre det. Hvis det er en ny bransje med få aktører kan nye etablerere utgjøre en stor trussel fordi konkurransen med ett øker. Hvis bransjen er større blir effekten av en ny mindre. For å vurdere trusselnivået fra disse ser man på ulike inngangsbarrierer, eventuelt mangelen på disse.
- *Substitutter* – Disse selskapene tilbyr en vare eller tjeneste som møter det samme behovet hos kunden som bransjen, men på en annen måte. Et eksempel på dette kan være å gå på kino versus å se film på DVD. Hvis kundens behov er å se en aktuell film vil både et kinobesøk og en DVD dekke det behovet, men på ulike måter. Hvis substituttet er godt nok og prisforskjellen går i substituttets favør, kan det bli en alvorlig trussel.
- *Kunder* – Det er dem man leverer sine produkter og/eller tjenester til. Hvis de for eksempel er mange kan de ha stor makt, og med stor makt følger muligheten for et økt trusselnivå.
- *Leverandører* - Dette er, som man kan forstå, de som leverer varer, produkter og tjenester til bransjen. Det kan være råvarer til produksjon, ansatte som leverer sin arbeidskraft, de som produserer driftsmidlene som brukes i bransjen og lignende. Det er flere sider ved leverandørene som kan føre til et økt trusselnivå i bransjen. Alt fra hvor mange man har tilgjengelig, makten de har og lignende.
- *Rivalisering i bransjen* – Dette sier noe om intensiteten i bransjen, det vil hvor tøft det konkurransmessige klimaet er, og hvor hardt man kjemper mot hverandre. Hvis dette er svært tøft, og for eksempel bidrar til at selskaper i bransjen går konkurs, er selvsagt trusselnivået svært høyt.

Jeg vil gå nærmere inn på hver av de fem kreftene og vurdere hvilke eksterne trusler HRG står overfor. Da vil jeg også gå nærmere inn på hvilke trusler som kan føre til et økt trusselnivå i bransjen. Bransjen jeg ser på er reiselivsbransjen med utgangspunkt i skipsfart. Vennligst merk, at som nevnt under punkt 2.3 har HRG ingen direkte konkurrenter på rundreiseruten langs norskekysten. Med hensyn til cruisene til Antarktis, Svalbard og Grønland vil det være andre konkurrenter som også seiler dit, både cruiseoperatører og andre

som tilbyr ”opplevelsesreiser”. Jeg vil derfor vurdere i henhold til de ulike områdene de opererer og kartlegge hvem som er de tilnærmet nærmeste konkurrentene på de ulike områdene. Analysen er videre bygget på ulike faktorer nevnt under de fem kreftene av Porter i Barney (2007).

4.2.1 Nye etablerere

Som nevnt ovenfor er det slik at når man skal vurdere trusselnivået fra (potensielle) nye etablerere, må man vurdere om det finnes noen inngangsbarrierer, og i hvilken grad disse eventuelt hindrer nye selskaper i å etablere seg i bransjen.

En slik barriere kan være reguleringer fra myndighetene. Hvis man ser på et av HRGs kjerneområder, *norskekysten*, er dette som nevnt en rute som blir lyst ut på anbud fra den norske stat. I den sammenheng var transportselskapet Veolia (nå Boreal) en liten stund involvert i prosessen, ettersom de ønsket å legge inn et tilbud. Dette var imidlertid en kortvarig trussel, ettersom de valgte å trekke seg ut av prosessen før de hadde kommet med et tilbud. HRG fikk kontrakten som varer ut 2019, hvilket gjør at ingen andre kan gi dem konkurranse på hele ruten i denne tidsperioden. Dette reduserer trusselnivået betydelig.

I tillegg til at det er staten som har gitt HRG kontrakten, spiller statsstøtten de gir HRG også en rolle. En inngangsbarriere kan nemlig være kostnader ved å gå inn i bransjen, eventuelt kostnadmessige fordeler selskaper som er i bransjen allerede, har. Å få støtte fra staten for å drive hurtigrutedrift er helt klart en fordel for HRG som trolig kan bli oppfattet som en inngangsbarriere fra andre konkurrenter.

HRG har tidligere vært nær konkurs (Mediehuset Nettavisen AS, 2008), og fikk senest i 2011 et resultat før skatt på minus 153 millioner kroner (Hurtigruten ASA, 2012d), blant annet på grunn av kostnadene ved alle kanselleringene langs norskekysten. Det signaliserer at det er en utfordrende bransje de opererer i, at det ikke er en bransje som umiddelbart gir veldig høy profitt. Dette trenger ikke være en barriere, for det er ikke gitt for en ny etablerer at det må skje den også, men det kan virke avskrekkende gjennom det at det sender et signal om dette kan være en bransje med høye kostnader og lav profitt.

HRG har seilt langs kysten av Norge i 119 år, og har en lang historie å spille på. Selskapet har kunnet bygge på historien sin og bygge opp et merke "Hurtigruten", hvor reisen er en opplevelse i seg selv, med den fantastiske norske naturen som bygger opp under dette. Dette blir en måte å differensiere seg med hensyn til turister. Det historiske suset og "Hurtigrutereisen" med "stor H" kan også fungere som en inngangsbarriere – andre kan ikke gi samme opplevelsen som Hurtigruten kan.

Med tanke på cruisevirksomheten i Antarktisk, Svalbard og Grønland er dette områder som er svært regulerte med tanke på turisme og cruisevirksomhet. Videre krever det at man har erfaring med å seile i området. Det er heller ikke så lenge siden HRG begynte å satse på disse områdene. I årsrapporten for 2011 (Hurtigruten ASA, 2012d) nevner HRG selv at dette markedet er i vekst, hvilket indikerer at de utfordringene som kan komme med å etablere reiselivsdrift i disse områdene ikke nødvendigvis fungerer som barrierer.

Basert på de ulike momentene ovenfor, vil jeg konkludere med at det finnes en del inngangsbarrierer i denne bransjen av varierende grad, og at det i tillegg finnes en del momenter som kan virke avskrekkende for nye eller nylige etablerere. Samtidig ser man altså at en del av markedene de opererer vokser. Basert på dette vil jeg anslå at truslene fra nye etablerere er relativt lav, men økende.

4.2.2 Substitutter

Med hensyn til HRG må man vurdere HRGs substitutter fra to forskjellige vinkler. På den ene siden er det transportdelen, hvor HRG tilbyr å flytte personer fra A til B. På den andre siden er det ferie- og reiseopplevelsen. Noe av effekten ved substitutter er at de er med og setter grensen for hvor stor inntekt et selskap kan få – setter selskapet for høye priser vil kundene etter hvert gå over til substituttene.

4.2.2.1 Transport

Med hensyn til transport er det både snakk om transport av gods og transport av mennesker. Vedrørende godstransport er det hovedsakelig tog og langtransport på vei som er substitutter. Sistnevnte er nok det aller viktigste substituttet, ettersom det på strekningen Bergen - Kirkenes kun går tog på strekningen Trondheim – Bodø. Tall fra Statistisk Sentralbyrå (SSB, 2012b) viste at prisene på sjøtransport av gods økte med 5,6 % fra 3.kvartal 2010 til 3.kvartal 2011, mens prisene på godstransport på vei økte med beskjedne 0,4 %. Økningen på sjøtransport skyldtes imidlertid hovedsakelig utenriks sjøfart, hvilket ikke gjelder HRG. En

slik prisforskjell burde derfor ikke påvirke valg av HRG som transportør i stor grad. Samtidig viste tall fra 2010 (SSB, 2011) at sjøtransport opplevde stor økning i omsetningen fra 2009 til 2010 (6,8%), i motsetning til landtransport (godstransport på vei), hvor omsetningen kun økte med 3,5 %. Videre må man ta hensyn til miljøhensynet og kapasitet for godstransport langs veien, som jeg har kommentert ovenfor, hvilket er momenter som tilsier at HRG burde ha et framtidig fortrinn framfor andre transportformer.

4.2.2.2 Hurtigrute og cruise

Med hensyn til andre opplevelser og feriemål er det en smal linje mellom hva som kan anses som substitutt og hva som er konkret konkurranse. For folk som skal reise på ruten nord - sør og kun trenger transport, er trusselen fra fly veldig stor, og fra buss og bil nok også relativt stor, ettersom (særlig) sistnevnte alternativ uansett vil være billigere å reise med enn hurtigruten. Videre nevner HRG selv (Hurtigruten ASA, 2012d) at med hensyn til cruisene til Antarktis, Grønland og Svalbard, opplever de konkurranse fra andre arktiske destinasjoner. I den grad man får mye av de samme opplevelsene, altså opplever at de samme behovene blir møtt, nord i Alaska eller Russland som på Grønland eller Svalbard, er nok trusselen fra substitutter relativt stor. Selve hurtigruteturen er det ingen andre som kan tilby, så der er trusselen lav. Det er ikke samme opplevelsen å kjøre bil fra Bergen til Kirkenes, så sant passasjerene har et behov som går utover det å komme seg fra sør til nord (eller omvendt) er dette ikke en trussel fra substitutter. Videre spørres det hva turister ønsker. Hvis de generelt ønsker naturopplevelser og å se eksotiske strøk er trusselen stor, siden opplevelsesreiser tilbys over hele verden. I den grad de ønsker å se norsk natur, Svalbard, Grønland eller Antarktis er trusselen lav, fordi det får man bare på de konkrete stedene.

4.2.2.3 Kurs og konferanser

Innenfor dette markedet vil hoteller og konferansesentre være substitutter, og her er nok trusselen relativt stor. Samtidig kan disse ikke tilby opplevelsen av å være på sjøen og være i den type naturomgivelser, og på den måten er det igjen begrenset i hvilken grad man kan si at de konkret møter det samme behovet. Trusselen fra dette substituttet er trolig på et middels nivå.

Oppsummert vil jeg si at HRG møter et middels nivå av trusler fra substitutter.

4.2.3 Kunder

HRGs kunder kan deles inn i flere kategorier: de som ”bare” skal ha transport, de som kjøper godstjenester og turister.

Det er flere faktorer som karakteriserer en bransje med høyt trusselnivå fra kunder. Først, at det er et lavt antall kunder. Dette stemmer ikke for HRG. Videre kan det være en trussel dersom man selger standardiserte og udifferensierte tjenester. Heller ikke dette kan man si at stemmer for HRG. Det er også en faktor dersom kostnaden ved å benytte HRG utgjør en vesentlig del av kundens endelige kostnad. For dem som reiser med HRG som en del av ferien vil dette selvsagt stemme, men det er da også en del av pakken, og kan nok derfor ikke karakteriseres som en trussel i den forstand. For dem som vurderer å reise med HRG for transportens del spiller prisen selvsagt en vesentlig rolle. I dag kan man få relativt billige flybilletter selv om man skal langt nord/sør (og tidsforskjellen er så stor at man knapt kan sammenligne de to alternativene). Bil, buss og tog (der det er mulig) er også billigere alternativer, så her er trusselnivået stort. Også for dem som skal sende gods over lange avstander er det en stor kostnad å sende med Hurtigruten versus med lastebil (Askildsen, 2007). Det er en del av avtalen med staten at HRG må frakte en viss kvote gods, så det er jo viktig at man klarer å holde på kundene.

Det finnes altså noen trusselementer blant kundene, men jeg vurderer disse å være moderate.

4.2.4 Leverandører

Hvis leverandørene er få og dominerende, selger unike og/eller differensierte produkter, ikke er truet av substitutter, truer med framlengs vertikal integrasjon²⁴ og/eller HRG ikke er en viktig kunde for leverandørene, er de en stor trussel for HRG (Barney, 2007). Selv om HRG har mange leverandører, er det likevel noen som spiller en viktigere rolle enn andre. Jeg velger her å se på leverandører av skip og drivstoff som de viktigste å vurdere trusselnivået fra.

²⁴ Framlengs vertikal integrasjon = at de selv vil gå inn som selgere i kundens marked. I HRGs tilfelle at for eksempel skipsleverandørene skulle startet hurtigrutedrift eller cruisetrafikk til polarstrøk.

4.2.4.1 Skip

Hurtigruten har i dag elleve skip som er i hurtigrutedrift langs kysten (ti på vinteren), i tillegg til MS Fram som er i cruisetrafikk. Disse har blitt levert fra flere leverandører. MS Midnattssol og MS Trollfjord ble levert av Fosen Mekaniske verksted, som i dag er en del av Bergen Group (Shipbuilding). MS Lofoten ble levert av A/S Akers Mekaniske Verksted, som i dag er nedlagt. MS Kong Harald, MS Nordlys og MS Richard With ble levert av Volkswerft G.m.b.H., Strahlsund (Tyskland), mens MS Nordkapp, MS Nordnorge og MS Finnmarken ble levert fra det som da het Kværner-Kleven Verft, i dag en del av Kleven Maritime. MS Nordstjernen (som kun seiler til Svalbard på sommeren, siste seilas sommeren 2012) kom fra Tyskland, nærmere bestemt Blohm+Voss A/G i Hamburg, som 56 år etter fortsatt er i bransjen, selv om de er mer spesialisert inn mot luksusyachter. MS Vesterålen ble levert av Kaarbøs Mekaniske Verksted, som etter konkurs i 2005 ble oppkjøpt av Harstad skipsindustri, som ikke lenger bygger skip, men heller driver med vedlikehold. MS Fram, som er HRGs cruiseskip, ble levert fra Italia, nærmere bestemt Fincantieri Shipyard (Rydheim.no/Skipsmagasinet, i.d.; Hurtigruten ASA, i.d.b).

HRG har altså et relativt stort utvalg av leverandører som kan levere skip. Den økonomiske levealderen på skip er 12-30 år. Av HRGs skip er den aldersmessige fordelingen slik:

< 12 år	4 skip
12-30 år	7 skip
> 30 år	2 skip (inkluderer MS Nordstjernen)

Det at de to som er over 30 år gamle er henholdsvis 48 år og 56 år²⁵ og de at de fleste i gruppen 12-30 år hovedsakelig er godt under tretti år, er positivt for HRG. Det tilsier at de ikke vil ha behov for å skifte ut så mange skip de neste fem årene (og ni av skipene ble da også levert på nitti- og tidlig 2000-tallet). Og når de skal det er det altså flere leverandører tilgjengelig, både i inn- og utland. Med hensyn til faktoren om HRG er en viktig kunde eller ikke, er det klart at jo større selskapet er, desto viktigere vil det være for en leverandør. HRG er et internasjonalt anerkjent rederi, en faktor som indikerer at selskapet vil være viktig. Dessuten er nok ethvert oppdrag viktig for de ulike verftene, særlig i økonomisk vanskelige tider, slik som det er nå.

²⁵ MS Lofoten, MS Nordstjernen

4.2.4.2 Drivstoff

Som nevnt tidligere bruker HRG to ulike typer drivstoff: marine gassolje og spesialdestillat marine. Det er få leverandører av disse drivstoffene, i Norge er det hovedsakelig Shell, Statoil og Esso. Dette indikerer at det finnes et visst trusselnivå. Samtidig er prisene deres avhengig av råoljeprisene, som er høye og stort sett stigende, hvilket gjør at det blir vanskeligere for aktørene å konkurrere på pris. Det reduserer trusselnivået. I tillegg ble det i desember 2010 kjent at A/S Norske Shell (2010) hadde inngått en treårs kontrakt med HRG om levering av drivstoff, som også inneholdt en opsjon på tre år. Dette medfører en stabil leverandørsituasjon for HRG, hvilket reduserer trusselnivået enda en grad.

Disse faktorene indikerer at trusselnivået fra leverandører er lavt.

4.2.5 Rivalisering i bransjen

Når man skal vurdere hvordan rivaliseringen mellom konkurrenter er, avhenger dette blant annet av hvor mange det er som konkurrerer, størrelsen på dem, vekst og vekstmuligheter i industrien og i hvilken grad de klarer å differensiere produktene sine fra de andres (Barney, 2007). HRG har som nevnt ingen konkurrenter som kan sammenlignes direkte med selskapet, men har ulike konkurrenter på de ulike områdene. Jeg vil derfor vurdere trusselnivået på de ulike områdene og til slutt ha en samlet vurdering for selskapet totalt.

HRG er som tidligere nevnt det eneste selskapet som har daglige avganger langs kysten av Norge. Den ”farligste” konkurransen var nok da tidligere Veolia holdt på å legge inn et konkurrerende tilbud på ruten Bergen - Kirkenes. De trakk seg i siste liten, men hadde de lagt inn – og vunnet – ville det kunne blitt svært alvorlig for HRG, ettersom de ikke lenger ville kunne drive et av kjerneområdene sine. Samtidig får HRG konkurranse på særlig to områder her: vanlig passasjerdrift og cruisevirksomhet. Med hensyn til passasjerdrift får de særlig konkurranse fra selskap som Boreal, Fjord1 og Torghatten, i henholdsvis vest-, midt- og nord-Norge, som har både ferger og hurtigbåter som seiler langs kysten. I årsrapporten for 2011 (Hurtigruten ASA, 2012d), nevner HRG hvordan stadig flere utenlandsaktører legger cruisevirksomhet til kysten av Norge, både sommer og vinter. Konkurransen viser seg i at HRG kun har i overkant av 15 % av cruisemarkedet når man ser året under ett. Flere av de internasjonale cruiseselskapene er også større enn HRG. Å kunne differensiere tilbudene sine er nok mye av nøkkelen til å trekke turister. Her har nok HRG en fordel, med hensyn til sin

historie og kunnskapen selskapet har opparbeidet gjennom tidene. Likevel er det ikke tvil om at rivaliseringen er tilstede og økende.

Når det gjelder HRGs Explorer-turer, karakteriserer de dette som et marked som er i stor vekst. Et marked i vekst gir muligheter for mange, noe som i seg selv demper nødvendigheten av rivalisering. Videre er dette turer til områder som i seg selv er så spektakulære og flotte at det er måten man presenterer områdene på som nok vil skille et godt selskap fra et dårlig. Her er det trolig fortsatt mange muligheter, noe som igjen vil dempe rivaliseringen. Den samme effekten har det at det er ulik størrelse på selskapene som arrangerer turer til de polare områdene (både nord og sør).

Det virker altså å være et allerede visst nivå av rivalisering i bransjen, og tendenser på at dette kan øke.

4.2.6 Totalt trusselnivå

Etter å ha vurdert de ulike kreftene ser man at selv om HRG har hatt store utfordringer de siste årene og til og med vært nær konkurs, så skyldes det ikke nødvendigvis trusler fra elementer i bransjen. Basert på vurderingene ovenfor ser det ikke ut til at det er veldig høyt trusselnivå fra noen av kreftene, selv om noen av dem kan vurderes som moderate. Samtidig er det tendenser på at trusselnivået fra blant annet nye etablere og rivaler er økende. Dette indikerer at selve bransjen også vil bli hardere i framtiden, ikke bare andre eksterne elementer som for eksempel vær og økonomiske utsikter, som er en felles utfordring for alle i bransjen. Per i dag er trusselnivået lavt til moderat, noe som lover godt for HRG. Et visst trusselnivå kan også fungere som en positiv kraft, ettersom det kan bidra til at selskapet hele tiden er skjerpet og tilbyr det beste de har og ikke hviler på gamle meritter.

4.3 SVIMA

I den siste delen av denne strategiske analysen kommer den interne analysen. Formålet med denne delen er å kunne kartlegge hvilke strategiske ressurser HRG har som kan bidra til å gi varige konkurransefortrinn. Et konkurransefortrinn kan defineres som *"langsiktig avkastning over gjennomsnittet i det relevante produktmarkedet"* (Porter, 1985 sitert i Jacobsen og Lien, 2001, s.74). Med relevant produktmarked menes de markedene HRG opererer i, som er *ferie- og fritid, kurs- og konferansemarkedet* (i Norge), *distansetraffikk* og *godstransport*. Jacobsen og Lien (2011, s.79) definerer videre ressurser som *"beholdninger av innsatsfaktorer som*

påvirker bedriftens relative evne til å iverksette produktmarkedsstrategier”. Med andre ord, hvilket ressurser har HRG som kan bidra til at de vil gjøre det bedre enn sine konkurrenter? I tabell finnes en oversikt over ulike ressurser som være strategiske og føre til varig konkurransefortrinn.

Ressurs	Eksempel
Finansiell kapital	Penger, eller tilgang på penger
Fysisk kapital	Fabrikker, bygninger, maskiner, rørledninger, lokalisering, naturressurser, kjøretøy osv.
Organisatorisk kapital	Ledelsessystemer, rutiner og etablerte prosedyrer, organisasjonskultur og –verdier, osv.
Kunnskapskapital	Databaser, patenter, teknologi, ansattes erfaring og kompetanse, osv.
Relasjonskapital	Merkevarenavn, renommé, allianser, relasjoner med kunder, leverandører, myndigheter osv.

Tabell 1 Kilder til konkurransefortrinn

(Kilde: Jacobsen og Lien, 2001, s.79)

Denne oversikten vil jeg bruke til å finne ressurser som kan bidra til konkurransefortrinn for HRG. Deretter vil jeg bruke SVIMA-analysen, som er et verktøy som brukes for å vurdere om de ressursene man mener gir konkurransefortrinn, også gir *varige* konkurransefortrinn. Dette vil være selskapets strategiske fordeler. Kriteriene for det, er at ressursen er

- *Sjelden* – At konkurrentene ikke har samme mengden eller like høy kvalitet på ressursen
- *Viktig* – at den kan redusere bedriftens kostnader eller øke kundens betalingsvilje
- *Ikke-imiterbar* - Ressursen kan ikke lett kopieres eller erstattes (substiteres) av andre
- *Mobiliserbar* – man kan skape økonomisk verdi av ressursen. Med det menes at ressursen utnyttes på en måte som er med og skape økonomiske verdier for selskapet, og at disse verdiene faktisk kan knyttes til bruken av den aktuelle ressursen.
- *Approprierbar* - Dersom ressursen er mobiliserbar, må det også være slik at den økonomiske verdien er til fordel for bedriften, og kan ikke røves av andre (som ansatte, kunder, leverandører og lignende) (Stensaker, 2010; Jacobsen og Lien, 2001). Under er en tabell som viser ved hvilke tilfeller en ressurs kan bidra til varig konkurransefortrinn.

Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobiliserbar	Approprierbar	Utfall
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt varig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Varig, ikke-beholdt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig, beholdt fortrinn

Tabell 2 SVIMA-analyse

(Kilde: Jakobsen og Lien, 2001, s.88)

4.3.1 Strategiske ressurser

HRG har selvsagt mange ulike ressurser, som sammen bidrar til at selskapet er det det er i dag. Samtidig er det ikke alle som gir selskapet et konkurransefortrinn. Jeg vil kort kommentere noen av de ressursene jeg tror kan bidra til konkurransefortrinn for HRG, kategorisert etter inndelingen i tabell 1. Deretter vil jeg trekke ut de viktigste ressursene som jeg antar vil kunne gi et beholdt, varig konkurransefortrinn og analysere dem gjennom SVIMA.

Finansiell kapital

Når det gjelder tilgang til penger er pengestøtten fra staten helt klart naturlig å trekke fram. Dette er en støtte som gis for at HRG skal drive sjøtransport langs norskekysten og som vil fordeles over hele kontraktperioden for anbudet, det vil si 640 millioner kroner i gjennomsnitt hvert år.

Fysisk kapital

Her er det to viktige ressurser. Den første av dem er skipene til HRG, og da særlig MS Fram. Selv om alle skipene er bygget for de farvannene de ferdes i, skiller MS Fram seg ut ettersom det er spesialbygget for polare strøk. Dette er en klar fordel for HRG, da det underbygger det at ikke hvem som helst kan seile i de strøkene. Videre kan lokaliseringen i form av reiserute anses som en ressurs. Både norskekysten og særlig de polare strøk byr på spektakulær natur. Å seile inn i det veldig smale Raftsundet, med høye fjellsider så nært skipet at man kan skrive på veggene, er ikke noe hvem som helst tilbyr. Selv om det er en faktor man kan benytte innenfor markedsføring av reiser med Hurtigruten, er det likevel usikkert at man kan påberope

seg retten til å si at dette er noe som i lengden skal kunne gi HRG et varig konkurransefortrinn.

Organisatorisk kapital og kunnskapskapital

Som tidligere nevnt, har HRG seilt langs kysten av Norge siden 1893, og har i løpet av de årene opparbeidet en verdifull kunnskap om forholdene langs kysten. Her er både organisering, rutiner og prosedyrer så vel som de ansattes kunnskap viktige elementer. Mannskapet kjenner farvannene og bærer sånn sett en rik, historisk arv.

Relasjonskapital

Merkenavnet *Hurtigruten* er helt klart en viktig ressurs for HRG. Særlig etter juni 2011 og ”Hurtigruten minutt-for-minutt”, som ble sendt i både innland og utland, har man gjort mange oppmerksom på hva en reise med Hurtigruten er og innebærer. Samtidig rommer navnet så mye mer, nettopp fordi selskapet har den historien det har, ”explorer”-cruisene viser at HRG har evne til å søke nye destinasjoner og er villig til å fornye seg.

Dette er bare av noen av ressursene HRG har. Selv om de bidrar til å gi Hurtigruten konkurransefortrinn, kreves det ”ja” på alle punkter under SVIMA for å gi et beholdt, varig fortrinn. I det at de er strategiske fortrinn, vil det være klokt å fokusere på noen få som man kan enten utnytte internt for å effektivisere selskapet, eller bruke eksternt for å fremme de sidene man mener er unike ved HRG. Basert på dette velger jeg å analysere pengestøtten fra staten, kunnskapen og kompetansen til de ansatte og merkevaren *Hurtigruten* gjennom SVIMA.

4.3.1.2 Økonomisk støtte fra staten

Sjelden

Pengestøtten på 5 120 millioner kroner gis som en del av kontrakten HRG fikk tildelt, og er en kompensasjon de daglige avgangene. Anbudet gis som kjent kun til et selskap per periode, og vil derfor per definisjon være sjelden, fordi det ikke er noen konkurrenter som har et tilsvarende tilbud, og da ei heller kan kompenseres for det.

Viktig

På en måte har ikke støtten en direkte effekt på kostnadene, ettersom kostnadene vil være de samme enten de hadde fått støtten eller ikke. Samtidig er nettopp det noe som påvirker regnskapet positivt. Det er en fast pengestøtte, uavhengig av om det kommer kanselleringer eller få passasjerer i perioder eller andre uforutsette hendelser. Sånn sett vil den faste, sikre inntekten ta noe av ”brodden” av faste kostnader i perioder hvor inntektene ellers blir reduserte. Støtten er derfor viktig.

Ikke-imiterbar

Denne ressursen kan overhodet ikke kopieres av andre, ei heller erstattes.

Mobiliserbar

Det er selvsagt ingen tvil om at en pengestøtte fra staten har økonomisk verdi for bedriften.

Approprierbar

Hvorvidt den økonomiske verdien tilfaller bedriften er et diskusjonsspørsmål. Som Jakobsen og Lien (2001) påpeker, er poenget med SVIMA å kunne vurdere om en ressurs vil bidra til å gi bedriften avkastning over gjennomsnittet. Pengestøtten som gis til HRG er som nevnt en kompensasjon for daglig drift, og summen selskapet får er kun ment til å kompensere transporttilbudet. Dette er for øvrig sakens kjerne i EFTA-saken, hvor de mener at HRG er blitt overkompensert. Med andre ord er summen beregnet ut fra hvor mye staten mener HRG trenger for å kunne ha et godt tilbud til kundene. I dette ligger det også at kundegrunnlaget skal være der for å ha daglige avganger. Dermed er det usikkert om støtten bidrar til at HRG får en unormalt høy avkastning, eller om den økonomiske verdien av støttene egentlig tilfaller passasjerene, altså kundene, ettersom det er for deres del støtten gis. Samtidig bidrar støtten til HRGs drift, ved at den gjør det mulig for selskapet å drive langs kysten av Norge. Jeg vil derfor si at støtten er delvis approprierbar.

4.3.1.3 Kunnskap og kompetanse i selskapet

Sjelden

Kunnskap og kompetanse er selvsagt en lite ”håndfast” ressurs, noe som gjør den litt vanskelig å vurdere. Både norskekysten og de polare områdene er farvann som er krevende å seile i. Dette i seg selv krever stor kunnskap og et dyktig mannskap som kan manøvrere

skipene forbi grunne passasjer, trange sund, og i kraftig sjø. Mannskapet skal også kunne håndtere enhver uforutsett hendelse. HRG har en lang historie å vise til og krever det beste av sine arbeidere. Kunnskapen og kvaliteten må vurderes med hensyn til kvaliteten i forhold til det andre har og her vil jeg si at HRG har en sjelden kvalitet på kunnskapen og kompetansen.

Viktig

Kunnskap og kompetanse er viktig av særlig to årsaker. Den første gjelder sikkerheten. Det kan være rimelig hardt vær langs kysten, noe som viste seg høsten 2011, og det er viktig for dem som skal reise at de føler seg trygge. Dette er kanskje enda viktigere i polare strøk, hvor klimaet er enda tøffere. Den andre årsaken går på hva selskapet kan tilby på reisen, her med tanke på turister, hvor kunnskap om områdene og hva man kan oppleve er viktig. Dette er et område hvor HRG har opparbeidet mye kunnskap, samtidig som de har skaffet gode samarbeidspartnere på de ulike stedene hvor de tilbyr utflukter. Selv om HRG har opplevd ulykker, senest september 2011, har folk tiltro til Hurtigruten. Etter ulykken var det nettopp kompetansen og sjømannskapet som betrygget folk (Sættem, 2012). Et rederi som framstår som kunnskapsrikt, dyktig og trygt vil ha en positiv effekt på folks betalingsvilje, ettersom mange vil synes det er greit å betale mer for noe som er av høy kvalitet. Slik er kunnskapen og kompetansen HRG har, viktig for rederiet.

Ikke-imiterbar

God kunnskap og kompetanse er noe som bygges over tid. Man kan ansatte mange flinke arbeidere, men mye ligger i "sjelen" i selskapet, noe som vil være individuelt fra selskap til selskap. Samtidig vil andre selskap som seiler langs kysten eller i de polare strøkene ha mulighet til å bygge opp en slik kunnskap, og det er nok naivt å tro at denne kompetansen på sikt vil kun være forbeholdt de som driver og arbeider i HRG. Jeg vil derfor si at den ikke er ikke-imiterbar. Samtidig må det poengteres at en konkurrent vil måtte bygge seg opp den samme kompetansen og kunnskapen, det er ikke noe som kan gjøres over natten.

Mobiliserbar

For at kunnskap og kompetanse skal kunne være mobiliserbare må HRG se at de får økonomisk verdi av dem. Det vil jeg si at de kan. Selskapet bruker god sjømannskap og kunnskap om farvannene som en del av markedsføringen for seilasene de tilbyr, både langs kysten og gjerne i de mer eksotiske farvannene de seiler i. Det bygger på at de har nettopp

denne kunnskapen og kompetansen, og er med og gjøre en seilas med dem enda mer attraktiv. Det tiltrekker seg kunder, som gir inntekter. Jeg mener derfor at dette er en mobiliserbar ressurs.

Approprierbar

Er det HRG eller de ansatte som ”eier” kunnskapen og kompetansen? Trolig begge. På en måte er det selvsagt de ansatte – menneskene – som eier den erfaringen og kunnskapen de har opparbeidet seg. Samtidig har jeg allerede poengtert hvordan den gode sjømannskapen er en verdi i HRG, noe som selskapet er tuftet på, helt tilbake til Richard Withs tid. Dette er en ”ånd” som nok påvirker de ansatte, og som skaper et miljø hvor de ansatte blir gode sammen. Det kan skyldes enkeltpersoner, og det kan skyldes en felles kunnskapsbase som man danner i selskapet, formelt og uformelt. Jeg vil tro at denne kunnskapen er dels approprierbar, samtidig som man ikke skal undervurdere rollen til enkeltansatte som sitter på mye kompetanse som vil være et tap for selskapet om de slutter.

4.3.1.4 Merkenavnet ”Hurtigruten”

Sjelden

Ja. Ingen andre kan eie merkenavnet *Hurtigruten*.

Viktig

Også ved denne ressursen vil det være fornuftig å vurdere hvordan dette vil påvirke betalingsviljen til kundene. Hurtigruten er et kjent merkenavn, og har i flere år fått internasjonal anerkjennelse fra ulike hold. En av de viktigste prisene var trolig da det anerkjente reiseguideselskapet Lonely Planet (LP) tildelte HRG prisen for ”Verdens beste båtreise” i 2006 (Hurtigruten ASA, 2012d). Å i det hele tatt på positiv omtale fra dette selskapet er veldig bra for et selskap som ønsker å nå ut internasjonalt, så det å bli kåret til den beste båtreisen er av stor verdi. Videre har selskapet vunnet priser som ”Best Specialist Cruise Company” (Travel Weekly Globe Awards) og ”Best Niche Cruise” (British Travel Awards) flere år på rad. Sistnevnte pris vant selskapet senest i fjor. I 2009 inngikk selskapet samarbeid med National Geographic, Centre for Sustainable Destinations. Både prisene og sistnevnte samarbeid er viktig for HRG, fordi det er med på å øke verdien av merkenavnet *Hurtigruten*. Desto mer anerkjent og prisbelønnet, desto mer attraktivt. At en reise med HRG er attraktivt, enten det er langs kysten eller til de polare strøk, gjør at selskapet trolig vil kunne

holde høyere priser enn de i utgangspunktet skulle ha kunnet, fordi det er verdt å betale litt for ”verdens beste båtreise”²⁶. Merkenavnet *Hurtigruten* er viktig.

Ikke-imiterbar

Hurtigruten er et beskyttet navn som ikke kan kopieres eller erstattes av andre, så det er helt klart ikke-imiterbart.

Mobiliserbar

Fordi navnet *Hurtigruten* er et paraplynavn for alle de ulike skipene man kan reise med, brukes navnet aktivt i markedsføringen. For eksempel er ”reis med Hurtigruten langs kysten” og ”klassiske reiser med Hurtigruten” noe av tilbudet som møter en på HRGs nettsider. Videre var ”Hurtigruten minutt for minutt” en måte å fremme produktet man selger – hurtigrutetur – ved bruk av merkenavnet, og en måte å få være ”gratispassasjer” på. PR-verdien av dette var nok høy, men nøyaktig hvor mye selskapet har fått, eller vil få igjen for det økonomisk er vanskeligere å si. Samtidig har *norskekysten* vært et tapsområde i mange år, til tross for priser og et kjent merkeavn. Jeg vil derfor tro at man kan si at merkenavnet er delvis mobiliserbart, med potensial for å kunne utnyttes enda mer økonomisk.

Approprierbar

I den grad man oppnår økonomiske verdier basert på merkenavnet tilhører dette selskapet, og den økonomiske verdien vil derfor tilfalle HRG.

4.3.2 Oppsummering

Basert på mine vurderinger ovenfor er dette altså status for de strategiske ressursene

²⁶ Merk at jeg her ser bort fra persontransportfunksjonen, som de ikke bør prise for høyt fordi betalingsviljen i det markedet trolig vil være mye lavere når man ”bare” skal fra et punkt til et annet. Her HRG også tatt grep for å kunne tilby reduserte priser.

	Sjelden	Viktig	Ikke- imiterbar	Mobiliserbar	Approprierbar	Utfall
Pengestøtte	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja (-)	Varig, beholdt fortrinn ²⁷
Kunnskap og kompetanse	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja (-)	Midlertidig fortrinn
Merkenavnet ”Hurtigruten”	Ja	Ja	Ja	Ja (-)	Ja	Varig, beholdt fortrinn

Man ser altså at HRG har flere interne strategiske ressurser som burde bidra til økt lønnsomhet for selskapet. De har jo blant annet selv påpekt hvordan pengestøtten muliggjør driften langs norskekysten.

4.4 Konklusjon strategisk analyse

Etter å ha gjennomført den strategiske analysen kan man se hvordan HRG både har styrker og svakheter, har trusler og muligheter de står ovenfor. Noen av hovedstyrkene til HRG er kompetansen og kunnskapen de har, og merkenavnet som er viktig for dem. Pengestøtten er en styrke i det at den muliggjør driften langs kysten, men kan like mye ses på som en mulighet til å løfte tilbudet de har der. Nye penger betyr ny tillit fra staten, som igjen kan gi ny giv og motivasjon i organisasjonen. De andre gode statsstøtteordningene skaper også muligheter for HRG, da de bidrar til reduserte kostnader. Videre så man hvordan pensjonister som vil reise og se verden er et marked de kan gå enda mer inn i, i tillegg til explorer-driften, hvor det ligger mange muligheter i et voksende marked. Den miljøvennlige(ere) siden av sjøtransport av gods versus transport på land kan også bli enda viktigere for HRG etter hvert som transportbehovet øker. Skulle biodiesel bli et aktuelt alternativ i framtiden, vil nok det gjøre HRG som godstransportør enda mer attraktiv.

Samtidig står selskapet fortsatt foran utfordringer. De trenger fortsatt å holde sikkerheten høyt, ulykken i september var et klart tegn på dette, og det er viktig at potensielle passasjerer aldri er i tvil om at det vil være trygt å reise med et hurtigruteskip. Videre har norskekysten vært et område hvor HRG har tapt penger, så selskapet må jobbe med å effektivisere driften i den grad det er mulig, og jobbe hardt for å holde området økonomisk levedyktig. Det kan ses på som en svakhet med HRG at det er betydelig mye dyrere å reise fra punkt til punkt, for eksempel Bergen – Trondheim, med dem enn med fly. At oljeprisene fortsetter å være høye

²⁷ Merk at dette for nå vil være varig ut perioden for kontrakten, det vil si de neste åtte årene.

forsterker denne svakheten. Dessuten er jo også trusselen fra substitutter svært stor på det området. Selskapet må videre være obs på trusler fra (potensielle) nye etablerere og rivaler, særlig i polarstrøkene, hvor det er lettere å gå inn i markedet enn for eksempel langs norskekysten.

HRG har altså mye å jobbe med, men hvis de manøvrerer selskapet godt er det likevel grunn til å anta at selskapet går en god framtid i møte.

5.0 Regnskapsanalyse

Som en del av grunnlaget for de tre scenarioene for framtiden, er det nyttig å se på historiske tall og resultater. Hvis selskapet har hatt gode resultater historisk sett, kan det gi indikasjoner på hvordan framtiden vil se ut. I den sammenheng er det slik at det er hensiktsmessig å forsøke å ”normalisere” analysetallene. Det betyr at jeg vil prøve så langt det er mulig å justere tallene for hvert år slik at de i størst mulig grad speiler det som er et ”normalt” driftsår for selskapet. På den måten vil det være lettere å finne hva som er trender for selskapet, og dermed viktig videre for scenarioene, og hva som bare er spesifikt knyttet til hvert år. Ettersom det er kontantstrømmen til drift som brukes i verdsettelsen, er det EBITDA som skal justeres. Siden man skal trekke ut alle finansielle eiendeler og gjeldsposter i verdsettelsen av virksomheten, er det nødvendig å omgruppere balansen, slik at man skiller mellom driftsrelaterte eiendeler og gjeld, og finansielle eiendeler og gjeld. Dette er naturlig å gjøre før normaliseringen av EBITDA, ettersom alle finansielle kostnader skal trekkes derfra.

Etter jeg har omgruppert balansen og normalisert EBITDA vil jeg foreta en analyse av bedriftens nøkkeltall, som brukes for å si noe om lønnsomheten, likviditeten²⁸ og soliditeten²⁹ i selskapet. Disse tallene vil både kunne fortelle om den historiske situasjonen til HRG, også i forhold til bransjen den er en del av. Utviklingen i nøkkeltallene vil kunne si noe framtidig utvikling for selskapet. Nøkkeltallene vil jeg oppsummere i en syntetisk rating, som er en måte å kredittvurdere selskapene og vurdere konkurssannsynligheten, både for HRG alene, og generelt i bransjen.

5.1 Tallmaterialet og valg av analyseperiode

Tallene som brukes i analysen er hentet fra de offentlige årsregnskapene til både HRG og representantene for bransjen, Finnlines Oyj og DFDS Group AS (se punkt 5.4.1). Disse bruker jeg fordi de offentlig tilgjengelige og reviderte³⁰, hvilket betyr at både selskapet og revisoren som har godkjent regnskapene bekrefter at det som står i årsrapportene er korrekt, og viser et rett bilde av selskapets situasjon på daværende tidspunkt. HRG rapporterer etter International Financial Reporting Standards (IFRS) og følger god regnskapsskikk i Norge

²⁸ Evne til å betale sine forpliktelser

²⁹ Evne til å tåle midlertidige, negative hendelser (Sættem, 2006).

³⁰ Alle store aksjeselskaper er revisjonspliktige i Norge

(GRS). DFDS Group AS og Finnlines Oyj følger også IFRS, og henholdsvis danske og finske retningslinjer for regnskap. Dette bidrar både til kvalitetssikring av tallene, og man får et godt sammenligningsgrunnlag, fordi tallene føres etter samme standard.

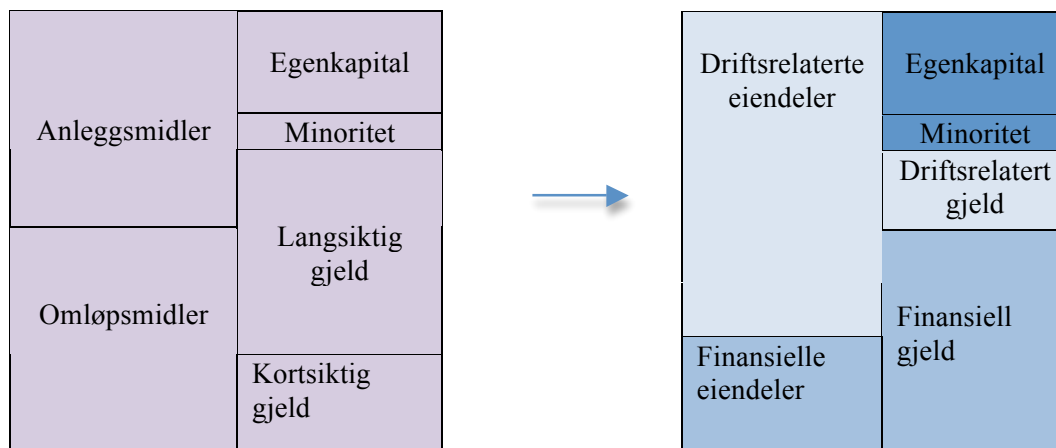
Med hensyn til analyseperiode, så er det i utgangspunktet slik, at dersom selskapet har en lang, stabil fortid, vil man kunne få et bedre bilde av driften, desto lengre bak i tid man går. Men dersom det er spesielle hendelser som ligger tilbake, som for eksempel restruktureringer eller andre større endringer i selskapet, vil årene før disse hendelsen ikke kunne si like mye om driften, fordi de ikke speiler dagens forhold på samme måte. I mars 2006 fusjonerte selskapene Ofotens og Vesteraalens Dampskibsselskap (OVDS) og Troms Fylkes Dampskibsselskap (TFDS), og tok navnet Hurtigruten Group ASA, senere bare Hurtigruten ASA. Fusjonen gjorde at man i 2006 og 2007 utformet proforma regnskap, som tok utgangspunkt i at fusjonen skjedde i 2004. Dette gjør at tallmaterialet ikke på samme måte kan sammenlignes med årene etter. Videre har selskapet fra 2008 gjennomgått en restruktureringsprosess med hensyn til fokus for kjernedrift, fram til i år. Dette tilsier at det ikke er hensiktsmessig å bruke regnskapene fra 2006 og 2007, og jeg velger å bruke tallene fra 2008-2011, altså de fire siste årene, som normaliseringsgrunnlag, og til regnskapsanalyse. Omgrupperingen av balansen vil imidlertid også omfatte 2007, da noen av tallene derfra er nødvendig for utformingen av noen av analysene.

5.2 Omgruppering av balansen for analyseformål

Årsaken til at man omgrupperer balansen er at den, slik den er satt i opp i årsrapporten, har et kreditorfokus, og er satt opp med tanke på likviditet i selskapet og betaling av gjeld. For verdivurderingsformål er man mer opptatt av drift, da det er den som driver verdiskapningen (Kaldestad og Møller, 2001). Som nevnt innledningsvis er det den frie kontantstrømmen som brukes i verdivurdering skal kun inneholde driftselementer. Derfor er det nødvendig å dele mellom driftsrelaterte eiendeler og gjeld, og finansielle eiendeler og gjeld, slik figur 7 viser. Da kan man beregne netto finansielle eiendeler/gjeld, som legges til virksomhetsverdien for å finne egenkapitalverdien.

Driftsrelaterte eiendeler er eiendeler som er nødvendige for driften, og den driftsrelaterte gjelden er gjeld som det ikke betales renter på. Finansielle eiendeler er eiendeler som ikke er direkte knyttet til drift, mens finansiell gjeld er rentebærende gjeld, som ikke forrentes

gjennom driften. En del av postene er enkle å klassifisere, slik som varige driftsmidler, som stort sett alltid er en driftsrelatert eiendel. Langsiktig lån er rentebærende og grupperes derfor helt klart under finansiell gjeld. Andre poster kan være litt mer usikre, eller inneholde elementer av begge deler. Jeg vil derfor kommentere kort de ulike postene. Vurderingene vil være basert på informasjon om hvordan man skal vurdere ulike poster av Knivsflå (2010b), Kinserdal (2011e) og Kaldestad og Møller (2011), og informasjonen om postene i årsrapporter for perioden 2011-2008 fra Hurtigruten ASA (2012d, 2011, 2010, 2009). Alle tall er hentet fra de ulike årsrapportene. Alle endringer fra det som fremkommer i rapportene, sett bort fra avrundingsforskjeller, vil bli kommentert eksplisitt. Vennligst merk at tallene brukt for 2009 i balansen er hentet fra årsrapporten for 2010, da det viste seg å være forskjeller på tallene rapportert for 2009 i rapportene for 2009 og 2010, og de sistnevnte gav best grunnlag for videre vurdering. Dette vil forklares nærmere under *justeringer* i punkt 5.3.



Figur 7 Omgruppering av balansen

(Kilde: Kaldestad og Møller, 2011, s.36)

Forklaring til de ulike postene i balansen (Hoff, 2010)

Anleggsmidler: Eiendeler man skal beholde i mer enn 12 måneder

Omløpsmidler: Eiendeler som blir betalingsmidler fra 0 til 12 måneder, alt etter hvor likvide³¹ de er.

Egenkapital: Kapital som enten er skutt inn av eiere, eller som er opptjent som følge av overskudd i selskapet.

Langsiktig gjeld: Gjeld hvor det er mer enn 12 måneder til forfall.

Kortsiktig gjeld: Gjeld hvor det er mindre enn 12 måneder til forfall.

³¹ Hvor lette de er å gjøre om til kontanter

5.2.1 Eiendeler

Driftsrelaterte

Varige driftsmidler

Varige driftsmidler er anleggsmidler, og er derfor eiendeler som man skal beholde i lengre tid. Som navnet tilsier er dette en post som er driftsrelatert. Posten består av tomter og bygninger, skip og andre varige driftsmidler.

Immaterielle eiendeler

Immaterielle eiendeler er eiendeler som ikke er fysiske, slik som for eksempel goodwill³², og klassifiseres som driftsrelaterte. Regner man på den økonomiske verdien man henter ut av merkevarenavnet ”Hurtigruten”, kan det også regnes som en immateriell verdi.

Investeringer i tilknyttede selskaper

Investeringer kan være både driftsrelaterte og finansielle, men havner ofte i sistnevnte kategori. Et tilknyttet selskap er et selskap som konsernet har en vesentlig påvirkning på gjennom eierskap, gjerne mellom 20% til 50% kontroll. I HRGS tilfelle er disse selskapene knyttet til drift og posten regnes derfor som driftsrelatert.

Varer

Varer er alltid driftsrelaterte.

Kontanter og kontantekvivalenter

Dette er en post som både er arbeidskapital og en finansielle eiendel. Selv om alle bedrifter trenger et visst nivå kontanter til daglig drift, varierende fra bransje til bransje, er alle overflødige kontanter finansielle eiendeler. Det er komplisert å skulle beregne nøyaktig hvor stor andel kontanter HRG bruker til daglig drift. Jeg velger derfor å følge Finn Kinserdals råd om å benytte en tommelfingerregel for måling av kontanter, hvilket betyr at andelen kontanter som er driftseiendeler settes til 10 % av summen av varer og kundefordringer.

Kundefordringer og andre fordringer

Kundefordringene er inntekter som man venter på fra kunder, og er derfor driftsrelaterte.

³² Goodwill er den positive forskjellen på kjøpsprisen for en eiendel, og dens virkelige verdi på det åpne marked.

Andre fordringer *kan* være finansielle, men dersom dette ikke er eksplisitt uttrykt i notene bør de vurderes som driftsrelaterte, hvilket jeg velger å gjøre.

Pensjon og langsiktige fordringer og investeringer

Som nevnt tidligere i oppgaven, er det slik at når et selskap har ytelsesbasert pensjon, har det ansvar for å kunne betale pensjon til sine ansatte ved deres pensjonsalder. Bedriften plikter å sette av penger til dette, hvilket som oftest blir plassert i et forsikringselskap eller et fond av noe slag. Selskapets forpliktelser er den summen de skal kunne utbetale til de ansatte ved pensjonsalder. Selskapets midler er summen som er satt av til dette formålet. Det er ikke alltid det er likevekt mellom disse summene, men så lenge ikke alle skal ha utbetalt pensjon samtidig er dette ikke et problem. I balansen blir som oftest bare overskuddet (pensjonsmidler > forpliktelsen) eller underskuddet ført opp. Pensjonsforpliktelsen er i utgangspunktet en finansiell forpliktelse, men ettersom man hvert år betaler ut pensjon, skal deler av det regnes som drift. Det er fordi pensjonskostnader er en del av lønnskostnadene, som er en del av driften. Selv om det er differansen mellom forpliktelsene og midlene som står spesifisert i balansen, er pensjonsmidlene for eiendeler å regne, og i HRGs årsrapporter står disse spesifisert under *langsiktige fordringer og investeringer*. Basert på informasjonen i notene vurderer jeg det slik at postene *pensjonsmidler* og *forskuddsbetalinger* blir regnet som drift, mens investeringer i andre selskap og langsiktige fordringer blir regnet som finansielle poster. Jeg vil spesifisere pensjonsmidlene på en egen linje under driftsrelaterte eiendeler i balansen (vedlegg I). Pensjonsforpliktelsen vil stå oppført under finansiell gjeld, slik den gjør i årsrapportene.

Finansielle

Derivater

Derivater er sikringsinstrumenter som brukes for å sikre at man ikke skal tape penger, uansett hvilken retning markedet tar (Oslo Børs, 2012a). I notene oppgis alle derivatene å være finansielle.

Langsiktige fordringer og investeringer

Jamfør punktet om pensjon og langsiktige fordringer under driftseiendeler.

Eiendeler holdt for salg

Eiendeler holdt for salg er ikke-videreført virksomhet som skal selges, og er således ikke

driftsrelatert. Eiendelene inneholder både anleggsmidler og omløpsmidler, men ettersom de vil selges så snart det finnes kjøpere blir de klassifisert som (finansielle) omløpsmidler (som gjort i årsregnskapene).

5.2.2 Gjeld

Driftsrelatert

Andre avsetninger for forpliktelser

Avsetninger er poster hvor man setter av penger man tror man vil måtte bruke senere, men ikke er sikker, for eksempel garantier, servicearbeid, kostnader ved rettssaker og lignende. Denne posten relaterer til utsatt inntektsføring, som påvirker driften, og er således driftsrelatert gjeld.

Leverandørgjeld og skyldig offentlige avgifter

Leverandørgjeld og skyldig offentlige avgifter (arbeidsgiveravgift og lignende) er begge rentefrie gjeldsposter, og blir derfor regnet til drift.

Betalbar skatt

Betalbar skatt er skatten på selskapets skattemessige inntekter, og betales året etter den oppstår. Betalbar skatt regnes som driftsrelatert kortsiktig gjeld, i motsetning til utsatt skatt, som jeg vil kommentere lengre nede.

Finansiell

Derivater

Alle oppgis i notene å være finansielle.

Pensjon

Jamfør punktet om pensjon under driftsrelaterte eiendeler.

Annen kortsiktig gjeld

Denne står oppført sammen med leverandørgjelden i balansen. Ettersom jeg har skilt ut både leverandørgjeld og skyldig offentlige avgifter, er det nærliggende å anta at mesteparten av det resterende er rentebærende kredittgjeld. Men, det kan også være lønnsrelatert kortsiktig gjeld, så som en tommelfingerregel vil jeg sette av 10 % av lønnskostnader som *driftsrelatert* annen

kortsiktig gjeld (i tillegg til leverandørgjeld og skyldige avgifter). Resten plasser jeg under finansiell gjeld.

Andre avsetninger og forpliktelser

Denne posten relateres til engangsposter som rettstvister, tap og restrukturering, samt aksjeverdibasert godtgjørelser. Dette er ikke driftsrelatert som sådan, og plasseres som finansiell drift.

Langsiktig og kortsiktig lån

Dette er vanlige, rentebelagte lån, og regnes derfor som finansiell gjeld.

Gjeld tilknyttet eiendeler holdt for salg

På samme måte som eiendeler holdt for salg er finansielle, er også den tilhørende gjelden det, og klassifiseres som finansiell kortsiktig gjeld.

5.2.3 Andre poster i balansen

Egenkapital

Egenkapitalposten inkluderer her minoritetsinteressene, og er den posten jeg skal finne verdien av tilslutt i denne oppgaven. Det teoretisk mest korrekte med hensyn til minoritetsinteressene ville være å finne den virkelige verdien av dem, og deretter plassere dem under finansiell gjeld. Jeg ville da ha måtte gjort en egen verdivurdering for disse. Men, ettersom de ikke utgjør en veldig stor del av balansen, knappe 5 % av totalkapitalen, og innenfor rammen og formålet med denne oppgaven, velger jeg å gjøre slik som det som oftest gjøres i praksis, nemlig slå denne posten sammen med egenkapitalen.

Utsatt skatt/skattefordel

Utsatt skatt/skattefordel er poster som ikke er verken direkte driftsrelaterte eller finansielle, og trekkes derfor ut som egne poster. En nærmere forklaring til disse postene vil komme under punkt 8.1.5.

Balansen er nå omgruppert. Tabell 3 viser fordelingen mellom de driftsrelaterte, de finansielle og skattemessige postene, i tillegg til egenkapitalen.

(Tall i 1000 NOK)	2007	2008	2009	2010	2011
EIENDELER					
Driftsrelaterte eiendeler	6 656 659	4 780 508	5 207 912	5 489 035	5 246 397
Finansielle eiendeler	1 057 470	2 050 620	930 905	793 024	608 305
Utsatt skattefordel	0	101 548	53 862	69 789	172 234
Sum eiendeler	7 714 130	6 932 676	6 192 680	6 351 850	6 026 936
EGENKAPITAL OG GJELD					
Egenkapital	1 775 423	1 163 053	1 644 665	1 658 489	1 564 114
Driftsrelatert gjeld	596 704	440 226	249 682	448 874	385 744
Finansiell gjeld	5 093 606	5 289 614	4 273 232	4 231 115	4 067 435
Utsatt skatt	248 397	39 783	25 099	13 367	9 643
Sum egenkapital og gjeld	7 714 130	6 932 676	6 192 680	6 351 850	6 026 936
Netto driftskapital	5 811 559	4 402 047	4 986 992	5 096 580	5 023 244
Netto finansiell gjeld	4 036 136	3 238 994	3 342 327	3 438 091	3 459 130

Tabell 3 Omgruppert balanse HRG

For detaljer i tallene, se vedlegg I.

5.3 Normalisering av regnskapstall

Som nevnt innledningsvis, normaliseres de historiske regnskapstallene for å fram hva som er et normalt driftsår for selskapet. Det vil si, at alle uvanlige poster, for eksempel spesielle inntekter eller unormale kostnader – som for eksempel ekstrakostnadene HRG hadde i 2011 på grunn av uvær – må trekkes ut eller justeres. Hvis hendelsene kun gjaldt det ene året, eller den ene perioden må man fjerne dem fra tallmaterialet. Dersom de er indikasjoner på en sykel eller en klar trend, bør de gjerne kun justeres eller gjøres ”normale”.

Justeringer

Driftsinntekter

Inkluderer salgsinntekter, kontraktsinntekter og, fra 2009, varesalgsinntekter.

For driftsinntektene finnes det noen forskjeller i de rapporterte tallene fra år til år i årsrapportene i årene 2008-2010. Det har to hovedårsaker. Ulikheter fra 2008 til 2009, hvor forskjellen er på 36 %, skyldes endringer i krav til rapportering. Der man tidligere (inntil 2008) kunne føre en del poster direkte mot egenkapitalen, har det senere blitt krav om å ha et

utvidet resultatregnskap. Endringene meldes å ikke ha noen påvirkning på resultatet som sådan. I tillegg ble selskapet etterbetalt en kompensasjon fra staten etter 2008 som følge av reforhandlinger rundt ny Hurtigruteavtale, som er tilregnet 2008-resultatet. Ettersom endringene ikke hadde innvirkning på resultatet, og rundt halvparten av etterkompensasjonen kan vurderes som en engangshendelse velger jeg å bruke driftsinntektene for 2008, slik de ble rapportert i årsrapporten for 2008. 66 mill av de 125 mill som ble gitt som ekstra kompensasjon er gitt som en generell økning, og vil bli gitt videre. Jeg velger derfor å øke inntektene i 2008 med 66 mill, og forstår det slik at dette vil bli en del av kompensasjonen de neste årene. Det er for øvrig denne saken EFTA er uenig i. Ulikheter i tallene fra 2009 til 2010 skyldes at sammenligningstallene er blitt omarbeidet, blant annet på grunn av endringer i produktsammensetning som skyldes finansielle restruktureringer som ble startet i 2009. Heller ikke disse endringene påvirker resultatet. Ettersom de er svært små (0, 17%) og korrigeringsene med hensyn til produktsammensetning forbedrer sammenligningsgrunnlaget til årene etter, velger jeg å bruke de justerte tallene som ble rapportert i årsrapporten for 2010. Dette gjelder alle poster i regnskap og balanse.

Siden HRG får inntekter i andre valutaer vil de kunne regne inntekt eller tap på valuta. De vil alltid måtte justere for valuta, men ettersom det var relativt store forskjeller i perioden har jeg justert inntektene med snittet av valutagevinstene/-tapene, ca -4,4 millioner kroner hvert år. Jeg har også redusert inntektene i 2011 med 86 mill, da HRG har inkludert forsikringseffekten av reparasjonene på MS Nordlys etter ulykken høsten 2011 i salgsinntektene.

Personalkostnader

Inkludere lønninger, arbeidsgiveravgift, pensjonskostnader og andre ytelser.

Også her er det forskjeller i tallene rapportert for 2008 i årsrapportene for 2008 og 2009 (789 mill < 1002 mill). Forskjellen henger hovedsakelig sammen med endringer i posten ”ikke videreført virksomhet”, og er derfor ikke relevant å ta hensyn til her. Jeg vil derfor bare justere for de mindre forskjellene i pensjon og andre ytelser.

HRG har en todelt bonusordning ledelsen i selskapet, én for administrerende direktør og én for styret. I perioden 2009-2011 har ledelsen blitt tildelt bonuser, som utbetales året etterpå. Ettersom bonus har blitt utbetalt årlig i størsteparten av perioden, og summene ikke er spesifisert velger jeg å ikke justere for dette. Administrerende direktør Olav Fjell (2007-

2012³³) har tidligere hatt en avtale om tre års etterlønn ved oppsigelse dersom han ble i selskapet lengre enn tre år. Denne ble i 2011 avsluttet, og Fjell fikk utbetalt ”etterlønnen” på 6,6 mill på forhånd, og gikk over til ordinær oppsigelsesavtale uten etterlønn. Også tidligere administrerende direktør Henrik Andenæs (2005-2007) hadde en slik avtale, og fikk i 2008 utbetalt 3 mill i etterlønn da han sluttet. Fjells ”etterlønnsavtale” ble gjort for å gi ham incentiver til å bli, og kan sådan bli regnet som unormal. Andenæs ledet HRG gjennom fusjonen i 2006, og jeg antar at også i hans tilfelle ble etterlønnen utbetalt som del av en personlig avtale. Jeg velger derfor å trekke ut disse postene fra personalkostnader. Videre fikk Fjell i 2011 utbetalt 0,7 mill i bonus for perioden 2007-2011. Denne summen velger jeg å fordele ut jevnt over perioden, til 0,14 mill hvert år, ettersom jeg antar at dette er en bonusavtale som vil fortsette.

De årlige pensjonskostnadene inneholder et par poster som ikke er driftsrelatert og derfor må trekkes ut for hvert år. Det er rentekostnaden av påløpte pensjonsforpliktelser og forventet avkastning av pensjonsmidlene.

Andre driftskostnader

Inkluderer varekostnader, driftskostnader og salgs- og administrasjonskostnader.

Operasjonell leasing er en av driftskostnadene. HRG har leiekostnader knyttet til lokaler, skip og andre driftsmidler. Konsernet har eliminert leiekostnadene på skip i 2011 (morselskapets leie av hurtigruteskip), ellers er det ingen andre heftelser på dette punktet. Jeg ser derfor ingen grunn til justeringer her. Også på driftskostnadene må man justere for valutaforskjeller. Som med inntektene har jeg valgt å fordele gjennomsnittet av gevinstene/tapene for perioden, til hvert enkelt år – drøye 0,2 mill. I 2011 har selskapet gjort avsetninger for tap i forbindelse med to rettstvister. Den ene saken er en voldgiftssak hvor det australske datterselskapet til HRG, Hurtigruten Pty Ltd, har gått til sak mot en av kontraktspartnerne om et utestående krav i forbindelse med charter av MS Finnmarken. HRG har av forsiktighetshensyn valgt å sette av 46 mill i avsetning for tap. Den andre saken gjelder et krav Troms fylkeskommune gjorde i 2009 mot AS TIRB og Cominor AS, der fylkeskommunen mener at selskapene har fått for mye betalt for assistansekjøring og andre uforutsette kjøring, og krever erstatninger. Kravet var på 24 mill, og i 2012 ble selskapene dømt til å betale, noe de anket. HRG har satt av 8 mill

³³ Sa opp stillingen i april 2012.

i tapsavsetninger. Begge disse avsetningene er finansielle og trekkes ut av EBITDA. Voldgiftssaken kom i 2011, og trekkes derfor ut det året. Kravet fra Troms fylkeskommune ble gjort i 2009, og det er derfor naturlig å trekke summen ut i 2009, selv om dommen kom senere. I 2011 er det også, som nevnt tidligere, satt av 35 mill i forbindelse med EFTA-saken om overkompensasjon for NOx-avgift fra staten. Dette er en uvanlig sak, og jeg velger derfor også trekke denne avsetningen ut.

I noten om nærstående parter finner jeg at det i 2008 ble gitt et rentebærende lån på 100 000 kr til product director Leif Øverland. Dette er en finansiell post, og skal derfor trekkes ut av EBITDA. Dette året hadde selskapet også unormale høye bunkerskostnader, 111 mill mer enn året før, som delvis skyldtes høye oljepriser og delvis innføring av NOx-avgift. Oljepriser vil variere og Nox-avgiften vil selskapet fortsatt måtte betale, men siden dette ble regnet som et uvanlig kostnadshopp vil jeg justere ned kostnaden med 50 mill.

Andre (taps)/nettogevinster

Dette gjelder gevinster ved salg av aksjer, og gevinster og tap ved salg av anleggsmidler. Det er normalt å selge eiendeler og aksjer og få gevinst (eller tap) på disse, men det er noen poster her som skiller seg ut. Som nevnt tidligere har selskapet gjort restruktureringer for å fokusere driften rundt kjerneområdene. I 2008 solgte HRG ferge- og hurtigbåtvirksomheten i Troms, hvilket medførte et salgstap på rundt 71 mill. I årsrapporten for 2009 var dette tapet nedjustert til knappe 69 mill. Sammenlignet med tap andre år er dette en unormal høy sum. Det er også gevinsten på 85 mill i 2011 for salg av eiendommer innenfor bussvirksomheten til selskapet, som henger sammen med at denne vil reduseres i Tromsområdet. Jeg velger derfor å justere disse postene. Merk at det er normalt at det kan oppstå slike ekstraordinære inntekter/kostnader ved jevne mellomrom, og det kan derfor være greit å la det være igjen et visst nivå. Jeg velger derfor å redusere gevinsten i 2011 og tapet i 2008 med 80 %, for deretter å fordele restsummen jevnt på hele analyseperioden.

Andre justeringer

Til restruktureringen som begynte i 2008, ble det avsatt 30 mill som ble kostnadsført i 2008. Halve avsetningen ble reversert (inntektsført) i 2009, og siste halvdel i 2010. Selv om restruktureringer kan skje med jevne mellomrom, er dette i klar sammenheng med endring av fokus i selskapet, og bør derfor regnes som engangshendelser. Jeg velger derfor å trekke disse postene ut av regnskapet.

Som nevnt hadde HRG unormalt mange kanselleringer på grunn av dårlig vær i 2011. Selskapet oppgir at kanselleringene som skyldtes været har ført til 40 mill i økte kostnader, i tillegg til kostnadene i forbindelse med ”vanlige” kanselleringer. Jeg velger å trekke ut de unormalt høye kostnadene på 40 mill av EBITDA.

Merk at det som sagt er vanlig at uvanlige hendelser oppstår, og at i hvor stor grad man skal justere vekk uvanlige poster er et skjønnsmessig spørsmål. Jeg har forsøkt å normalisere regnskapstallene i den grad HRG påpeker at hendelser har vært uvanlige.

Tabell 4 viser de summerte justeringene i EBITDA. For detaljer, se vedlegg II.

(Tall i 1000 NOK)	2008	2009	2010	2011
INNTEKTER				
Salgsinntekter	8 837	-36 515	-32 360	60 038
Kontraktsinntekter	66 000	0	0	0
Andre tap/gevinster	4 250	4 250	4 250	-80 750
Engangseffekter/Unormale poster	0	-15 000	-15 000	-86 000
Sum justering inntekter	79 087	-47 265	-43 110	-106 712
KOSTNADER				
Personalkostnader	3 487	2 350	3 701	2 796
Driftskostnader	2 111	-4 006	-223	2 117
Tap på salg	67 500	-3 500	-3 500	-3 500
Engangseffekter/Unormale poster	83 100	8 000	0	127 600
Sum justering kostnader	156 198	2 844	-22	129 013

Tabell 4 Justeringer ved normalisering av EBITDA

5.4 Analyse av nøkkeltall

I nøkkelstallsanalysen vil jeg vurdere likviditeten, lønnsomheten og soliditeten i selskapet for å vurdere hvor godt rustet selskapet er økonomisk sett på henholdsvis kort og lang sikt, og sammenlignet med bransjen generelt. Det er en måte å vurdere selskapets risiko på. Bedriftens likviditet kan defineres som ”dens evne til å møte sine **kortsiktige** forpliktelser ved forfall” (Sættem, 2006, s. 178). Med det menes i hvor stor grad bedriften til enhver tid har tilgjengelig penger til å kunne betale regningene sine. Soliditeten til bedriften kan defineres som ”dens evne til å stå imot en **midlertidig**, framtidig negativ utvikling” (Sættem, 2006, s.176). Det betyr at man kontrollerer for om selskapet vil tåle det hvis det plutselig oppstår en negativ hendelse, som da påvirker resultatet negativt. Det være seg kriser, reduksjon i

bestillinger, uventede (store) reparasjoner og lignende. Disse to analysene vil jeg oppsummere i en syntetisk rating, hvor man setter karakter på risikoen, AAA til D, hvor AAA er laveste risiko, mens D betyr at selskapet er konkursrammet. Jeg vil først se nærmere på HRGs likviditet, før jeg vurderer soliditeten og til slutt oppsummer dette i den syntetiske ratingen. Merk at ved alle utregninger vil jeg bruke de normaliserte tallene for HRG, mens jeg vil benytte rapporterte tall for bransjerepresentantene.

5.4.1 Bransjerepresentanter

Ettersom HRG ikke har noen konkurrenter som kan sammenlignes direkte med selskapet, har jeg valgt å bruke data fra andre rederier som ligner HRG. Etter å ha vurdert flere av de tidligere nevnte konkurrenter, har jeg valgt å bruke Finnlines Oyj og DFDS Group AS som representanter for bransjen. Jeg vil kort informere om de to selskapene, for å redegjøre for hvorfor disse kan være passende representanter, før jeg fortsetter med analysen. Det er slik at jo flere selskaper man sammenligner med, desto bedre indikasjoner får på hvordan ens eget selskap ligger an. For denne oppgaven finner jeg det likevel tilfredsstillende å benytte de to selskapene under, da disse, sammen med HRG, vil kunne gi et bilde på situasjonen i bransjen. For å finne bransjenivået vil jeg bruke snittet av dataene for de to selskapene og HRG.

5.4.1.1 Finnlines Oyj

Finnlines Oyj er et finsk selskap som driver med shipping og sjøtransport, passasjertransport og havneoperasjoner. Det tilhører Grimaldigruppen, som er en av verdens største operatører innenfor passasjer- og godstrafikk i Europa. Selskapet seiler i Nord-Europa og de baltiske områder. Selskapet har 18 skip fordelt på de tre forretningsområdene, og har i overkant av 2000 ansatte (Finnlines, 2012a). Dette selskapet passer som representant for bransjen HRG er en del av, fordi det opererer innenfor mange av de samme områdene som HRG. Det er i tillegg ganske likt HRG størrelsesmessig.

Alle tall er hentet fra årsrapportene for årene 2007-2011 for Finnlines Oyj (Finnlines, 2012b).

5.4.1.2 DFDS Group AS

Det danske konsernet DFDS Group AS er et av nord-Europas største integrerte shipping- og logistikselskaper. DFDS Seaways seiler 25 ruter med 55 frakt- og passasjerskip, mens DFDA Logistics sørger for transportløsninger i Europa med lastebiler, containere og jernbane.

Forretningsområdene innen shipping er Nordsjøen, Østersjøen, Kanal og passasjerer. Konsernet har 5000 ansatte i 20 land (DFDS, 2011a). Også dette selskapet er en god representant for bransjen, fordi det driver med samme aktiviteter. Det er betydelig større, men vil likevel kunne gi et bilde på bransjen, som er det jeg vil vurdere.

Alle tall er hentet fra årsrapportene for årene 2007-2011 for DFDS Group AS (DFDS, 2011b).

5.4.2 Likviditet

Når man skal måle likviditeten i en bedrift, benytter man balansetallene, siden disse inkluderer selskapets forpliktelser på kort sikt, gjennom kortsiktig gjeld. I denne analysen velger jeg å bruke omgrupperte balansetall for HRG og bransjen. Merk at jeg velger å inkludere gjeld knyttet til/eiendeler holdt for salg i omløpsmidlene til HRG i 2008, selv om ikke det er gjort i årsrapporten, ettersom dette er gjort de følgende årene. Det finnes fire ulike former for likviditetsgrader, men ettersom man kun benytter likviditetsgrad 1 i utregningen av den syntetiske ratingen (Knivsflå, 2010c), velger jeg begrense mine beregninger til denne.

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}} = \frac{\text{DOM+FOM}}{\text{KDG+KFG}}$$

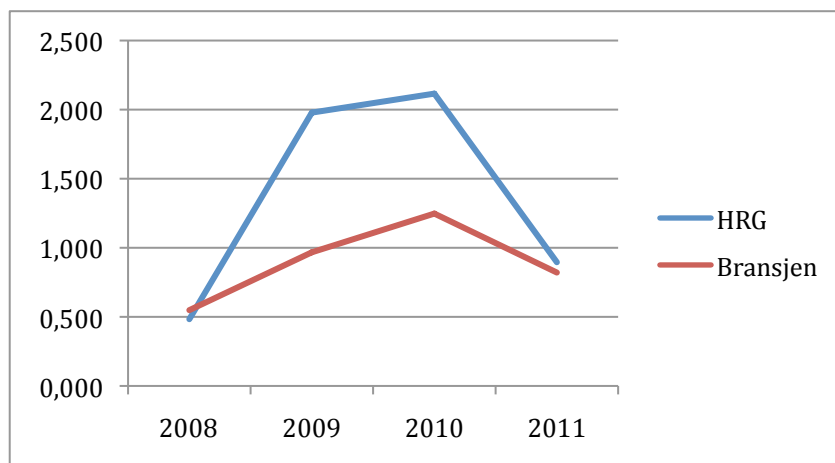
DOM = Driftsrelatert omløpsmidler FOM = Finansielle omløpsmidler

KDG = Kortsiktig driftsgjeld KFG = Kortsiktig finansiell gjeld

Likviditetsgrad 1 (LG1) bør i utgangspunktet være høyere eller lik 2. Det er ikke et fast krav, men et sunt nivå for bedriften å ligge på, ettersom $LG1 \geq 2$ vil si at halvparten av bedriftens omløpsmidler finansieres med langsiktig gjeld og egenkapital (Hoff, 2010). Det indikerer at selskapet har en god finansieringsstruktur (Hoff, 2010), altså en god fordeling mellom egenkapital og gjeld.

(Tall i 1000) ³⁴	2008	2009	2010	2011
HRG				
Omløpsmidler	2 652 273	1 377 129	1 791 699	1 676 778
Kortsiktig gjeld	5 490 819	696 083	846 809	1 872 752
<i>LG 1</i>	0,483	1,978	2,116	0,895
Finnlines Oyj				
Omløpsmidler	89 236	76 978	82 919	89 825
Kortsiktig gjeld	202 102	204 101	245 632	295 732
<i>LG 1</i>	0,442	0,377	0,338	0,304
DFDS Group AS				
Omløpsmidler	1 511 119	1 185 269	3 841 055	2 900 883
Kortsiktig gjeld	2 096 208	2 169 130	2 979 279	2 296 456
<i>LG 1</i>	0,721	0,546	1,289	1,263
Bransjen				
<i>LG 1</i>	0,548	0,967	1,248	0,821

Tabell 5 Likviditetsgrad 1 for HRG, Finnlines og DFDS



Figur 8 Likviditetsgrad 1

For HRG ser man at L1 er relativt ustabil. 2008 var et tøft år for selskapet, noe som også viser seg i likviditetsgraden. I 2009-2010 er LG1 mye høyere, noe som trolig er en (positiv) konsekvens av restruktureringsprosessen selskapet startet i -08. Det kan også være en virkning av den *finansielle* restruktureringen som selskapet begynte i -09. 2010 var et særlig godt år, som det eneste året hvor LG1 er større enn 2. I 2011 var likviditeten dårligere, da LG1 lå under 1, men likevel betydelig høyere enn i -08. Hvis man sammenligner med bransjen ser man at HRG likevel ligger relativt godt an likviditetsmessig. Bransjen som enhet kommer ikke over 2 i løpet av hele analyseperioden, men følger ellers HRGs utvikling. At HRG ligger over bransjen gir selskapet et godt sammenligningsgrunnlag, for hvis man tilhører

³⁴ HRG: NOK, Finnlines: EURO, DFDS: DKK. Dette gjelder for alle tabeller hvor jeg opererer med tall fra de ulike selskapene.

en bransje hvor likviditeten generelt sett er dårlig, er det bra å være et av selskapene som er bedre. Basert på resultatene over viser HRG potensial til god likviditet.

5.4.3 Soliditet

Når man skal regne soliditeten i et selskap er det vanlig å bruke to ulike metoder. Det første nøkkeltallet man ser på er egenkapitalprosenten, som i likhet med likviditetsgrad 1 er et balansebasert tall. Det andre nøkkeltallet er rentedekningsgraden, som er et resultatorientert nøkkeltall (Sættem, 2006).

5.4.3.1 Egenkapitalprosent

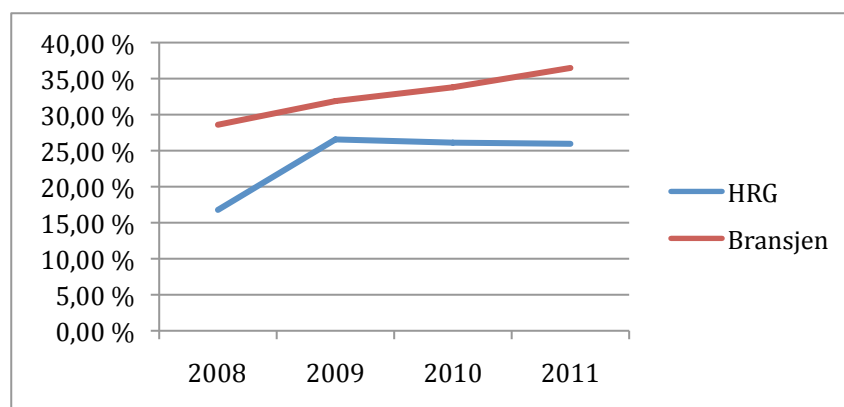
Egenkapitalprosenten viser hvor stor prosentvis andel av totalkapitalen som er egenkapital, det vil si hvor mye eiendelene kan reduseres før det går utover evnen til å betjene lån og andre forpliktelser (Hoff, 2010).

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}} \cdot 100\%$$

Dersom et selskap går med underskudd blir dette belastet egenkapitalen. Om selskapet har lavere egenkapital enn størrelsen på underskuddet går selskapet konkurs. Hvis egenkapitalprosenten reduseres jevnt over tid, indikerer det at selskapet blir mindre solid, og dermed er dårligere rustet i møte med (uforutsette) negative hendelser. Hvor stor prosenten skal være er avhengig hvilken type bedrift det og risikoen i bransjen. Medianen for egenkapitalprosenten på Oslo børs var i 2009 40,1 % (Knivsflå, 2010c), og det anbefales at den i alle fall ligger over 30 % (Hoff, 2010).

(Tall i 1000)	2008	2009	2010	2011
HRG				
Egenkapital	1 163 053	1 644 665	1 658 489	1 564 114
Totalkapital	6 932 676	6 192 680	6 351 850	6 026 936
<i>Egenkapitalprosent</i>	<i>16,78 %</i>	<i>26,56 %</i>	<i>26,11 %</i>	<i>25,95 %</i>
Finnlines Oyj				
Egenkapital	437 940	425 651	428 427	427 782
Totalkapital	1 534 353	1 446 382	1 472 614	1 472 123
<i>Egenkapitalprosent</i>	<i>28,54 %</i>	<i>29,43 %</i>	<i>29,09 %</i>	<i>29,06 %</i>
DFDS Group AS				
Egenkapital	3 484 492	3 687 782	6 396 420	6 963 581
Totalkapital	8 610 422	9 297 952	13 848 853	12 794 641
<i>Egenkapitalprosent</i>	<i>40,47 %</i>	<i>39,66 %</i>	<i>46,19 %</i>	<i>54,43 %</i>
Bransjen				
<i>Gjennomsnittlig EK-prosent</i>	<i>28,60 %</i>	<i>31,88 %</i>	<i>33,80 %</i>	<i>36,48 %</i>

Tabell 6 Egenkapitalprosent for HRG, Finnlines og DFDS



Figur 9 Egenkapitalprosent

I 2008 hadde HRG opprinnelig et underskudd på over 450 mill³⁵, hvilket gjorde et stort innhugg i egenkapitalen, som man kan se reflektert i prosenten over. Selskapet ligger ikke over anbefalte 30 %, men har samtidig ligget stabilt på i overkant av 25 % de siste årene, noe som er svært positivt. For selv om egenkapitalprosenten ideelt sett burde vært høyere er det et godt signal at man klarer å holde egenkapitalandelen stabil over tid. Spesielt bra er det at den ikke ble mer svekket i 2011 enn den ble, siden det som nevnt var et utfordrende år. Sånn sett har HRG vist soliditet i møte med vanskelige tider. Samtidig ser man at bransjen generelt ligger godt over 30%, med unntak for 2008, som kan skyldes at det HRGs resultater det året trekker ned. Resultatene for bransjen viser også at det bør være mulig for HRG å øke sin egenkapitalandel, da risikoen ser ut til å være lavere i bransjen enn det HRGs tall tyder på.

5.4.3.2 Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgraden viser hvor mange ganger resultatet (før skatt) dekker rentekostnaden (Sættem, 2006).

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Resultat før skatt} + \text{Finanskostnader}}{\text{Finanskostnader}}$$

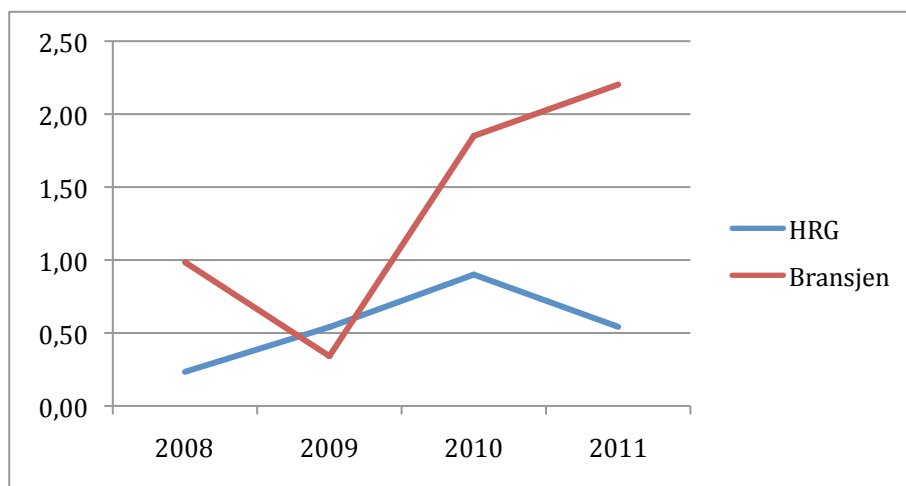
Finanskostnader er siste kostnadspost før skatt, og skatten reduseres når finanskostnadene øker, og når resultatet er dårlig. Dersom resultatet før skatt er lavt, og finanskostnadene er høye, er den finansielle risikoen i selskapet høy og antyder at selskapet ikke kan møte sine finansielle forpliktelser på lang sikt. Det er imidlertid en svakhet med rentedeckningsgraden at den kun tar hensyn til rentekostnader, ikke avdrag (Knivsflå, 2010c), slik at selskapet også

³⁵ Regnskapsmessig tap, ikke normalisert.

kan være utsatt for høyere finansiell risiko enn det rentedekningsgraden tilsier. En høy rentedekningsgrad tilsier at selskapet vil ha god evne til å øke gjelden, og en rentedekningsgrad på 3 tyder på at selskapet har finansielt slingringsmonn (Hoff, 2010).

(Tall i 1000)	2008	2009	2010	2011
HRG				
Resultat før skatt	-314 465	-145 583	-27 905	-122 533
Rentekostnader	410 434	316 696	279 395	267 570
Rentedekningsgrad	0,23	0,54	0,90	0,54
Finnlines Oyj				
Resultat før skatt	-3 174	-51 419	3 683	14 570
Rentekostnader	42039	31724	25734	23370
Rentedekningsgrad	0,92	-0,62	1,14	1,62
DFDS GROUP AS				
Resultat før skatt	220 932	19 705	546 965	742 122
Rentekostnader	277 619	188 512	218 049	215 578
Rentedekningsgrad	1,80	1,10	3,51	4,44
Bransjen				
Rentedekningsgrad	0,98	0,34	1,85	2,20

Tabell 7 Rentedekningsgrader for HRG, Finnlines og DFDS



Figur 10 Rentedekningsgrad

Til tross for justeringer for uvanlige kostnader i 2008, endte HRG det året med et (normalisert) underskudd i resultat før skatt, hvilket gav en lav rentedekningsgrad. Den øker i 2009 og 2010, men er aldri over 1, og reduseres til nesten 0,5 i 2011. Etter normalisering har HRG underskudd i resultat før skatt i alle år i analyseperioden, hvilket reflekteres i rentedekningsgraden. Dette tyder på at selskapet har en veldig sterk soliditet. Rentedekningsgraden har hovedsakelig vært bedre i bransjen, men i 2009 ser man at

rentedekningsgraden er lav. Det skyldes trolig at både HRG og Finnlines har underskudd i resultatene, noe som blant annet skyldes påvirkning fra finanskrisen. At rentedekningsgraden øker i analyseperioden indikerer likevel at bransjen blir mer solid og kommer seg setter ”finanskrisesjokket”, særlig ettersom den kommer over 2,0 mot 2011.

5.4.4 Netto driftsrentabilitet

Det siste nøkkeltallet som inngår i syntetisk rating er netto driftsrentabilitet. Det er et mål på lønnsomhet, som viser avkastningen til kapitalen som er investert i driften (Knivsflå, 2010d).

$$\begin{aligned} \text{Netto driftsrentabilitet} &= \text{Netto driftsmargin} \cdot \text{Omløpshastighet netto driftskapital} \\ &= \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}} \cdot \frac{\text{Driftsinntekter}}{\text{Netto driftskapital}} \\ &= \frac{\text{NDR}_t}{\text{NDK}_{t-1} + (\Delta\text{NDK}_t - \text{NDR}_t) / 2} \end{aligned}$$

$$\text{NDK}_{t-1} = \text{Inngående netto driftskapital}^{36} \quad \text{NDR} = \text{Netto driftsresultat}$$

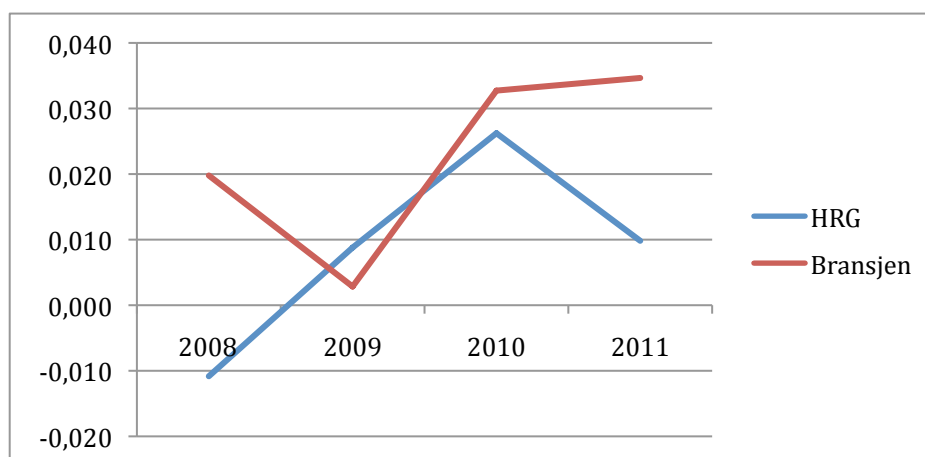
$$\Delta\text{NDK}_t = \text{Endring i netto driftskapital}$$

Netto driftsresultat finner man ved å trekke ut skatten på driftsresultatet. Denne skattesatsen kan finberegnes, ettersom den effektive satsen av ulike årsaker kan avvike fra satsen rapportert i årsrapportene (Knivsflå, 2010e). Innenfor rammen av denne oppgaven velger jeg imidlertid å bruke vanlig skattesats på 28 %. For bransjerepresentantene vil jeg bruke skattesatsene oppgitt i de respektive årsrapporter for Finnlines Oyj (26%) og DFDS Group AS (25 %).

³⁶ Netto driftskapital = (EK+MI) + netto finansiell gjeld

(Tall i 1000)	2008	2009	2010	2011
HRG				
Driftsresultat	-55 642	57 067	181 319	68 680
Skatt (28%)	0	15 979	50 769	19 230
Netto driftsresultat (NDR _t)	-55 642	41 088	130 550	49 450
Netto driftskapital _t	4 402 047	4 986 992	5 096 580	5 023 244
Netto driftskapital _{t-1}	5 811 559	4 402 047	4 986 992	5 096 580
=Δ NDKt	-1 409 512	584 945	109 588	-73 336
Netto driftsrentabilitet	-1,08 %	0,88 %	2,62 %	0,98 %
Finnlines Oyj				
Driftsresultat	35 443	-23 617	25 624	41 026
Skatt (26%)	9 215	0	7 175	11 487
Netto driftsresultat (NDR _t)	26 228	-23 617	18 449	29 539
Netto driftskapital _t	1 335 339	1 265 817	1 279 304	1 280 417
Netto driftskapital _{t-1}	1 160 913	1 335 339	1 265 817	1 279 304
=Δ NDKt	174 426	-69 522	13 487	1 113
Netto driftsrentabilitet	2,12 %	-1,80 %	1,46 %	2,33 %
DFDS Group AS				
Driftsresultat	467 114	173 997	681 888	925 482
Skatt (25%)	116 779	43 499	170 472	231 371
Netto driftsresultat (NDR _t)	350 336	130 498	511 416	694 112
Netto driftskapital _t	6 959 714	7 877 367	10 469 901	9 831 934
Netto driftskapital _{t-1}	7 701 016	6 959 714	7 877 367	10 469 901
=Δ NDKt	-741 302	917 653	2 592 534	-637 967
Netto driftsrentabilitet	4,90 %	1,77 %	5,73 %	7,08 %
Bransjen				
Netto driftsrentabilitet	1,98 %	0,28 %	3,27 %	3,47 %

Tabell 8 Netto driftsrentabilitet for HRG, Finnlines og DFDS



Figur 11 Netto driftsrentabilitet

I 2008 var driftsrentabiliteten rundt minus 1 %, noe som skyldes et underskudd i netto driftsresultat på 55 MNOK, og en kraftig reduksjon i netto driftskapital. I 2009 hadde HRG et driftsoverskudd på 57 MNOK og en økning netto driftskapital, som førte til at netto driftsrentabilitet fortsatt var lav, men over 0. En liten økning igjen i 2010, hvor HRG hadde et større overskudd i driftsresultatet, og økning i netto driftskapital. Også i 2011 hadde selskapet overskudd i drift, men det året var det reduksjon i netto driftskapital. Dette tyder på lav, men relativt stabil, lønnsomhet for HRG. I bransjen generelt er lønnsomheten noe høyere, men ikke i en sånn grad at HRG skiller seg veldig (negativt) ut. I motsetning til HRGs reduksjon i 2011, holder driftsrentabiliteten i bransjen et stabilt nivå fra 2010, med en *svak* økning. Det er likevel tydelig at det er en tøff bransje hvor man må jobbe hardt for å drive lønnsomt.

5.4.5 Syntetisk rating

Kredittvurderinger av selskaper sier noe om hvordan kapitalstrukturen³⁷ er i selskapet, om den er sunn for selskapet eller ikke (Koller, Goedhart og Wessels, 2010). Det vil si, om selskapet kan leve med en slik struktur over tid - og overleve. Som nevnt innledningsvis, settes det i kredittvurderingen en karakter på selskapets risiko, hvor beste karakter, AAA, indikerer en veldig lav risiko, mens laveste karakter, D, tilsier ekstrem risiko for konkurs. Dette er viktig informasjon for investorer eller andre långivere, ettersom en lav karakter tyder på at det er risikabelt å gi lån til selskapet. Hvis et selskap ligger under BBB vil det ofte gjøre det vanskeligere å skaffe ekstern finansiering. Internasjonale kredittvurderingsbyrå som Standard & Poor's, Moody's og Fitch foretar kredittvurderinger av både land og selskaper. Den vanligste karakteren som settes er BBB (Knivsflås, 2010c). Syntetisk rating er en måte å karaktersette selskapet man verdsetter, basert på karakterskalaen til de store kredittratingselskapene. Årsaken til at man foretar en egen rating kan enten være at selskapet man verdsetter ikke er plassert på en slik rating, eller også fordi det kan være hensiktsmessig å foreta en egen vurdering.

Jeg benytter meg av Knivsflås (2010c) karakterskala for syntetisk rating, som også viser konkurssannsynligheten ved de ulike karakterene (vedlegg III). Resultatet av kredittratingen av HRG vil jeg også bruke i beregningen av gjeldskrav i punkt 6.2.1. HRG og bransjen rangeres til følgende karakterer:

³⁷ Forholdet mellom egenkapital og gjeld i totalkapitalen, som finansierer eiendelene i selskapet.

	2008	2009	2010	2011	Snitt
HRG					
<i>Likviditetsgrad 1</i>	0,483	1,978	2,116	0,895	
Karakter	CC	BBB	BBB	B	BB
<i>Egenkapitalandel</i>	0,168	0,266	0,261	0,260	
Karakter	CCC	B	B	B	B
<i>Rentedekningsgrad</i>	0,230	0,540	0,900	0,540	
Karakter	CCC	B	B	B	CCC
<i>Netto driftsrentabilitet</i>	-0,011	0,009	0,026	0,010	
Karakter	CC	CCC	B	CCC	CCC
Syntetisk rating (snitt)	CCC	BB	BB	B	B
BRANSJE					
<i>Likviditetsgrad 1</i>	0,548	0,967	1,248	0,821	
Karakter	CC	B	BB	B	B
<i>Egenkapitalandel</i>	0,286	0,319	0,338	0,365	
Karakter	BB	BB	BB	BB	BB
<i>Rentedekningsgrad</i>	0,980	0,340	1,850	2,200	
Karakter	B	CCC	BBB	BBB	BB
<i>Netto driftsrentabilitet</i>	0,02	0,003	0,033	0,035	
Karakter	CCC	CCC	B	B	B
Syntetisk rating (snitt)	B	B	BB	BB	BB

Tabell 9 Syntetisk rating av HRG og bransjen

Av ratingen ser man at både HRG og bransjen ligger under den vanligste ratingkarakteren BBB, med henholdsvis karakter B og BB. Det betyr at HRG har en konkurssannsynlighet på 6,08%, mens sannsynlighet for å gå konkurs i bransjen generelt, er på 1,36%, som altså ikke er veldig høyt. Selv om HRG ideelt sett burde ligge høyere på ratingen, er B en ok karakter, ettersom de siste årene har vært utfordrende, og selskapet har jobbet hardt for å snu resultatene riktig vei. At HRG ligger under bransjen viser at det bør være mulig for HRG å fortsette den positive utviklingen man har sett i 2009 og 2010. Det vil sende positive signaler til både investorer og andre interessenter. Med hensyn til nøkkeltallsanalysen og dens resultater er det også verdt å merke seg at analyseperioden går over årene etter finanskrisen slo ut. Det har nok hatt en negativ påvirkning på resultatene til både HRG og bransjen, og kanskje forsterket allerede utfordrende situasjoner for selskapene.

6.0 Avkastningskrav

For å finne virksomhetsverdien av HRG skal jeg bruke den toperioders DCF-modellen som diskonteres med avkastningskravet til kapitalen. Avkastningskravet er et mål på hva man forventer å få igjen for investeringen man gjør, og skal reflektere risikoen ved å investere penger, samt ta høyde for inflasjon og tidsverdi. For en investor skal avkastningskravet reflektere alternativkostnaden ved å investere i selskapet. Alternativkostnaden er hva investoren kunne tjent hvis pengene heller ble plassert et annet sted (Kaldestad og Møller, 2011). Et høyt avkastningskrav indikerer høy risiko, men også stor gevinst om alt går bra. Et lavt avkastningskrav indikerer lavere risiko, men da også lavere gevinst.

I dette kapittelet skal jeg beregne avkastningskravet som skal brukes i verdsettelsen av HRG. For å finne avkastningskravet til totalkapitalen³⁸, Weighted Average Cost of Capital (WACC), må jeg først finne avkastningskravet til egenkapitalen. Det gjøres ved bruk av kapitalverdimodellen, kjent som Capital Asset Pricing Modell (CAPM). Jeg vil derfor først beregne avkastningskravet til egenkapitalen, før jeg tilslutt finner avkastningskravet til totalkapitalen.

6.1 Avkastningskrav til egenkapitalen

Når man skal kjøpe aksjer er det to typer risiko man må ta hensyn til (Kaldestad og Møller, 2011). Den ene er risikoen tilknyttet selskapet som man vil investere i, om det er et trygt selskap, hvor stor sjansen er for å tape pengene hvis man investerer i akkurat det selskapet og lignende. Dette blir referert til som en *usystematisk risiko*. Investerer man i mange ulike selskaper og bransjer og slik diversifiserer investeringene sine, kan man redusere denne risikoen. Den andre formen for risiko er tilknyttet markedet. Om det er gode eller dårlige tider, om rentene er høye eller lave og lignende faktorer. Den typen risiko blir referert til som *systematisk risiko*. Kapitalverdimodellen (CAPM) tar høyde for begge typer risiko gjennom den beregnede egenkapitalkostnaden (Kaldestad og Møller, 2011; Gjerde og Sættem, 20:

$$k_{EK} = Rf + \beta \cdot [Rm - Rf]$$

k_{EK} = Avkastningskrav til egenkapitalen

³⁸ Egenkapital og gjeld

R_f = Risikofri rente

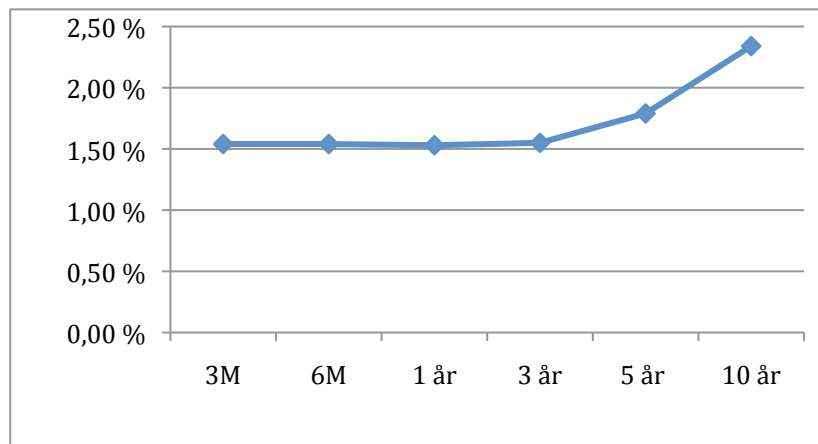
β = Beta til egenkapitalen = bedriftsrisikoen

$R_m - R_f$ = Markedets risikopremie = meravkastningen på aksjemarkedet

Jeg vil nå se nærmere på og beregne hver delkomponent for HRG.

6.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente setter den nedre grensen for avkastningen alle risikable investeringer minst må få, og kan ses på som avkastningen man ville fått dersom en investering var fullstendig risikofri (Kaldestad og Møller, 2011). Det er vanlig å bruke statsobligasjoner som grunnlag for den risikofrie renten. I den sammenheng må man ta stilling til hvor lange renter man skal bruke. I utgangspunktet forutsetter CAPM at man vurderer investeringer med en ett års horisont, og da bør man bruke 1-års statsrente (Dahl, Hansen, Hoff og Kinserdal, 2004). Men det kan også finnes grunner til å velge en lengre rente, som for eksempel at de er mer stabile. Noe av det positive med korte renter er at de ikke påvirkes av verken av risikopremie i forbindelse med inflasjon eller likviditetspremier. Likviditetspremie er en premie på lange renter. Den regnes som kompensasjon for risiko til obligasjonskjøpere dersom den lange renten ligger mye høyere enn 1-årsrenten, i hvilket tilfelle likviditetspremien er positiv. Dersom den lange renten ligger lavere enn 1-årsrenten er likviditetspremien negativ og brukes da for å kompensere for risikoen ved utstedelse av obligasjoner (Dahl, Hansen, Hoff og Kinserdal, 2004). Samtidig svinger de korte rentene mer enn de lange, hvilket kan føre til at avkastningskravet blir mer ustabil (Kaldestad og Møller, 2011). Som nevnt inkluderer de lange rentene likviditetspremien, noe som ikke skal være en del av avkastningskravet til egenkapitalen. Det betyr at dersom man for eksempel vil bruke 10-års statsobligasjoner som risikofri rente, må man justere bort likviditetspremien, hvilket kan være utfordrende i praksis.



Figur 12 Norske statsveksler og statsobligasjoner pr april 2012

(Kilde: Norges Bank, 2012b)

I 2011 foretok PwC³⁹ Deals og Norske finansanalytikers forening (NFF) en undersøkelse blant 294 av NFFs 1200 medlemmer om blant annet hva de mente om hvilken risikofrie rente man bør bruke, og hva markedets risikopremie er. I denne undersøkelsen kom det fram at de fleste mente at man bør benytte 10 års statsobligasjonsrente. Av figuren over kan man se at rentene har ligget veldig stabilt i spennet mellom tre måneder og tre år, på rundt 1,5 %, som er en svært lav rente. 10 års statsobligasjonsrente ligger pr mai 2012 på 2,34 %, mens 5 års statsobligasjonsrente ligger på 1,79 %. Ettersom rentenivået er så lavt, og det er såpass liten forskjell mellom perioderentene, anser jeg det for sannsynlig at likviditetspremien på 10 års statsobligasjoner ikke vil være av særlig betydning. Jeg velger derfor å se bort fra denne, og følger rådet om å benytte 10 års statsobligasjonsrente, på 2,34 %.

6.1.2 Beta, β

Beta er et mål på markedsrisiko, det vil si, hvor stor risikoen ved en aksje er, relativt til markedet (Kaldestad og Møller, 2011). En aksjes beta viser altså hvordan aksjen vil bevege seg i forhold til markedet (Penman, 2007).

$$\beta_{EK} = \left(\frac{\text{Kovarians aksje og markedsportefølje}}{\text{Varians markedsportefølje}} \right)$$

³⁹ PricewaterhouseCoopers

Beta for markedsporteføljen = 1, så dersom selskapets beta > 1 vil det si at risikoen ved kjøp av aksjen er høyere enn for markedet generelt. Samtidig er også avkastningen høyere. Dersom beta < 1 har aksjen derimot lavere risiko (og avkastning) enn markedet (Frykman og Tolleryd, 2003). $R_i = \alpha + \beta \cdot R_m + \varepsilon$

Egenkapitalbetaen estimeres ved bruk av regresjonsanalyser, hvor man plotter inn historiske data og måler selskapets aksjeavkastning mot markedets avkastning (Koller, Goedhart og Wessels, 2010).

$$R_i = \alpha + \beta \cdot R_m + \varepsilon$$

R_i = selskapets avkastning

R_m = markedets avkastning

α = alpha, skjæringspunktet i regresjonen

β = beta, helningen på regresjonslinjen

ε = støy

Som man kan forstå av notasjonen brukes betaen i ligningen overfor som et estimat på egenkapitalbetaen. For å få et best mulig estimat av for beta, bør man ha en analyseperiode på rundt fem år, med månedlige observasjoner, altså minst 60 observasjonspunkter. Jeg vil foreta regresjoner av HRGs månedlige aksjeavkastning i perioden mai 2007- mai 2012 vurdert mot Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX), som er hovedindeksen på Oslo Børs. Dette gir følgende regresjonsligning (se vedlegg IV for detaljer):

$$\text{HRG} = -0,70 + 0,963 \cdot \text{OSEBX}$$

Beta = 0,963, noe som indikerer at HRG har en relativt lav risiko siden den ligger under 1. Resultatet er signifikant med en p-verdi = 0,002⁴⁰, men resultatgraden er relativt lav på 14,6 %. Merk dog at dette kun er et estimat på hva betaen burde ligge på. Dagens Næringsliv har vurdert HRGs beta (med 24 måneders (24M) horisont) til 1,12. Årsaken til at man ikke kan benytte denne er at den blir for kort, da man ikke kan forvente at de neste to årene vil bli helt likt dette året. Derfor må man bruke en femårsperiode, for å få med opp og nedturen, som er vanlig å oppleve over lengre tid. 24M-betaen gir likevel en indikasjon på hvor betaen til HRG

⁴⁰ 95 % signifikansnivå

bør ligge. Det er også interessant å se at Reuters⁴¹ har vurdert betaen til HRG til 0,9 (ukjent tidshorison). Estimatet ovenfor kan altså så langt virke fornuftig. Merk likevel at det spiller en rolle at regresjonen er kjørt mot hovedindeksen på Oslo Børs. Dette er en relativt liten børs med en dreining mot oljerelatert industri, noe som påvirker avkastningen – og dermed betaene - til selskapene på børsen (Kaldestad og Møller, 2011).

For å bedre kunne vurdere hva betaen til HRG bør være vil jeg sammenligne med andre selskaper. Da vil jeg først finne egenkapitalbetaene (”levered”⁴² beta) til sammenlignbare selskap som har omtrent samme risiko som HRG. Jeg vil bruke egenkapitalbetaene til DFDS Group AS og Finnlines Oyj, i tillegg til Tallink Grupp AS⁴³. Sistnevnte velger jeg å bruke fordi det også er relativt likt HRG, og man bør helst ha flere enn bare to selskap som sammenligningsgrunnlag. Jeg velger å bruke Reuters’ beregninger for egenkapitalbeta ($\beta_{EK(\text{levered})}$). Deretter vil jeg gjøre egenkapitalbetaene om til forretningsbetaer (”unlevered”⁴⁴ beta, β_U), som er den betaen et selskap ville hatt dersom selskapet var 100 % egenkapitalfinansiert. Det gjør man for å justere vekk påvirkningen av ulik finansieringsgrad. Til slutt skal jeg konvertere forretningsbetaen over til en ny egenkapitalbeta, basert på snittet av forretningsbetaene til sammenligningsselskapene og gjeldsgraden til HRG⁴⁵ (Koller, Goedhart og Wessels, 2010; Kaldestad og Møller, 2011; Clayman, Fridson og Troughton, 2008).

$$\text{Forretningsbeta} = \beta_U = \frac{\beta_{EK(\text{levered})}}{\left(1 + \frac{GJ}{EK}\right)}$$

$$\text{Egenkapitalbeta} = \beta_{EK(HRG)} = \beta_U \cdot \left(1 + \frac{GJ}{EK}\right)$$

I utgangspunktet bør man benytte markedsverdier av gjeld og egenkapital også på sammenligningsselskapene. Jeg har imidlertid ikke forutsetninger for å kunne finne verdien av gjeld i markedene for de respektive selskaper. Dersom jeg bare bruker markedsverdien for egenkapitalen gir det svært forhøyede gjeldsgrader sammenlignet med hvis begge verdier

⁴¹ Reuters.com

⁴² Inkluderer finansieringsgrad

⁴³ Cruiseselskap fra Estland som driver med mini-cruise og passasjertransport.

⁴⁴ Ekskluderer finansieringsgrad

⁴⁵ Basert på markedsverdi av gjeld og egenkapital for HRG, se punkt 6.2.2

(gjeld og egenkapital) er bokførte. Jeg velger derfor å bruke de bokførte verdiene for sammenligningsselskapene.

Selskap	Beta	GJELD	EK	Gjeldsgrad	Forretningsbeta
HRG		3100	1553	2,00	
DFDS Group AS	0,70	5831,06	6963,581	0,84	0,38
Finnlines Oyj	0,56	1044	427,782	2,44	0,16
Tallink Grupp AS	1,12	1094,451	705,091	1,55	0,44
Snitt					0,33
Egenkapitalbeta for HRG	0,98				

Tabell 10 Egenkapitalbeta for HRG

Basert på utregningene ovenfor får HRG en estimert egenkapitalbeta på 0,98. Som nevnt tidligere har Reuters beregnet HRGs egenkapitalbeta til 0,9, mens DN har satt den til 1,12. Selv om DN's som nevnt er litt kort, og Reuters' tidshorisont er ukjent, gir dette likevel indikasjoner på at estimatet er fornuftig. Dette blir også underbygget av at råestimatet fra regresjonen over var på 0,963. I følge Koller, Goedhart og Wessels (2010, s. 257) er det slik at hvis har mange industribetaer tilgjengelig, altså mange å sammenligne med, så skulle det bidra til at man kan beregne gode nok estimater. Men dersom man ikke har så mange å sammenligne kan man vurdere å bare justere råestimatet for egenkapitalbetaen basert på en formel fra Bloomberg:

$$\text{Justert beta} = 0,33 + (0,67 \cdot \text{råbeta})$$

På denne måten glatter man egenkapitalbetaen mot beta for markedsporteføljen, som er lik 1, og justerer for uvanlige observasjoner. Dersom jeg justerer råbetaværdien på 0,963 i henhold til Bloomberg-metoden, får jeg et nytt estimat på $0,33 + (0,67 \cdot 0,963) = 0,975 \approx 0,98$. Dette gir samme egenkapitalbeta som når jeg regner via forretningsbetaen for sammenlignbare selskaper. Det underbygger at det er passende estimat. At egenkapitalbetaen for HRG er under 1 tilsier at risikoen ved selskapet ikke er veldig stor. Selv om HRG har vært gjennom vanskelige perioder, noe som også viste seg i regnskapsanalysen, trenger ikke det være så underlig. Selskapet er nå ferdig med restruktureringene som det har holdt på med de siste årene, både finansielt og regnskapsmessig. Videre har selskapet som kjent akkurat startet på den nye perioden med støtte fra staten, som det er sikret de neste åtte årene. Dette er selvsagt

kjent i markedet, og kan bidra til at man mener selskapet er trygt å investere i. Det er uansett viktig å ha i mente at det ikke finnes noen "fasitverdi" på hva egenkapitalbetaen skal være nøyaktig og basert på resultatene over vil jeg altså konkludere med en egenkapitalbeta for HRG på 0,98.

6.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie, eller markedspremien (MP), er meravkastningen man kan forvente på en investering utover risikofri rente, som gir minsteverdi for avkastning (Kaldestad og Møller, 2011). Det finnes flere måter å estimere MP på. Man kan se på historisk avkastning ved hjelp av ulike teknikker eller man kan estimere implisitt risikopremie, noe som fokuserer på premier i framtiden. Man kan også utføre spørreundersøkelser, da fortrinnsvis blant akademikere og investorer som kjenner markedet (Kaldestad og Møller, 2011). Det er likevel en vanskelig faktor å beregne, og det er ikke full enighet innenfor akademia hvordan dette best gjøres (Kinserdal, 2011f). Det er særlig fordi man ofte ser på den historiske avkastningen ("ex-post"), mens man egentlig burde vurdere forventet markedspremie ("ex-ante").

I undersøkelsen som ble foretatt av PwC Deals og NFF, hvor de også så på markedets risikopremie, kom det fram at denne ligger på 5 % i Norge (PwC, 2011). Jeg velger derfor å bruke MP på 5 % i beregningene videre.

6.1.4 Avkastningskravet CAPM

For å beregne avkastningskravet til HRGs egenkapital har jeg altså følgende informasjon:

Rentefri rente, $R_f = 2,34\%$

Beta, $\beta = 0,98$

Markedets risikopremie, $(R_m - R_f) = 5\%$. Det gir et avkastningskrav på

$$k_{EK} = 2,34\% + 0,98 \cdot 5\% = 7,24\% \approx \mathbf{7,2\%}.$$

Det vil jeg bruke videre når jeg skal finne avkastningskravet til totalkapitalen, som er kravet kontantstrømmen til drift skal diskonteres med.

6.2 Avkastningskrav til totalkapitalen

Weighted Average Cost of Capital (WACC), er som navnet sier den vektete, gjennomsnittlige kostnaden til kapitalen. Dette er, som nevnt, alternativkostnaden for investorene når de velger å investere i et selskap (Koller, Goedhart og Wessels, 2010). Eierne

i et selskap utsettes for en annen risiko enn dem som låner penger til selskapet, kreditorene, og derfor har de ulike krav til avkastning. Dette reflekteres i WACC, som veier snittet av de to ulike kravene (Gjerde og Sættem, 2009).

$$WACC = \frac{EK}{EK + GJ} \cdot k_{EK} + \frac{GJ}{EK + GJ} \cdot k_{GJ} \cdot (1 - s)$$

EK = Markedsverdi av egenkapital

GJ = Markedsverdi av gjeld

k_{EK} = Selskapets egenkapitalkostnad = CAPM

k_{GJ} = Gjeldskrav = Selskapets lånerente

s = skatteprosent

Ettersom jeg har funnet egenkapitalkostnaden, $k_{EK} = 7,2\%$, vil jeg nå finne de andre elementene som sammen utgjør avkastningskravet til totalkapitalen: den vektete kapitalstrukturen (fordeling av egenkapital og gjeld) og gjeldskravet.

6.2.1 Gjeldskrav, k_{KG}

Lånerenten, som er et avkastningskrav til gjelden, består av en risikofri rente pluss et kredittrisikopåslag og skal brukes som en etter skatt-rente. Jeg forutsetter at gjeldsbeta og risikopremie på gjelden er 0. For å bevare konsistens mellom avkastningskravet til egenkapitalen og kravet til gjeld, vil jeg bruke den samme risikofrie renten som jeg brukte i kapitalverdimodellen. Det er 10 års statsobligasjonsrente, som altså pr april 2012 er 2,34 %. Kredittrisikopåslaget er et påslag som reflekterer risikoen ved utlån. Dette påslaget beregnes basert på den syntetiske ratingen som er gjort av selskapet (vedlegg III, kredittrisikofaktor) (Kinserdal, 2012f). HRG har en rating på B, hvilket setter kredittrisikofaktoren lik 1, som multipliseres med den risikofrie renten. Det gir et kredittrisikopåslag på $1 \cdot 2,34\% = 2,34\%$. Som nevnt skal gjeldsrenten være etter skatt. Jeg benytter nominell selskapsskatt på 28 %. Det gir et gjeldskrav etter skatt på

$$\begin{aligned} k_{GJ} &= (R_f + \text{kredittrisikopåslag}) \cdot (1-s) = (2,34\% + 2,34\%) \cdot (1-28\%) \\ &= 4,70\% \cdot (1-28\%) \approx 3,40\% \end{aligned}$$

Dersom et selskap nylig har tatt opp lån eller refinansiert, kan man i følge Frykman og Tollerud (2003) da bruke tilhørende lånerente i stedet for å gjøre beregningene ovenfor. I

mars 2012 fullførte HRG en refinansiering av gjelden sin på 3 mrd til et syndikatlån⁴⁶ på 2,6 mrd kr og et usikret obligasjonslån på 500 mill kr (Hurtigruten ASA, 2012e). Syndikatlånet har en lånerente på 3,5 %⁴⁷. Obligasjonslånet har en betydelig høyere rente, på hele 7 %. Ettersom syndikatlånet er det største lånet, og lånerenten den har er i nærheten av mine beregninger, velger jeg å la den være førende for gjeldskravet. Men for å veie opp for den høyere risikoen legger jeg 2 % på gjeldskravet før skatt, som da blir ca 5,5 %. Det gir en etter skatt-rente på ca **4,0 %**.

6.2.2 Kapitalstruktur

Den rapporterte kapitalstrukturen for HRG i 2011 viser en egenkapitalandel på knappe 26 %, hvilket gir en gjeldsandel på 74 %. Ved beregning av WACC er det imidlertid slik at man skal benytte markedsverdiene for egenkapital og gjeld. På Oslo Børs er markedsverdien av egenkapitalen 1 553,87 mill år 1.juni 2012 (Oslo Børs, 2012b). Markedsverdien av gjeld er derimot ikke like lett tilgjengelig. Man må ofte ta utgangspunkt i den bokførte verdien og justere for markedsverdien av selskapets obligasjonslån. I følge Frykman og Tolleryd (2003) er det imidlertid slik at dersom et selskap nylig har refinansiert gjelden sin, kan dette bli ansett som markedsverdien av gjelden. Det skyldes at når man refinansierer lånet så kan man betrakte det som at man har fått en ny eiendel, som da er satt til markedsverdi. Som nevnt ovenfor refinansierte HRG gjelden sin i mars og har nå en samlet gjeld med markedsverdi til 3,1 mrd kr. Da blir markedsverdien på totalkapitalen til HRG 1554 mill + 3100 mill = 4654 mill. Det gir en egenkapitalandel på $1554/4654 \approx 33 \%$, som vil si at gjeldsandelen i selskapet er 67 %.

6.2.3 Avkastningskrav

Da har jeg all informasjonen som trengs for å finne avkastningskravet:

$$EK/(EK+GJ) = 33 \%$$

$$GJ/(EK+GJ) = 67 \%$$

$$k_{EK} = 7,2\%$$

$$k_{GJ} \cdot (1-28\%) = 4,0 \%$$

Det gir et avkastningskrav på

$$WACC = 33 \% \cdot 7,2 \% + 67 \% \cdot 4,0 \% = 5,056 \% \approx \mathbf{5,1 \%}$$

⁴⁶ Et felles lån fra flere banker, som i dette tilfellet er både norske og utenlandske.

⁴⁷ Forutsetter at denne ikke er justert for skatt.

Jeg vil altså bruke et avkastningskrav på 5,1 % for å diskontere den frie kontantstrømmen og terminalverdien for å finne virksomhetsverdien til HRG. Dette er et relativt lavt avkastningskrav, som i stor grad skyldes det lave nivået på den risikofrie renten.

7.0 Budsjettering av kontantstrømmer

Etter å foretatt strategiske analyser og regnskapsanalyser skal jeg nå budsjettere framtidige kontantstrømmer til drift etter skatt. Disse kontantstrømmene utgjør den *eksplisitte* prognosedelen som verdsettelsen bygger på, og budsjettperioden er på fem år, altså perioden 2012-2016. Når jeg i kapittel 8 skal finne en terminalverdi, som er den *implisitte* prognosedelen⁴⁸, er det viktig at man bygger på en forutsetning om at kontantstrømmen er i *steady state*. Det betyr at selskapet ikke vokser mer enn bransjen, men har stabil vekst (Frykman og Tolleryd, 2003). Budsjettperioden på fem år bør kunne gi et godt grunnlag for dette.

I forbindelse med budsjetteringen av kontantstrømmene, vil jeg vurdere tre ulike scenarioer. Et optimistisk, et relativt normalt og forventet scenario og et pessimistisk. Årsaken til det er jeg ønsker å få innberegnet muligheten for at HRG gjør det veldig godt de neste fem årene, eller muligheten for det motsatte. Dersom jeg bare hadde laget ett scenario, altså én budsjettert kontantstrøm, ville det ikke fanget opp uventede hendelser like godt som når jeg lager tre stykker. Etter budsjetteringen vil jeg beregne nåverdiene for kontantstrømmene i de tre scenarioene, for så å vekte disse og samle dem til én verdi. Ettersom det er uvanlig at man opplever i fem år at ”alt” går bare godt, eller bare dårlig vil jeg vekte det optimistiske og det pessimistiske scenarioet lavt i forhold til det normale, se punkt 7.1. Til beregningene av nåverdiene vil jeg bruke avkastningskravet som jeg beregnet i kapittel 6, som er på 5,1 %.

For å komme fram til de ulike kontantstrømmene vil jeg analysere utviklingen i de historiske, normaliserte regnskapstallene som utgjør EBITDA, for å se etter trender eller andre elementer som vil være viktig å ta med når jeg skal budsjettere. Dette vil jeg også gjøre for bransjerepresentantene, for å se om HRG skiller seg særlig ut fra bransjen, og om det bør ha påvirkning på prognosene. For å finne kontantstrømmen til drift etter skatt må jeg i tillegg vurdere det framtidige nivået på normale investeringer, om det vil komme engangsinvestering i løpet av perioden, og endring i arbeidskapital. Ettersom kontantstrømmen som nevnt skal være etter skatt (i likhet med avkastningskravet), vil jeg også kort kommentere effektiv skatt på driftresultatet (=EBITDA minus avskrivninger).

⁴⁸ Se kapittel 8 for nærmere forklaring.

Før jeg går nærmere innpå de ulike postene, vil jeg kort beskrive de tre scenarioene jeg vil ta utgangspunkt i. Merk at jeg vil utdype scenarioene mer underveis når jeg diskuterer forskjellig utvikling på de ulike postene i kontantstrømmen.

7.1 Scenarioer

7.1.1 Scenario 1 – det optimistiske

I dette scenarioet vil jeg anta at restruktureringene gjort i selskapet og all publisiteten etter ”Hurtigruten minutt-for-minutt” vil ha svært positiv innvirkning på veksten i selskapet, og at omsetningen vil øke. Jeg forutsetter videre her at finanskrisen ikke vil få en veldig negativ påvirkning på resultatene i selskapet, at turistene vil velge å reise på ferie med Hurtigruten og at HRG er godt posisjonert i forhold til selskapets konkurrenter. Siden dette er et optimistisk framtidssbilde, som på mange måter forutsetter at det meste går riktig vei for HRG, vektet jeg det med 20 % sannsynlighet. Se vedlegg VI for de budsjetterte kontantstrømmene for dette scenarioet.

7.1.2 Scenario 2 – det forventede

Her vil jeg anta at man får gode effekter av restruktureringene og publisiteten, men at finanskrisen likevel vil få en negativ effekt på salget, slik at man ikke får så veldig høy salgsvekst. Jeg forutsetter videre at konkurransen fra andre (hovedsakelig utenlandske) selskaper er hardere enn den har vært. Det også vil kunne bidra til å redusere salgsveksten. I dette scenarioet vil jeg også forutsette at været vil skape større utfordringer for selskapet enn i forrige scenario, om enn ikke i like stor grad som i 2011. Etter restrukturingsplanen til HRG skulle man fullt ut merke de positive effektene på kostnadene i selskapet fra høsten 2010. Dette forutsetter jeg at man gjør, samtidig som andre momenter som for eksempel økte vedlikeholdskostnader vil dempe den store reduksjonen i kostnader. Dette scenarioet forventer jeg at vil være det mest realistiske, og vil derfor bli vektet høyt, med en sannsynlighet på 60 %. Se vedlegg VII for de budsjetterte kontantstrømmene for dette scenarioet.

7.1.3 Scenario 3 – det pessimistiske

I dette scenarioet antar jeg at finanskrisen treffer HRG hardt de første årene i budsjettperioden og at den, i tillegg til hardere konkurranse, vil føre til reduksjon i omsetningen. Jeg forutsetter videre at man vil oppleve årlige runder med ekstremvær, hvilket vil føre til høye driftskostnader og store engangskostnader. Dette er et ”worst case” scenario, som tar høyde

for at mye kan gå galt. Derfor vektet det lavt, med en sannsynlighet på 20 %. Se vedlegg VIII for de budsjetterte kontantstrømmene for dette scenarioet.

7.2 Analyser og budsjettering

7.2.1 Generelle forutsetninger

Jeg vil nå gå gjennom de ulike postene i kontantstrømmen for drift (etter skatt) punkt for punkt, analysere historisk utvikling og budsjettere framtidige kontantstrømmer. Når jeg skal vurdere utviklingen vil jeg se på det jeg oppfatter er hoveddriverne for de ulike postene. Det er et skjønnsmessig arbeid å vurdere framtiden, og å være veldig detaljert i vurderingene vil ikke nødvendigvis gjøre dem mer korrekte sånn sett. Jeg vil kommentere ulike drivere nærmere etter hvert, men her er noen generelle forutsetninger:

- Jeg vil bruke de normaliserte tallene for HRG. Se vedlegg II for tallgrunnlag. I vedlegg V finnes oversikt over utviklingen i EBITDA for Finnlines Oyj og DFDS Group AS.
- Alle tall vil være i MNOK.
- I alle tilfeller hvor inflasjon påvirker utviklingen vil jeg ta utgangspunkt i Norges Banks inflasjonsmål på 2,5 %.
- Som nevnt ovenfor må kontantstrømmene være i steady state når man skal beregne terminalverdien. Et mål på dette er at det enten er i takt med, eller i alle fall ikke vokser mer enn BNP. Basert på prognoser fra Statistisk sentralbyrå (2012c), vil vekst i BNP være 3,4% i 2015. Jeg tar utgangspunkt i dette og forutsetter at den øker 1 % til 3,5 % i 2016.
- Med hensyn til omsetning vil jeg forenkle og vurdere de ulike forretningsområdene under ett. Det samme gjelder ved forutsetning om reduksjon i salg.
- Alle kostnader er vurdert i prosent av sum omsetning, som består av salgsinntekter og varesalgsinntekter. Det er et nyttig forholdstall for da ser man hvordan de ulike postene endrer seg i forhold til salgsveksten. I tillegg vil det gjøre at alle kostnader automatisk blir justert for inflasjon, ettersom inntektene vil være justert for det.
- For alle kostnader vil jeg kun vise på den *prosentmessige* historiske utviklingen i forhold til omsetning. For detaljer viser jeg til årsregnskap (Hurtigruten ASA, 2012d-2008) og vedlegg II

7.2.2 Driftsinntekter

Driftsinntektene består, som nevnt tidligere av salgsinntekter, kontraktsinntekter, og fra 2009, varesalgsinntekter. Med hensyn til kontraktsinntektene starter den nye kontrakten i 2012, hvor første utbetaling var 700 mill, med gjennomsnittlige utbetalinger på 640 mill. Det var i 2011-kroner, og disse summene vil derfor justeres for inflasjon.

	2008	%	2009	%	2010	%	2011	%
Salgsinntekter	2 146 471	-0,8%	2 444 405	13,9%	2 824 747	15,6%	2 986 082	5,7%
Varesalgsinntekter	0	-	332 817	13,6%	362 600	12,8%	381 601	12,8%
Sum omsetning	2 146 471	-0,8%	2 777 222	29,4%	3 187 347	14,8%	3 367 683	5,7%
Kontraktsinntekter ⁴⁹	484 056	22,5%	586 070	21,1%	572 402	18,0%	538 326	16,0%
Engangshendelser	0	-	-15 000	-	-15 000	-	-86 000	-
Driftsinntekter	2 630 527	8,3 %	3 348 292	27,3%	3 744 749	11,8%	3 820 009	2,0%

Tabell 11 Historiske inntekter

Kontraktsinntektene er faste inntekter og vil være like for alle scenarioene. Varesalgsinntekter begynte man å rapportere i 2009, så historikken er ikke så lang, men i snitt har de vært rundt 13 % av salgsinntekter. Det er ikke spesifisert hva dette varesalget er, men jeg forutsetter at varesalget følger utviklingen i salgsinntekter, og vil derfor budsjettere med at varesalget vil fortsette å ligge på 13 % av salgsinntektene i alle scenarioene.

I 2011 kom 62 % av driftsinntektene fra produktområdet *norskekysten*. Det skyldes i stor grad kontraktsinntektene fra staten, men det er også på dette området selskapet har de høyeste salgsinntektene. I 2008 var det en svak nedgang i salgsinntektene til HRG fra året før, mens de økte til drøyt 14 % og 16 % i henholdsvis 2009 og 2010. I 2011 var det en reduksjon i veksten, da økte inntektene kun med 5,7 %. Dette skyldes trolig de mange kanselleringene som skjedde i 2011 på grunn av været. Det er interessant å se at begge bransjerepresentantene hadde kraftig fall i driftsinntektene i 2009, noe som kan ha sammenheng med finanskrisen. At HRG likevel opplevde vekst kan vise at restruktureringene, som blant annet skulle bidra til økte inntekter, har fungert. Senere har det vært vekst også hos bransjerepresentantene (vedlegg V), noe som kan tyde på at effektene fra finanskrisene ble svakere utover i analyseperioden. Jeg vil nå vurdere framtidige inntekter for HRG i de ulike scenarioene.

⁴⁹ Beregnes i prosent av salgsinntekter

Scenario 1 (SC1)

HRG avsluttet i mars 2012 restruktureringsprosessene som har pågått over flere år, noe de selv tror vil skape bedre resultater, både i form av økte inntekter og reduserte kostnader. I SC1 vil jeg legge til grunn at disse prosessene har meget god innvirkning på salgsinntektene, og at også publisiteten fra ”Hurtigruten minutt-for-minutt” bidrar til økte salgsinntekter. Med dette forutsetter jeg videre at finanskrisen ikke har en så sterk innvirkning på bestillinger i årene som kommer, slik at folk faktisk har råd til å reise med HRG. Også europeiske turister. Ser man på figur 3 om forventede økninger i BNP i perioden 2011-2016, og forutsetter at prognosene er riktige, ser man at både i USA og UK er BNP økende, mens for Tyskland, Nederland, Sveits og Norge er endringene relativt jevne. Det tilsier forventninger om tryggere tider. I snitt har salgsinntektene økt med 8,5 % de siste årene, og i 2010 var veksten som nevnt oppe i 16 %. For det optimistiske scenarioet vil jeg derfor legge til grunn en jevn årlig vekst på 10% i perioden 2012-2014, inkludert inflasjon på 2,5 %, hvilket gir en reell vekst på 8 %. Merk at siden dette bygger på snittet av historisk vekst forutsetter dette scenarioet at man har en normal kanselleringsprosent i løpet av perioden. Siden et selskap ikke kan vokse evig forutsetter jeg at selskapet vil få en noe lavere vekst, på 8 % i 2015 og 5 % i 2016 slik at det er nærmere en steady state-verdi.

Scenario 2 (SC2)

Siden restruktureringene er over, og publisiteten fra ”Hurtigruten minutt-for-minutt” uansett var bra for HRG, antar jeg at man kan forvente vekst framover. Selv om selskapet ble involvert i en dødsulykke i fjor, så håndterte de den på en god måte. Selskapets kunnskap og gode sjømannskap er en av de strategiske ressursene til selskapet, og ulykken forutsettes derfor ikke å ha noen negativ innvirkning på potensielle passasjerer. Samtidig er finanskrisen fortsatt ikke over, og det er usikre forhold i Europa, noe som viste seg i en del av forhåndsbestillingene for 2012 (figur 2). Et viktig moment her er at hele analyseperioden har vært preget av finanskrisen, så salgsveksten disse årene burde sånn sett reflektere hvor stor vekst man kan oppnå i økonomiske nedgangstider. Med det i mente forutsetter jeg en salgsvekst de to neste årene på rundt 6%, inkludert inflasjon. Deretter forutsetter jeg at veksten vil nærme seg steady state, som er tilstanden det må være i for å kunne beregne en fortsettelsesverdi. Jeg antar dermed videre at selskapet har en vekst på 5 % i 2014, og 3,5 %⁵⁰ i 2015 og ned til 2,5 % i 2016.

⁵⁰ På nivå med BNP

Scenario 3 (SC3)

Siden det er svært usikre økonomiske tider, er det naturlig å ha med et pessimistisk scenario hvor finanskrisen treffer hardere enn man håper på. Det vil jeg anta at fører til betydelige reduksjoner i salgsveksten. I tillegg vil jeg anta at man oppleve opp til flere uværperioder i løpet av budsjettperioden, som fører til flere kanselleringer, noe HRGs resultater er følsomme for. Det kan man se av at veksten i salgsinntekter falt fra drøye 16 % til knappe 6% fra 2010 til 2011 etter et år med mye uvær, og tilhørende kanselleringer. I det pessimistiske scenarioet vil jeg altså forutsette at veksten vil reduseres i 2012, til minus 2%, som er en 7 % endring fra 2011. Også i 2013 forventer jeg reduksjon i vekst på minus 2 %. I 2014 vil jeg anta nullvekst i inntekter, mens i perioden 2015-2016 vil selskapet ha vekst lik på 2,5 %.

(Tall i MNOK)	2012	2013	2014	2015	2016
SC1					
Salgsinntekter	3 285	3 613	3 974	4 292	4 507
Varesalgsinntekter	427	470	517	558	586
Sum omsetning	3 712	4 083	4 491	4 850	5 093
Kontraktsinntekter	718	672	689	706	724
<i>Driftsinntekter</i>	<i>4 429</i>	<i>4 755</i>	<i>5 180</i>	<i>5 557</i>	<i>5 817</i>
SC2					
Salgsinntekter	3 165	3 355	3 523	3 646	3 737
Varesalgsinntekter	411	436	458	474	486
Sum omsetning	3 577	3 791	3 981	4 120	4 223
Kontraktsinntekter	718	672	689	706	724
<i>Driftsinntekter</i>	<i>4 294</i>	<i>4 464</i>	<i>4 670</i>	<i>4 827</i>	<i>4 947</i>
SC3					
Salgsinntekter	2 926	2 868	2 868	2 939	3 013
Varesalgsinntekter	380	373	373	382	392
Sum omsetning	3 307	3 241	3 241	3 322	3 405
Kontraktsinntekter	718	672	689	706	724
<i>Driftsinntekter</i>	<i>4 024</i>	<i>3 913</i>	<i>3 930</i>	<i>4 028</i>	<i>4 129</i>

Tabell 12 Prognose for driftsinntekter 2012-2016

7.2.3 Personalkostnader

Under posten personalkostnader er det som nevnt tidligere lønnskostnader, arbeidsgiveravgift, pensjonskostnader og andre ytelser. Blant disse er det lønnskostnader som er den desidert største posten, og derfor også den som er viktigst i budsjetteringen de neste fem årene.

Personalkostnader	2008	2009	2010	2011	Snitt
Lønninger	54,6 %	30,3 %	28,6 %	31,3 %	36,2 %
Arbeidsgiveravgift	3,8 %	2,3 %	1,5 %	1,6 %	2,3 %
Pensjonskostnader	3,3 %	2,2 %	2,0 %	1,0 %	2,1 %
Andre ytelser	3,3 %	1,6 %	0,9 %	1,2 %	1,7 %
Totale pers.kostnader⁵¹	37,6 %	35,0 %	33,0 %	35,2 %	35,2 %

Tabell 13 Historiske personalkostnader i prosent av omsetning

Man kan se at 2008 skiller seg ut her, hvor *lønnskostnadene* var oppe i knappe 55 % av omsetning, før de ble redusert til rundt 30 % og siden har ligget omtrent på det nivået. Det finnes flere forklaringer for det store fallet i lønnskostnader relativt til omsetning mellom 2008 og 2009. Som nevnt før startet restruktureringsarbeidet til HRG i 2008. En del av den planen gikk på å redusere kostnader og å fokusere på kjerneområdene. Derfor ble blant ferger og hurtigbåtvirksomheten i Troms, samt reisebyrå og hoteller i Bergen. Videre gjennomførte selskapet i løpet av 2008 og 2009 store nedbemanninger, blant annet gjennom reduksjon og outsourcing av call-sentrene til lavkostland, etter et nytt bookingsystem ble innført i 2009. Ellers i perioden har disse kostnadene vært jevne. *Arbeidsgiveravgiften* HRG må betale er, som nevnt i den strategiske analysen (pkt. 4.1.1), relativt lav på 5,1%, siden selskapet er registrert i en lavtakstsone. I tillegg kommer refunderingene selskapet får i forbindelse med sikkerhetsbemanningen. *Pensjonskostnadene* har hatt en nedadgående kurve gjennom perioden. Dersom man måler pensjonskostnadene i prosent av personalkostnadene, har de ligget relativt stabile fram til 2011, hvor de ble halvert. HRG oppgir ingen klare årsaker for dette, men informerer om at diskonteringsrente, levealderanslag og lønns- og pensjonsreguleringer påvirker forpliktelsene veldig. HRG bruker 10 års statsobligasjoner som diskonteringsrente for pensjon, som pr juni 2012 er på 2,34 %. Jeg forutsetter derfor at reduksjon i denne har bidratt til reduserte pensjonskostnader. *Andre ytelser* er bonuser og godtgjørelser, justert for uvanlige godtgjørelser, og utgjør en relativt liten del av kostnadene. Det som er interessant å merke seg her, er at HRGS samlede personalkostnader relativt store i forhold til inntekter, hvis man sammenligner med bransjerepresentantene, som begge ligger mellom 16 og 20 % av salgsinntekter. Dette henger trolig sammen med det høye lønnsnivået i Norge, hvor lønnskostnadene tar en større del av inntjeningen.

Med hensyn til lønnskostnader i framtiden er det interessant å se på lønnsprognoser fra SSB i perioden 2012-2015 (Statistisk Sentralbyrå, 2012c).

⁵¹ Merk at de totale kostnadene er justert for ikke-videreført virksomhet i regnskapet

	2012	2013	2014	2015	2016
Lønnsvekst	4,1%	3,9%	4,3%	4,4%	4,5% ⁵²
Inflasjon	1,0%	1,3%	1,9%	2,3%	2,5%
Realvekst	3,1%	2,6%	2,4%	2,4%	2,0%

Tabell 14 Prognostisert lønnsvekst og inflasjon

Som man ser av tabellen, vil det være en rimelig høy reallønnsvekst⁵³. I mine beregninger benytter jeg inflasjonsmålet på 2,5 % i hele perioden. Reallønnsveksten er den virkelige veksten i lønn. Jeg velger å benytte den justert for SSBs *årlige* prognoser for inflasjon fordi jeg mener det gir et riktigere bilde på den reelle lønnsveksten, som legger deler av grunnlaget for lønnskostnadene. Den generelle justeringen for inflasjon skjer automatisk ettersom jeg utover den spesifikke veksten vil vurdere kostnadene i prosent av salgsinntekter, som allerede inkluderer inflasjon.

SC1

Med økt salg forutsetter jeg at kapasiteten i driften økes. Da vil man måtte ansette flere folk, og dermed øker lønnskostnadene. Jeg forutsetter at generelle lønnskostnadene vil ligge på rundt 33 % og så øke disse for lønnsvekst. Merk, at selv om veksten avtar på slutten av perioden forutsetter jeg at man holder kapasiteten, og dermed ikke vil måtte nedbemanne igjen. Ettersom jeg i dette scenarioet legger til grunn gode tider i HRG forventer jeg at det vil reflekteres gjennom bonuser til ledelsen, og vil derfor øke andre ytelser til 2,5 % gjennom hele perioden. I slutten av april 2012 ble det kjent at konserndirektøren i HRG, Olav Fjell, har sagt opp stillingen sin. Daniel Skjeldam vil ta over fra høsten 2012. Olav Fjell vil som nevnt ikke få noen sluttpakke, ettersom han fikk denne i 2011. Jeg forutsetter at Daniel Skjeldam vil sitte som konserndirektør ut budsjettperioden, og at han derfor ikke skal ha noen sluttpakke. Med hensyn til pensjon, forutsetter jeg at denne kostnaden vil være stigende i perioden, ettersom jeg forutsetter at rentene vil øke noe i gode tider. Jeg vil derfor forutsette at pensjonen vil øke jevnt i perioden, målt relativt til lønn. Fra 2010 til 2011 falt pensjon fra 6,8 % i prosent av lønn til 3,1 %. Jeg forutsetter at pensjonen vil ligge på rundt 4 % av lønnskostnader i perioden. Arbeidsgiveravgiften forutsetter jeg ingen spesielle endringer i. Jeg

⁵² Prognosene fra SSB dekker kun 2015, så jeg forutsetter at veksten øker 1 % det året.

⁵³ Veksten ekskludert inflasjon

forenkler og forutsetter at den vil være 5,1 % av lønnskostnader. Merk at både pensjon og arbeidsgiveravgift likevel vil oppgis i prosent av omsetning.

SC2

Med hensyn til lønnsvekst følger jeg samme forutsetning som i SC1. Det vil si at også her må man øke lønnskostnader fordi man må øke mannskapet når kapasiteten økes, som er noe jeg forutsetter når jeg forutsetter vekst. Jeg vil her sette lønnskostnadene til 31,5 % og legge til lønnsvekst. Merk at jeg antar at man fra 2015, når veksten har avtatt, ikke vil måtte hente inn ekstramannskap, og at lønnskostnadene i 2015 og 2016 vil ligge på 30 % før lønnsvekst. Jeg forutsetter videre at bonusutbetalingene vil ligge rundt 1,1 % av omsetning. Også i dette scenarioet forventer jeg at Daniel Skjeldam forblir konserndirektør hele perioden.

Pensjonskostnader og arbeidsgiveravgift forventer jeg å være som i SC1, målt i prosent av lønnskostnader.

SC3

Siden selskapet ikke vokser noe særlig vil jeg her legge lønnsnivået til rundt 30 % av omsetning. Jeg forutsetter videre at man i 2014 vil måtte gjøre litt nedbemanning på grunn av de økonomiske utfordringene, og vil det året justere lønnskostnadene ned med 3 %. Man betaler ikke ut bonus til ledelsen før i 2016, når selskapet opplever litt mer vekst, og da kun 0,5 % av omsetning. Pensjon og arbeidsgiveravgift vil være lik som i de andre scenarioene. Videre vil jeg i dette scenarioet anta at konserndirektøren gir seg i løpet av perioden, i 2015, og derfor vil motta sluttpakke. Ett av kriteriene for pakken Olav Fjell fikk var at han skulle sitte i minst tre år, og med forutsetning om at Skjeldam gir seg i 2015, vil han da ha sittet i tre år. Jeg tar derfor utgangspunkt i Fjells pakke og justerer for inflasjon, hvilket gir $6,6 \text{ mill} \cdot 1,025^4 = 7,3 \text{ mill}$.

(Tall i MNOK)	2012	%	2013	%	2014	%	2015	%	2 016	%
SC1										
Lønnskostnader	1 263	34,0%	1 384	33,9%	1 518	33,8%	1 634	33,7 %	1 714	33,7 %
Arbeidsgiveravgift	64	1,7 %	71	1,7 %	77	1,7 %	83	1,7 %	87	1,7 %
Pensjonskostnader	51	1,4 %	55	1,4 %	61	1,4 %	65	1,3 %	69	1,3 %
Andre ytelser	93	2,5 %	102	2,5 %	112	2,5 %	121	2,5 %	127	2,5 %
Personalkostnader	1 471	39,6%	1 612	39,4%	1 768	39,4%	1 900	39,2 %	1 998	39,2 %
SC2										
Lønnskostnader	1 162	32,5%	1 225	32,3%	1 284	32,3%	1 262	30,6 %	1 292	30,6 %
Arbeidsgiveravgift	59	1,7 %	62	1,6 %	65	1,6 %	64	1,6 %	66	1,6 %
Pensjonskostnader	46	1,3 %	49	1,3 %	51	1,3 %	50	1,2 %	52	1,2 %
Andre ytelser	39	1,1 %	42	1,1 %	44	1,1 %	45	1,1 %	46	1,1 %
Personalkostnader	1 307	36,5%	1 378	36,4%	1 445	36,3%	1 420	34,5 %	1 456	34,5 %
SC3										
Lønnskostnader	1 023	30,9%	998	30,8%	830	25,6%	848	25,5 %	868	25,5 %
Arbeidsgiveravgift	169	5,1 %	165	5,1 %	165	5,1 %	169	5,1 %	174	5,1 %
Pensjonskostnader	132	4,0 %	130	4,0 %	130	4,0 %	133	4,0 %	136	4,0 %
Andre ytelser	0	0,0 %	0	0,0 %	0	0,0 %	7	0,2 %	17	0,5 %
Personalkostnader	1 324	40,0%	1 293	39,9%	1 125	34,7%	1 150	34,6 %	1 195	35,1 %

Tabell 15 Prognoser for personalkostnader 2012-2016

7.2.4 Driftskostnader

Posten *driftskostnader* dekker varekostnader, salgs- og administrasjonskostnader og andre driftskostnader. HRG skilte ikke inn i disse underpostene før i 2009, så jeg vil vurdere endringene i de ulike postene fra 2009, men totale driftskostnader fra 2008.

Driftskostnader	2008	2009	2010	2011	Snitt
Varekostnader	-	27,7 %	16,8 %	17,2 %	20,6 %
Andre driftskostnader	-	35,4 %	39,7 %	38,3 %	37,8 %
Salgs- og administrasjonskostnader	-	13,7 %	11,1 %	10,2 %	11,7 %
Totale driftskostnader	68,1%	70,3 %	67,6 %	66,5 %	68,1 %

Tabell 16 Historiske driftskostnader i prosent av salgsinntekter

Man kan se at de totale driftskostnadene har vært rimelig jevne over hele perioden, med et snitt på ca 68 % av omsetningen. Her kommer det fram hvor viktig kontraktsinntektene fra staten er for HRG, når nærmere 70 % av omsetningen går til driftskostnader alene. Både i 2010 og 2011 kan det se ut som man har begynt å merke effektene av restruktureringene, da driftskostnadene er redusert relativt til salg fra foregående år, i begge årene. Som en del av

restruktureringsplanen til HRG skulle man kunne merke effekt ordentlig fra høsten 2010. Samtidig ventes det at driftskostnadene vil øke en del framover, blant annet som følge av økende oljepriser. *Salgs- og administrasjonskostnadene* har vært synkende i perioden, noe som kan skyldes blant annet det nye bookingsystemet i 2009, og at man har flyttet callsentrene til lavkostland. *Varekostnadene* faller flere prosent fra 2009 til 2010 og forblir relativt stabile i 2011. Under i *varer* inkluderes salg, reservedeler og bunkers. Sistnevnte er nok den viktigste kostnadsdriveren, da den drives av nivået på oljeprisene. *Andre driftskostnader* har vært relativt jevne i perioden, men det er den posten som blir påvirket av blant annet økte vedlikeholdskostnader, kostnader relatert til kanselleringer og ulike avsetninger. Dette er poster som er trukket ut i normaliseringsprosessen, ellers ville nok blant annet andelen for 2011 vært mer avvikende, i negativ forstand. Selv om HRG har klart å redusere driftskostnadene de siste årene, er de fortsatt høye, og som nevnt ovenfor, viser de hvor viktig statens bidrag har vært og er for HRG.

Ser man på driftskostnadene for henholdsvis Finnlines og DFDS (vedlegg V) (inkludert material- og tjenestekostnader og charterleie, henholdsvis), ser man at begge ligger kostnadmessig omtrent på samme nivå som HRG. Det indikerer at det generelt sett er en bransje med høye driftskostnader. Det skyldes nok i stor grad at oljeprisene har en stor påvirkning på kostnadene, og at bransjen generelt er sensitiv for finanskrisen, fordi det påvirker folks mulighet til å bestille (dyre) feriereiser. I tillegg vil man også ellers i bransjen merke mer til ekstremvær.

SC1

I dette scenarioet forutsetter jeg at oljeprisene vil holde seg stabile på det nivået de var i 2011, og at varekostnader derfor vil ligge rundt 18 % av salgsinntekter i hele perioden. Med hensyn til driftskostnadene vil jeg forutsette at man merker gode effekter av restruktureringene.

Samtidig er det for de første årene i perioden forventet at driftskostnadene vil øke noe, og jeg forutsetter derfor at de vil ligge på rundt 35 % de første årene, og reduseres til 34 % de to siste årene. Da vil de ligge omtrent på 2009-nivå. Jeg forutsetter at ”vanlige”

kanselleringskostnader er innbakt i disse prosentene, og at vedlikeholdskostnader og andre driftskostnader vil være stabile. Siden dette er et optimistisk scenario, vil jeg forutsette at det kun vil komme én runde med ekstremvær i løpet av hele budsjettperioden, i 2013, og basert på kostnadene HRG hadde med de tre ulike stormene i 2011 (40 mill i ekstrakostnader), vil jeg sette ekstrakostnadene ved denne stormen til rundt 15 mill (justert for inflasjon). Merk at

uvær som jeg forutsetter spesifikt, forventes å komme i tillegg til *vanlige* stormperioder som er normalt og oppleve langs kysten, særlig på høst- og vinterstid. Salgs- og administrasjonskostnaden har hatt en nedadgående kurve, og jeg forutsetter at den vil fortsette ned til 8 % i 2016. Jeg forutsetter at HRG vinner alle sakene hvor de har gjort avsetninger for tap.

SC2

Jeg forventer her at oljeprisene vil stige som antydnet av prognosene (punkt 4.1.2.3), og at varekostnadene derfor vil øke framover. Det er lite trolig at de vil øke hele tiden, og ettersom det er vanskelig å spå fem år fram i tid, tar jeg høyde for at oljeprisene også kan reduseres. Jeg forutsetter derfor at de vil øke til 19 % av omsetning i 2012, og øke enda en prosent året etter, for så være stabile i 2014. De to siste årene forutsetter jeg at varekostnaden vil reduseres med en prosent årlig. Med hensyn til driftskostnadene forventer jeg at selskapet i utgangspunktet vil oppleve en positiv effekt av restruktureringen, men ikke like mye som i SC1. Fordi HRG har en uttalt forventning til at driftskostnadene vil øke, blant annet på grunn av økte vedlikeholdskostnader, vil likevel effekten av restruktureringene reduseres noe. De to siste årene har driftskostnadene ligget mellom 38 % og 39 %, og med forutsetning om en økning, vil det være realistisk å forvente at driftskostnadene fra 2012 vil ligge rundt 40 %. Jeg forutsetter at man klarer å redusere den noe i 2013 og 2014, ned til 39,5 %. Deretter forutsetter jeg at man igjen klarer å redusere kostnadene noe, ned mot 39 % i 2015 og 2016. Fordi jeg i dette scenarioet også forventer at man vil ha utfordringer med ekstremvær (som prognosene tyde på kan komme, se punkt 4.1.5), vil man få høyere vedlikeholdskostnader. Jeg antar at det vil være to ekstremværsperioder i løpet av budsjettperioden, som hver gjør skade for 25 mill i året. Årsaken til at jeg ikke tror kostnadene vil være like høye som i 2011, er at det var et spesielt ille år, og jeg antar at HRG vil være bedre forberedt når det skjer igjen. Salgs- og administrasjonskostnadene forutsetter jeg at vil reduseres ned mot 9 % i løpet av perioden. Med hensyn til avsetninger forutsetter jeg at HRG vil måtte betale til sammen 54 mill som satt av til henholdsvis voldgiftssaken i Australia og anmeldelsen fra Troms fylkeskommune. Dette vil øke driftskostnadene i 2012, siden jeg trakk dem ut normaliseringsprosessen. EFTA-saken antar jeg at HRG vinner.

SC3

Dette er et "worst case"-scenario, og jeg forventer derfor her at oljeprisene vil øke relativt mye. Jeg forutsetter at dette vil øke varekostnadene til 23 % i 2012, at de vil ligge stabilt der

mellom 2013-2014, øke 1 % mer i 2015 og være stabile der ut perioden. Med hensyn til driftskostnader forventer jeg en økning opp i 42 % i begynnelsen av dette scenarioet, før en liten reduksjon i slutten av perioden hvor driftskostnadene, blant annet med en forutsetning om høye vedlikeholdskostnader. Det vil skyldes blant annet at man vil oppleve flere uværperioder, som i tillegg til ekstrakostnadene det vil innebære, generelt sett vil føre til at man får økte vedlikeholdskostnader. Jeg forventer at ekstremvær vil føre til et snitt på 30 mill kr i ekstrakostnader hvert år. Jeg forutsetter at HRG vil måtte betale alle avsetninger som er gjort, og øker driftskostnadene i 2012 med 89 mill. Salgs- og administrasjonskostnadene forutsetter jeg at vil ligge på samme nivå som i SC2.

(Tall i MNOK)	2012	%	2013	%	2014	%	2015	%	2016	%
SC1										
Varekostnader	668	18,0 %	736	18,0 %	808	18,0 %	873	18,0 %	917	18,0 %
Driftskostnader	1 299	35,0 %	1 446	40,0 %	1 572	35,0 %	1 649	34,0 %	1 732	34,0 %
Salgs- og adm. kostnader	371	10,0 %	388	9,5 %	404	9,0 %	412	8,5 %	407	8,0 %
Andre driftskostnader	2 339	63,0 %	2 570	62,9 %	2 784	62,0 %	2 934	60,5 %	3 056	60,0 %
SC2										
Varekostnader	680	19,0 %	758	20,0 %	796	20,0 %	783	19,0 %	760	18,0 %
Driftskostnader	1 485	41,5 %	1 523	40,2 %	1 572	39,5 %	1 632	39,6 %	1 647	39,0 %
Salgs- og adm. kostnader	358	10,0 %	368	9,7 %	378	9,5 %	383	9,3 %	380	9,0 %
Andre driftskostnader	2 522	70,5 %	2 649	69,9 %	2 747	69,0 %	2 790	67,7 %	2 787	66,0 %
SC3										
Varekostnader	761	23,0 %	745	23,0 %	745	23,0 %	797	24,0 %	817	24,0 %
Driftskostnader	1 508	45,6 %	1 391	42,9 %	1 391	42,9 %	1 425	42,9 %	1 460	42,9 %
Salgs- og adm.kostnader	331	10,0 %	314	9,7 %	308	9,5 %	309	9,3 %	306	9,0 %
Andre driftskostnader	2 599	78,6 %	2 451	75,6 %	2 445	75,4 %	2 531	76,2 %	2 584	75,9 %

Tabell 17 Prognoser for driftskostnader 2012-2016

7.2.5 Andre tap/gevinster - netto

Denne posten inneholder summen av tap og gevinster på salg av henholdsvis aksjer og varige driftsmidler. De store justeringene jeg gjorde i normaliseringsprosessen var å justere opp for tapet på salg av ferge- og hurtigbåtvirksomhet i Troms på rundt 70 mill i 2008. I tillegg justerte jeg ned gevinsten på 85 mill ved for salget av bussvirksomhet i Tromsområdet i 2011. Siden dette samlet utgjør en liten post relativt til omsetning, vil jeg se på utviklingen for denne posten under ett. Merk at jeg har justert omsetning for salgsgevinst, men har satt tapet som en egen post under kostnader, ettersom dette er en post i regnskapet.

Tap/gevinster	2008	2009	2010	2011	Snitt
Netto	4 %	-0,04 %	0,26 %	-0,03 %	1 %

Tabell 18 Historiske tap/gevinster netto

Man altså kan se at dette er en liten post, som noen år går i netto tap, og noen år i netto gevinst, med et snitt på rundt 1 %⁵⁴. Ettersom prosenten i 2008 er avvikende fra resten grunnet justering i tap ved salg, velger jeg å ikke bruke snittet i tabellen over i min vurdering for budsjettperioden. De store justeringene som jeg nevnte var i sammenheng med salg av driftsmidler i forbindelse med restruktureringen. Nå som den er over vil det trolig ikke være så mange slike store salg. Likevel forventer jeg at selskapet både vil selge aksjer og andre driftsmidler hvert år, her uavhengig av ulike scenarioer. Siden det er vanskelig å lage nøyaktige prognoser for når selskapet vil gå i tap, og når det vil ta gevinst, velger jeg å la det gå i henholdsvis gevinst og tap på 0,5 % annethvert år slik at det i snitt vil ha en gevinst på 0,5 % for perioden.

(Tall i MNOK)	2012	%	2013	%	2014	%	2015	%	2016	%
SC1										
Andre tap/gevinster netto	19	0,5%	-20	-0,5 %	22	0,5 %	-24	-0,5 %	25	0,5 %
SC2										
Andre tap/gevinster netto	18	0,5%	-19	-0,5 %	20	0,5 %	-21	-0,5 %	21	0,5 %
SC3										
Andre tap/gevinster netto	17	0,5%	-16	-0,5 %	16	0,5 %	-17	-0,5 %	17	0,5 %

Tabell 19 Prognoser tap/gevinster netto 2012-2016

7.2.6 EBITDA-margin

EBITDA er som nevnt driftsresultatet før avskrivninger, og EBITDA-marginen regnes relativt til *driftsinntektene*. Den gir et bilde på driftens lønnsomhet, hvilket betyr at jo høyere EBITDA-marginen er, jo bedre er lønnsomheten i driften. Nøyaktig hvor stor marginen bør være kommer litt an fra bransje til bransje, og det er derfor nyttig å se på hvilke marginer andre innenfor samme bransje opererer med. Jeg vil derfor vurdere HRGs og bransjens historiske EBITDA-marginer (vedlegg V for tallmateriale), og basert på disse kommentere de ulike EBITDA-marginene som jeg har fått i de tre scenarioene. Formålet med det er å se om jeg har fått et bilde på framtiden som virker sannsynlig. Det gjelder særlig kontantstrømmene og marginene i scenario 2, som er det scenarioet som er mest sannsynlig. En slik vurdering vil

⁵⁴ Merk at også dette er normaliserte tall

være nyttig når jeg i kapittel 8 skal begrunne valg av en passende framtidig kontantstrøm som skal representere den ”evige” kontantstrømmen for selskapet.

	2008	2009	2010	2011	Snitt
HRG	18,0 %	12,4 %	14,5 %	13,6 %	14,6 %
Finnlines Oyj	13,3 %	7,4 %	15,2 %	17,2 %	13,3 %
DFDS Group AS	12,3 %	12,0 %	12,9 %	12,9 %	12,5 %
Bransjen	14,5 %	10,6 %	14,2 %	14,6 %	13,5 %

Tabell 20 Historisk EBITDA-margin for HRG og bransjen relativt til driftsinntekter

Med unntak av 2008 ser man at HRGs EBITDA-margin har vært stabil gjennom perioden⁵⁵, og har i snitt ligget litt over bransjesnittet. Det viser at HRG sånn sett har et godt nivå på EBITDA-marginen, og forutsatt at de hendelsene som jeg har trukket ut som engangshendelser faktisk er det, bør de ha god mulighet til framtidig lønnsom drift.

Ser man på EBITDA-marginene i scenario 1, er disse jevnt over stabile og holder seg på et normalnivå i forhold til historisk EBITDA-margin. Basert på forutsetningene om høy vekst skulle man kunne forvente noe høyere marginer, men særlig lønnskostnadene vil ta mye av gevinsten. Marginene i scenario 2 er generelt sett lavere enn i det første scenarioet, noe som er forventet, fordi både økte driftskostnader og økte lønnskostnader forventes å ta en god del av gevinsten her. I 2016 ser man uansett at EBITDA-marginen lander på det historiske snittet til HRG, på 14,6 %, noe som tilsier at kontantstrømmene er stabilisert på et normalnivå. I det siste scenarioet er EBITDA-marginen jevnt over lav, men det er da også et pessimistisk scenario.

7.2.7 Framtidige investeringer

Normale investeringer

Budsjetteringene av de ulike kontantstrømmene til drift brukes for å vurdere hvordan framtiden vil se ut for HRG de neste fem årene. Selv om store investeringer som for eksempel kjøp av nye skip ikke skjer hvert år, er det normalt at det investeres jevnlig i nye driftsmidler. Netto investeringsnivå er lik brutto investeringer minus normalt salg av driftsmidler, det vil si utbetaling ved kjøp av driftsmidler minus innbetaling ved salg av driftsmidler (Kinserdal, 2011g). I vurderingen av hva som er normalt investeringsnivå vil det ofte være nyttig å se på

⁵⁵ Merk at dette også er basert på normaliserte tall for HRG.

historiske avskrivninger i prosent av salgsinntekter, fordi investeringer og avskrivninger skal være like i steady state. Men i et selskap som HRG, hvor en stor del av investeringene i driftsmidler gjelder skip, som har lange investeringscykluser, vil de historiske avskrivningene trolig ikke kunne gi gode indikasjoner på hva som vil være normalt investeringsnivå de kommende fem årene (Kaldestad og Møller, 2011). Det skyldes at de historiske avskrivningene, som er høye, vil gi et skjevt bilde av hva som vil være et normalt investeringsnivå den neste perioden, fordi man ikke kjøper skip hvert år (eller hvert femte for den saks skyld). Jeg vil vurdere historiske investeringer i prosent av omsetning og basert på dette vurdere hva som vil være normalt investeringsnivå. I sammenheng med restruktureringene ble det i 2008 og 2009 solgt flere driftsmidler, i tillegg til investeringen i blant annet bookingsystemet som ble innført i 2009. Ettersom jeg skal finne normalnivået på investeringer finner jeg det derfor hensiktsmessig å kun se på de to siste årene.

(Tall i 1000 NOK)	2010	2011	Snitt
Kjøp av varige driftsmidler	168 731	188 140	178 435
- Salg av varige driftsmidler	28 699	93 084	60 891
Netto investeringsnivå	140 032	95 056	117 544
I prosent av omsetning	4,4 %	2,8 %	3,6 %

Tabell 21 Historiske nettoinvesteringer

Som man kan se av tabellen over har kjøp av varige driftsmidler vært relativt likt, mens salget har vært litt mer ujevnt. Som nevnt er analyseperioden kort, men i dette tilfellet ville det trolig ikke gitt noe bedre bilde å bruke en lengre tidshorisont, siden det har vært så store restruktureringer. Et snitt i underkant av 4 % i årlige investeringer er trolig et fornuftig nivå som legger opp til en jevnlig fornyelse av varige driftsmidler. Jeg vil derfor benytte et årlig investeringsnivå på 4 % i SC2, som er det forventede scenarioet for HRG. Ettersom HRG nå har fokusert driften rundt kjerneområdene antar jeg at selv om selskapet gjør det godt i SC1, vil investeringene likevel ligge på et normalnivå på 4 % . Da sørger man for fornyelse i selskapet, samtidig som man ikke pådrar seg for mye ny gjeld. Det ser et viktig poeng, ettersom en del av målet med restruktureringen var å redusere selskapets gjeld. I SC3 velger jeg å redusere investeringene med 1 % i forhold til de to andre scenarioene. Hvis selskapet har økonomiske problemer kan det redusere tilgangen til kapital, fordi det da trolig vil være færre som ønsker å gi lån til selskapet. Og som det kom fram i kredittratingen ligger HRG ikke høyere på karakterskalaen enn det kan komme i en situasjon hvor långivere blir skeptisk hvis ting går dårlig. Se tabell 12 for prognoser på investeringsnivået

Engangsinvesteringer

Med hensyn til engangsinvesteringer kan det være aktuelt med fornyelse av flåten, ettersom HRG har to skip, MS Lofoten og MS Nordstjernen, som er henholdsvis 48 år og 56 år gamle. De vil med andre ord være 52 år og 61 år ved slutten av budsjettperioden. Det har tidligere blitt nevnt av både konsernsjef Olav Fjell og styreleder Trygve Hegnar at innkjøp av nye skip kunne bli aktuelt dersom selskapet igjen fikk kontrakt med staten for drift langs norskekysten. Den avtalen er nå inngått, og det vil derfor være naturlig å anta at det kan bli aktuelt med en slik investering i løpet av budsjettperioden. Jeg velger å forutsette at man i SC1 og SC2 vil sette av penger til dette. SC3 forespeiler et scenario hvor økonomien går dårligere, og jeg forutsetter at det da vil være lite trolig at man vil kunne foreta en slik investering i løpet av de neste fem årene. Med hensyn til potensiell investeringssum, er det naturlig å ta utgangspunkt i det siste skipet som ble kjøpt til vanlig hurtigrutedrift⁵⁶, MS Midnatssol, som HRG kjøpte i 2003. Kontraktssummen var rundt 715 mill (Rydheim.no/Skipsmagasinet, i.d.) og justert for inflasjon vil det si at man ser på en investeringssum rundt 890 mill for et nytt skip i dag.⁵⁷ Ettersom man har jobbet mot å redusere gjelden i HRG vil jeg anta at man vil sette av midler over til innkjøp av nytt skip før man gjør investeringen, slik at man reduserer gjeldsbyrden. I SC1 vil jeg forutsette man kan finansiere ca 30 % av skipet via egenkapitalen (og trolig drift), som er rundt 270 mill. Da jeg antar at man ønsker å la selskapet komme litt ”på fote”, vil jeg anta at man foretar investeringen i 2016, og at man i perioden 2014-2016 vil sette av 90 mill hvert år. I SC2 forutsetter jeg at man vil følge samme ”årsplan” for avsetninger, men forutsetter her at HRG betaler ca 20 % av skipet, altså rundt 180 mill. Det gir avsetninger på rundt 60 mill hvert år.

⁵⁶ MS Fram ble kjøpt i 2007, men er spesialbygget for polare strøk, hvilket gjør at kontraktssummen trolig ikke er helt representativ for et ”vanlig” hurtigruteskip.

⁵⁷ Det kan tenkes at man har nye krav til skip i dag, eller ønsker å gjøre andre forbedringer på nye skip som kan gi en høyere kontraktssum, men det velger jeg å se bort fra her.

(Tall i MNOK)	2012	%	2013	%	2014	%	2015	%	2016	%
SC1										
Normale investeringer	148	4,0 %	164	4,0 %	180	4,0 %	194	4,0 %	204	4,0 %
Engangsinvesteringer	0	0,0 %	0	0,0 %	90	2,0 %	90	1,9 %	90	1,8 %
Totale investeringer	148	4,0 %	164	4,0 %	270	6,0 %	284	5,9 %	294	5,8 %
SC2										
Normale investeringer	143	4,0 %	152	4,0 %	159	4,0 %	165	4,0 %	169	4,0 %
Engangsinvesteringer	0	0,0 %	0	0,0 %	60	1,5 %	60	1,5 %	60	1,4 %
Totale investeringer	143	4,0 %	152	4,0 %	219	5,5 %	225	5,5 %	229	5,4 %
SC3										
Normale investeringer	99	3,0 %	97	3,0 %	97	3,0 %	100	3,0 %	102	3,0 %
Engangsinvesteringer	0	0,0 %	0	0,0 %	0	0,0 %	0	0,0 %	0	0,0 %
Totale investeringer	99	3,0 %	97	3,0 %	97	3,0 %	100	3,0 %	102	3,0 %

Tabell 22 Prognoser for investeringer 2012-2016

7.2.8 Endring i arbeidskapital

Arbeidskapital er den kapitalen som er bundet opp i drift (Kaldestad og Møller, 2011; Frykman og Tolleryd, 2003), det vil si kapitalen som trengs for å kunne finansiere driften til daglig og betale kortsiktige forpliktelser. Arbeidskapitalen finner man ved å trekke kortsiktig ikke-rentebærende gjeld⁵⁸ fra driftsrelaterte omløpsmidler⁵⁹ (som er selskapets kortsiktige eiendeler). Hvis et selskap vokser, betyr det at også arbeidskapitalen må vokse. Hvis den ikke vokser i takt, eller er negativ, indikerer det at selskapet ikke evner å betale for seg på kort sikt. For å vurdere nivået i fremtiden er det derfor nødvendig å se på *endringene* i arbeidskapitalen fra år til år, fordi det sier noe om utviklingen til selskapets likvide midler (Hoff, 2010). Det er denne endringen i arbeidskapital jeg vil vurdere nivået på historisk, og slik finne en fornuftig endringsprosent for budsjettperioden.

⁵⁸ Leverandørgjeld, Skyldig offentlige avgifter, betalbar skatt, annen kortsiktig gjeld

⁵⁹ Bankinnskudd, varer, kundefordringer og andre fordringer og forskuddsbetaling

(Tall i 1000 NOK)	2008	2009	2010	2011	snitt
Kontanter	39 731	18 198	58 595	70 860	
Varer	67 784	75 340	72 918	74 696	
Kundefordringer og andre fordringer	482 415	349 778	885 271	920 176	
Forskuddsbetalinger	52 728	28 355	43 267	17 732	
Leverandørgjeld	-249 565	-114 198	-301 303	-226 865	
Skyldig offentlige avgifter	-51 463	-38 199	-37 347	-36 135	
Betalbar skatt	-16 023	-7 484	-13 419	-11 932	
Annen kortsiktig gjeld	-117 224	-84 018	-91 188	-105 362	
Arbeidskapital	208 383	227 772	616 794	703 170	439 030
I prosent av omsetning	9,71 %	8,20 %	19,35 %	20,88 %	14,54 %
Endring i arbeidskapital	207 243	19 389	389 022	86 376	175 508
Endring i prosent av omsetning	9,66 %	0,70 %	12,21 %	2,56 %	6,28 %

Tabell 23 Historisk endring i arbeidskapital

Som man kan se av tallene over så har arbeidskapitalen utgjort en økende andel av omsetning. Man kan se at endringen fra 2007 til 2008 var stor, noe som kan ha hatt sammenheng med endringer i forbindelse med fusjonen i 2007. Deretter lite endring til 2009, før arbeidskapitalen endret seg med drøye 12 % til 2010. Det kan henge sammen med store forskjeller i kontanter, fordringer og leverandørgjeld, noe som igjen trolig er forbundet med restruktureringene som har pågått i perioden. I snitt har endringene vært på rundt 6,3%. Siden de prosentvise endringene har vært såpass ustabile er det vanskelig å skulle fastslå et normalnivå, men en endringsprosent på 6,3 % vil i snitt dekke både store og små endringer – som man se har vært normalt historisk sett – og jeg velger derfor å forutsette at dette representerer normalnivået framover. Siden jeg vurderer i prosent av omsetning, vil endringene i arbeidskapital reflektere utviklingen i de ulike scenarioene, og jeg velger derfor å benytte samme sats i alle scenarioene.

7.2.9 Effektiv skatt

Jeg velger her å benytte marginal skatteprosent på 28 %. Den effektive skatten beregnes av EBITDA minus avskrivninger, altså driftsresultatet (Kinserdal, 2011h). For å gjøre det må jeg derfor beregne avskrivningene for de neste fem årene. Hvis man ser på avskrivninger i prosent av omsetning ser man at med unntak av 2008, har denne posten vært relativt stabil.

(Tall i 1000 NOK)	2008	2009	2010	2011	Snitt
Av- og nedskrivninger	528 144	359 714	360 105	450 300	424 566
I prosent av omsetning	24,61 %	12,95 %	11,30 %	13,37 %	15,56 %

Tabell 24 Historiske avskrivninger

Snittet av alle årene ligger rundt 16 %, men dette er påvirket av avviket i 2008. Tar man bare snittet av de tre siste årene ligger dette rundt 12,5 %. For de to første scenarioene vil jeg forutsette at normalnivået for framtidige avskrivninger vil være 12,5%. Siden jeg forutsetter at man ikke gjør noen nye investeringer i det tredje scenarioet vil jeg redusere avskrivningsprosenten der med 1 % de to siste årene.

(Tall i MNOK)	2012	2013	2014	2015	2 016
SC1	464	510	561	606	637
SC2	447	474	498	515	528
SC3	413	405	405	382	392

Tabell 25 Prognostiserte avskrivninger 2012-2016

Merk at jeg ikke vil benytte fremførbart underskudd i kontantstrømmene, men vil justere for dette i selve verdsettelsen. Videre er det slik at det teoretisk korrekte vil være at HRG betaler skatt året etter den er opptjent, men jeg velger å forenkle og forutsetter at skatt betales samme år. De årene driftsresultatet går i minus i scenario 2/3 vil jeg da forenkle og sette skatt lik null.

7.3 Budsjetterte kontantstrømmer

Basert på beregningene ovenfor har jeg nå kommet fram til de budsjetterte kontantstrømmene til drift etter skatt for de ulike scenarioene for HRG for perioden 2012-2016. I tabell 20 står oppført de årlige kontantstrømmene, nåverdien av dem, vektingen og den samlede verdien av de tre scenarioene. For detaljer se henholdsvis vedlegg VI (SC1), VII (SC2) og VIII (SC3).

	2012	2013	2014	2015	2016	Nåverdi	Vekting	Relativ verdi
Scenario 1	419	356	330	366	437	1 647	20 %	329
Scenario 2	317	252	267	340	434	1 378	60 %	827
Scenario 3	16	49	283	221	264	817	20 %	163
								1 319

Tabell 26 Budsjetterte kontantstrømmer 2012-2016

8.0 Verdsettelse av Hurtigruten ASA

Den samlede verdien av de vektete nåverdiene for de tre scenarioene for perioden 2012-2016, som er 1316 MNOK, representerer den *eksplisitte* prognosedelen i den to-periodes DCF-modellen. I dette kapitlet vil jeg først beregne den *implisitte* delen, *terminalverdien*, som er kontantstrømmen man antar vil vare ”evig”.

$$\text{Virksomhetsverdi} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{KS fra drift}}{(1 + \text{WACC})^t} + \frac{\text{Terminalverdi}}{(1 + \text{WACC})^n}$$

Summen av kontantstrømmene for de to periodene utgjør som man husker fra tidligere i oppgaven, virksomhetsverdien av selskapet. Denne vil jeg justere for finansiell gjeld i selskapet, eiendeler holdt for salg og eventuelle skattefordeler, og slik finne egenkapitalverdien. Den vil jeg så fordele på antall utstedte aksjer i selskapet, og slik finne verdien pr aksje, som er målet for denne oppgaven.

8.1 Terminalverdi

Så sant man ikke finner det sannsynlig at et selskap vil gå konkurs i nærmeste framtid, forventer man at det skal holde fram til ”evig tid”. Å skulle vurdere hva som skjer flere år fram i tid er i seg selv utfordrende, men det er selvsagt umulig å skulle budsjettere seg evig fram i tid. Derfor beregner man en terminalverdi, som er en langsiktig prognose som skal representere en evigvarende kontantstrøm. Som nevnt tidligere i oppgaven brukes begrepet ”Continuing Value” på engelsk, hvilket egentlig er mer dekkende ord, ettersom det er en fortsettende kontantstrøm, som *ikke* terminerer. Terminalverdien kan man finne ved bruk av Gordons formel (Kaldestad og Møller, 2011):

$$\text{Terminalverdi (TV)} = \frac{\text{Kontantstrøm}}{(\text{Avkastningskrav} - \text{vekstfaktor})}$$

Kontantstrømmen man benytter er en kontantstrøm i *steady state*, hvor man altså forutsetter at kontantstrømmen er i stabil vekst. Avkastningskravet er WACC, som jeg har beregnet i kapittel 6. Vekstfaktoren representerer den forventede veksten i kontantstrømmen til ”evig

tid” (Frykman og Tollerud, 2011). Ettersom terminalverdien viser verdien det året, må også denne verdien (som verdiene i den eksplisitte perioden) diskonteres tilbake til i dag, slik at man finner verdien av selskapet i dag. Ettersom terminalverdien utgjør en stor del av den totale virksomhetsverdien, er det viktig å finne riktig kontantstrøm og vekst, som jeg vil kommentere under punkt 8.1.1 og 8.1.2.

Etter man har beregnet terminalverdien, legges denne altså til den samlede nåverdien av kontantstrømmene og man finner virksomhetsverdien. Denne justeres så for finansielle poster, eiendeler holdt for salg og skattefordeler. Jeg vil først begrunne valg av framtidig kontantstrøm, før jeg vurderer framtidig vekst. Basert på dette vil jeg beregne den diskonterte terminalverdien.

8.1.1 Kontantstrøm

Med hensyn til kontantstrøm, skal det være en kontantstrøm som er stabil og som nevnt før, i steady state. I kapittel 7, punkt 7.2.6, kommenterte jeg at kontantstrømmen i 2016 i scenario var landet på en stabil vekst, som førte til en EBITDA-margin på 14,6 %, som er det historiske normalnivået. Jeg velger derfor å anta at en den evige kontantstrømmen bør kunne ligge på 434 MNOK. Det er for så vidt en sannhet med modifikasjoner. For at man skal sikre at kontantstrømmen er i stabil vekst inn i terminalperioden, må man justere kontantstrømmen i år fem for den forventede, evige veksten, slik kontantstrømmen i år 6 virkelig er stabil. Denne veksten vil jeg vurdere i neste punkt.

8.1.2 Vekst

Som nevnt er det slik at når selskapet er i steady state kan det ikke forventes å vokser mer enn BNP, og jeg mener at det heller ikke er sannsynlig at den vil vokse mer enn inflasjonen. Det teoretiske korrekte her ville da være å sette vekst lik 2,5 %, siden jeg har benyttet dette som prisvekst i mine beregninger. Men, på grunn av det ekstremt lave rentenivået, er avkastningskravet i utgangspunktet svært lavt. I nåverdiberegningene vil det i seg selv føre til høye verdier. Hvis man i tillegg setter veksten høyt vil det føre til at man ”blåser” opp verdien. Selv om jeg har benyttet inflasjonsmålet på 2,5 % velger jeg derfor å benytte vekst i konsumprisindeksen som pr juni 2012 ligger på 0,5 %. Det vil trolig gi et bedre bilde av framtidig vekst, selv om det ikke samsvarer fullt ut med veksten benyttet i utarbeidingen av kontantstrømmen.

Basert på informasjonen over kan man da finne terminalverdien, eller den *implisitte* verdien.

"Evigvarende" kontanstrøm	436
WACC	5,1 %
Vekstrate	0,5 %
Antall perioder	5
Diskontert terminalverdi	7 415

8.2 Verdsettelse

8.2.1 Virksomhetsverdi

Med en eksplisitt verdi på 1319 MNOK og en implisitt verdi på 7415 MNOK, gir det en virksomhetsverdi på 8734 MNOK. Denne skal justeres for netto finansiell gjeld, eiendeler holdt for salg og verdi av skattefordeler (fremførbart underskudd), slik at jeg kan finne verdien av egenkapitalen til HRG.

8.2.2 Egenkapitalverdi

Jeg vil først kommentere postene som står mellom virksomhetsverdien og egenkapitalverdien, før jeg beregner sistnevnte verdi til HRG.

8.2.2.1 Netto finansiell gjeld

I tabell 3 hvor jeg viste hovedpunktene i den omgrupperte balansen, fant jeg at netto finansiell gjeld i 2011 var 3 459 MNOK. Gjelden reduserer verdien av konsernet, og skal derfor trekkes fra virksomhetsverdien.

8.2.2.2 Eiendeler holdt for salg

HRG har som nevnt ikke-videreført virksomhet som skal selges så snart de finner rette kjøpere. Disse finansielle eiendelene representerer en verdi for selskapet og legges derfor til virksomhetsverdien. Eiendeler holdt for salg i 2011 var oppgitt til 60,4 MNOK.

8.2.2.3 Fremførbart underskudd

Som nevnt i forbindelse med omgrupperingen av balansen ville jeg trekke ut utsatte skatteposter fordi de verken er direkte driftsrelaterte eller finansielle. Utsatt skatt og utsatt skattefordel er forskjellen mellom regnskapsmessig overskudd og regnskapsmessig inntekt. For et selskap som varer "evig", vil disse postene i realiteten ikke ha noen verdi, fordi de på lang sikt skal utbalansere hverandre. Fremførbart underskudd, som er den samlede verdien av skattefordeler over tid, har en verdi for selskapet fordi det kan brukes til å redusere skatten direkte (Koller, Goedhart og Wessels, 2010). Denne kan man legge til egenkapitalverdien. For å finne denne verdien må man ta hensyn til når man tror den vil brukes, og deretter finne nåverdien av det som kan ses på som en skatteeiendel. I årsregnskapet for 2011 (Hurtigruten

ASA, 2012d) blir det informert om at man har gjort slike vurderinger, og at den balanseførte skattefordelen som sådan reflekterer nåverdien av det framførbare underskuddet. Denne verdien er på 172 MNOK, og legges da til virksomhetsverdien.

Dette fører til følgende beregning

Diskontert terminalverdi	7 415
Relativ verdi	1 319
Virksomhetsverdi	8 734
Netto finansiell gjeld	-3 459
Eiendeler holdt for salg	60
Fremførbart underskudd	172
Egenkapital verdi	5 508
Antall aksjer (mill)	420
Verdi pr aksje	13

Verdi pr aksje er 13 kroner for HRG-aksjer. Pr 18.juni er aksjekursen på 3,60 kr (pålydende er 1 kr). Det gir en differanse på 9,4 kr. Høyeste verdi på aksjen har i år vært 4,45 kr, og det siste året har høyeste notering vært 5,44 kr. Det gir en differanse på henholdsvis 8,55 kr og 7,56 kr. Det er med andre ord en relativt stor forskjell på verdien jeg har kommet fram til og hva den prises til i det åpne markedet. Det kan skyldes flere ting. Det mest åpenbare er det lave avkastningskravet. I en nåverdiberegning vil et lavt avkastningskrav føre til en høyere verdi enn et høyt avkastningskrav. Valg av vekst i perioden spiller også en viktig rolle, men en høyere vekst her ville gitt en høyere verdi, og nullvekst anser jeg ikke som et alternativ på lang sikt. En annen årsak til den store forskjellen kan være forventningene til HRG. Som sagt er all informasjonen jeg har benyttet offentlig og burde derfor reflekteres i aksjekursen. Men jeg har utført inngående analyser av selskapet, og er derfor muligens mer positiv til HRGs framtid enn markedet generelt og har satt meg godt inn i endringene som skal bidra til en mer lønnsom framtid. Dersom markedet ikke har (store) forventninger til at forbedringene som har vært gjort og den siste avtalen med staten, vil bidra til å gjøre HRG til et mer solid selskap, så vil også denne "tvilen" kunne forklare differansen. Det kan man også argumentere for at er sannsynlig, ettersom HRG har en svært utfordrende periode bak, selv med statsstøtte. Det kan bidra til at markedet fortsatt er skeptisk.

Fordi nøkkelfaktorer som risikofri rente, valg av beta og vekst har mye å si for resultatet, vil jeg vurdere disse nærmere i sensitivitetsanalysen, og der vurdere hvor stabile resultatene mine er.

Men i den grad man kan stole på resultatene over, vil min anbefaling være å kjøpe aksjer i HRG, da disse, i henhold til den beregnede verdien, er underpriset i dagens marked. Merk at jeg tror at HRG-aksjen *vil* øke i tiden som kommer, om enn kanskje ikke så høyt som til 13 kr pr aksje (enda i alle fall). Uansett er aksjekjøp en risiko en tar på egen regning, så leseren står fritt i valget om å følge mitt råd eller ei.

9.0 Sensitivitetsanalyse

I kapittel 3 om ulike verdsettelsesmodeller nevnte jeg at det kan være fornuftig å benytte andre verdsettelsesmetoder, som for eksempel multippelanalyser, for å bygge oppunder konklusjonene man finner ved en fundamental verdsettelse. Om man ikke har anledning til det, bør man i alle fall foreta en sensitivitetsanalyse for å kontrollere hvor følsomme resultatene er for endringer i viktige nøkkelfaktorer.

Som poengtert i verdsettelseskapittelet er den beregnede verdien pr aksje noe høy i forhold til kursen på Oslo Børs. Dette gjør sensitivitetsanalysen enda mer aktuell. Som jeg har nevnt, antar jeg at årsaken til den høye verdien trolig har mye med det lave avkastningskravet å gjøre. Det henger igjen sammen med en svært lav risikofri rente. En annen viktig faktor er valg av vekstrate. Begge disse elementene har sterk påvirkning på terminalverdien, som utgjør hoveddelen av egenkapitalverdien. Også valg av risikomål (egenkapitalbeta) spiller en rolle for verdien.

I denne sensitivitetsanalysen vil jeg derfor undersøke hvor følsom verdien pr aksje er for endringer i

- Risikofri rente
- Beta
- Vekstrate

I analysen vil jeg sjekke endringer i hver faktor, med alt annet likt. Jeg tar utgangspunkt i gjeldskravet på 4 %, som ligger mellom rentene for syndikatlånet (3,5 %) og obligasjonslånet (7 %). Men jeg vil også vurdere hvilke verdier jeg ville fått dersom jeg hadde brukt den beregnede gjeldsrente, som baseres direkte på den risikofrie renten. Beta-verdien har et utgangspunkt på 0,98, mens veksten har et utgangspunkt på 0,5 %.

9.1 Risikofri rente

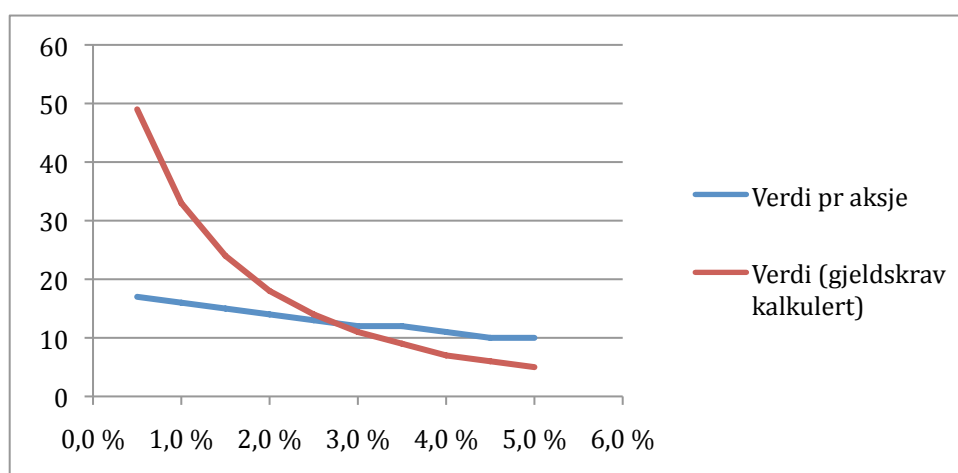
Rentenivået nå er historisk lavt, så når jeg kontrollerer for ulike renter, så vil de øvre rentene representere et framtidig nivå som pr dags dato ser ut som ligger et relativt godt stykke framme. Men det vil likevel gi et godt bilde på påvirkningen på avkastningskravet, og derved egenkapitalverdien. Jeg vil vurdere et rentenivå mellom 0,5 % og 5 %.

I tabellen under kan man se forskjellene:

Risikofri rente	Verdi pr aksje	Verdi (gjeldskrav kalkulert)
0,50 %	17	49
1,0 %	16	33
1,50 %	15	24
2,0 %	14	18
2,50 %	13	14
3,0 %	12	11
3,50 %	12	9
4,0 %	11	7
4,50 %	10	6
5,0 %	10	5

Tabell 27 Sensitivitetsanalyse for risikofri rente

I kolonnen *verdi pr aksje* ser jeg på endringene slik de framkommer med de ulike elementene som jeg har benyttet i verdsettelsen. I kolonnen *verdi (gjeldskrav kalkulert)* ser jeg på verdiene når jeg har tatt utgangspunkt gjeldskravet basert på risikofri rente og kredittpremie i henhold til den syntetiske ratingen. Dette gjeldskravet var i utgangspunktet noe lavere (3,4 %) enn det jeg har benyttet (4,0%). For den verdien spiller størrelsen på den risikofrie renten en enda større rolle, som man kan se. Dette kommer tydelig fram i grafen under.



Figur 13 Sensitivitetsanalyse for risikofri rente

For begge verdier har størrelsen på risikofri rente betydning, men man ser klart at verdien hvor jeg benytter det kalkulerte kravet, har desidert størst følsomhet for endringer i renten. Verdien pr aksje som jeg har kalkulert med i verdsettelsen er mye mer stabil, men selv med en

risikofri rente på 5 %, kommer den ikke lengre ned enn til fem kroner per aksje, som fortsatt er høyere enn aksjekursen. Merk at dette er med en vekst på 0,5 %. Hadde veksten vært høyere, ville verdiene her også vært høyere.

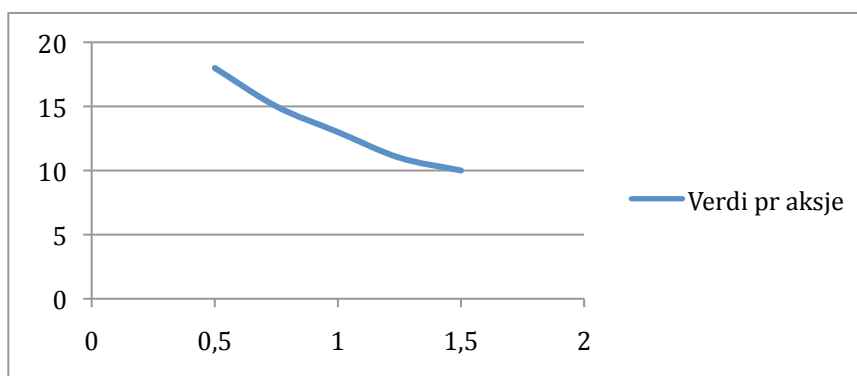
9.2 Beta

Betaverdiene vil jeg vurdere mellom 0,5 og 1,5. Det burde fange opp grenseverdiene for egenkapitalbetaen til HRG. Her vil jeg kun se på endringer i verdien brukt i verdsettelsen, og vil ikke vurdere verdien som tar utgangspunkt i det kalkulerete kravet.

Egenkapitalbeta	Verdi
0,5	18
0,75	15
1	13
1,25	11
1,5	10

Tabell 28 Sensitivitetsanalyse for egenkapitalbetaen

Her ser man også at spennet er relativt stort, med en forskjell fra høyeste til laveste på 8 kr, og man tydelig se at verdien pr aksje også er svært følsom for hvilken egenkapitalbeta man benytter. Dette viser, at dersom jeg hadde benyttet DN's 24 måneders egenkapitalbeta (1,12), ville det trolig ført til en noe lavere verdi pr aksje, rundt 12 kr sannsynligvis. Hadde jeg derimot benyttet Reuters' (0,9), ville verdien trolig blitt den samme eller ligget over den jeg har beregnet.



Figur 14 Sensitivitetsanalyse for egenkapitalbetaen

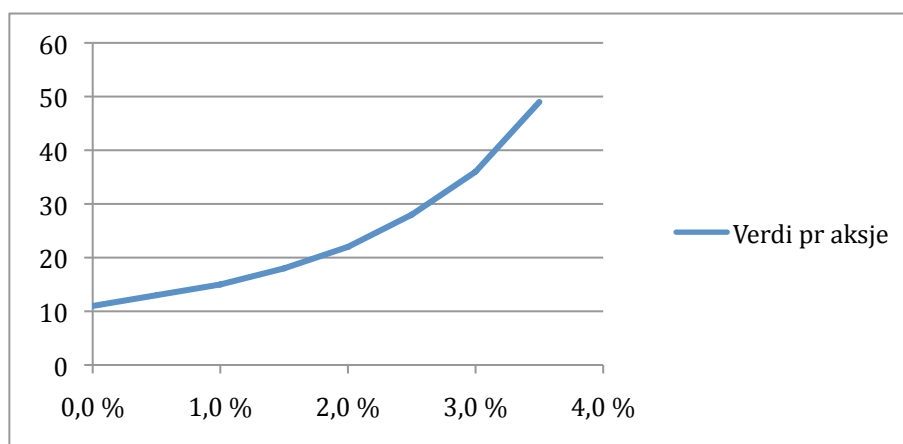
At verdien er såpass følsom for risiko er da heller ikke særlig oppsiktsvekkende. En "sikker" aksje vil naturligvis tiltrekke seg en del kjøpere, og slik presse prisen oppover.

9.3 Vekstrate

Med et lavt avkastningskrav, vil valg av vekstrate ha enorm innvirkning på nåverdiberegningen, som fører til store endringer i verdi pr aksje, alt etter størrelsen på veksten. Jeg vil vurdere verdien pr aksje i et spenn mellom 0 % vekst og vekst på 3,5 %, som er den forventede veksten i BNP i 2016⁶⁰.

Vekstrate	Verdi pr aksje
0 %	11
0,50 %	13
1 %	15
1,50 %	18
2 %	22
2,50 %	28
3 %	36
3,50 %	49

Tabell 29 Sensitivitetsanalyse for vekstraten



Figur 15 Sensitivitetsanalyse for vekstraten

Med et spenn på 38 kr pr aksje mellom høyeste og laveste vekstrate som kun går fra 0 % til 3,5 % forteller det at denne i seg selv har en voldsom innvirkning på verdien, og da særlig i forhold til avkastningskravet på 5,1%. Det viser både hvor viktig valg av korrekt vekstrate er, men også noe om hvor vanskelig det er å sette den riktig, nettopp fordi den har så avgjørende

⁶⁰ Merk at prognosen går til 2015, og er da satt til 3,4%, og at jeg har økt denne forventningen med 1 % i 2016.

effekt. Den viser også at dersom jeg hadde valgt å bruke en vekst på størrelse med inflasjonsmålet, som ville vært det teoretiske korrekte, ville verdien økt betraktelig, noe jeg ikke tror ville gitt en riktig verdi pr aksje.

9.4 Oppsummering

Som man ser av sensitivitetsanalysene over, er egenkapitalverdien, og derved verdien pr aksje, svært følsom for valg av både risikofri rente, egenkapitalbeta og ikke minst vekstrate. Det som er særlig interessant med analysene over, er det at verken egenkapitalbetaen eller vekstraten førte til en veldig mye lavere verdi enn det jeg har kommet fram til i oppgaven. De ligger stort sett over (gjørne betydelig) den beregnede verdien ved endringer i de aktuelle nøkkeltallene. Med hensyn til risikofri rente går denne ikke lavere enn 10 kr ved bruk av gjeldskravet jeg har benyttet i oppgaven, mens gjeldskravet som ble direkte påvirket av den risikofrie renten gikk så langt ned som i 5 kr pr aksje. Det var imidlertid ikke før den risikofrie renten var oppe i hele 5 %, altså rundt dobbelt så høyt som dagens 10 års statsobligasjonsrente. Det er også viktig å legge merke til at ettersom man i sensitivitetsanalysene kun endrer en variabel om gangen så kan resultatene bli litt vridd, fordi de ulike elementene er beregnet for å stå noenlunde i forhold til hverandre.

Basert på analysene over mener jeg at mine antagelser rundt differansen mellom verdi pr aksje og aksjekurs kan være rimelige. Jeg ser at størrelsen på avkastningskravet, med særlig vekt på den risikofrie renten *har* en veldig påvirkning på verdien. Men ettersom ingen av verdiene gikk særlig lavt (sett bort fra det kalkulerede gjeldskravet), kan det tyde på at jeg i mine beregninger av kontantstrømmene kanskje er mer positiv til HRG enn markedet er for øvrig. Analysene styrker likevel mine antagelser om at verdien pr aksje er høyere enn det aksjekursen på markedet reflekterer i dag.

10.0 Konklusjon og implikasjoner

I denne oppgaven har jeg verdsatt Hurtigruten ASA ved å finne verdien av egenkapitalen til konsernet, 5508 MNOK, og fordele denne verdien på antall utstedte aksjer i selskapet, 420 259 163, som gav en verdi pr aksje på 13 kr. Sammenlignet med pris pr aksje på Oslo børs pr 18.juni 2012 som er 3,60 kr (pålydende verdi er 1 kr), hvilket fører til at man (gitt at man stoler på resultatet) bør kjøpe aksjer i Hurtigruten ASA.

For å finne verdien pr aksje har jeg brukt en Enterprise Value- modell, hvor jeg har diskontert den frie kontantstrømmen til konsernet over to perioder – en eksplisitt prognoseperiode og en implisitt periode med en evigvarende kontantstrøm (terminalverdi). For den eksplisitte perioden har jeg vurdert tre ulike framtidsscenarioer for HRG – et optimistisk, et forventet og et pessimistisk.

Som utgangspunkt for disse scenarioene, har jeg utført både strategiske analyser og regnskapsanalyser for å få et helhetlig bilde av HRGs omstendigheter og økonomiske historie. De regnskapsmessige analysene viste at de siste årene har vært svært tøffe for HRG økonomisk sett, men at selskapet likevel har gått i rett retning. De strategiske analysene har på mange måter vist det samme. Det er en tøff bransje, som er følsom for negative endringer i verdensøkonomien, noe påvirkningen av finanskrisen har vist. Likevel kom det fram i de strategiske analysene at det absolutt finnes håp for at HRG vil kunne gjøre det bedre i framtiden enn selskapet har til i dag. Dette reflekteres i en verdi pr aksje på 13 kr.

10.1 Funnenes gyldighet

Å verdsette et selskap er en utfordrende oppgave, og resultatene man får påvirkes både av valg av metode og modeller, hvilken type data man innhenter, hvor de hentes fra, tidslengde og ikke minst verdsetterens skjønnsmessige analyser og vurderinger. Det finnes flere ulike metoder og modeller man kan benytte, og disse har alle ulike styrker og svakheter. Jeg vil kort kommentere hva som er styrker og svakheter ved metode, modeller og innsamlet data i denne oppgaven.

10.1.1 Styrker

Det finnes flere årsaker til at fundamental verdsettelse er en nyttig metode å bruke. En av disse er anvendelsen av EBITDA. EBITDA og tilhørende margin, er et nøkkeltall som får fram lønnsomheten i driften, ettersom den ikke inkluderer av- og nedskrivninger, finansposter eller skatt. Man må selvsagt ta hensyn til mer enn dette i det totale regnskapet, men det får fram selskapets driftsmessige tilstand. EBITDA er et vanlig nøkkeltall som både analytikere, investorer og andre interessenter er vant til forholde seg til, og som dermed vil gi dem en forståelse av tilstanden i selskapet. Dessuten gjør bruken av EBITDA at resultatene blir sammenlignbare med nøkkeltall for andre selskaper innen samme bransje, fordi man benytter den samme målestokken. Videre kan man følge utviklingen i EBITDA over tid, noe som vil vise om lønnsomheten i driften forbedres eller forverres.

Det som videre er gunstig med den fundamentale verdsettelsen er at den er grundig. Bruken av strategiske og regnskapsmessige analyseverktøy gjør at man får et bredt bilde av selskapet. Med hensyn til den strategiske analysen er det en styrke at man både ser på makroforhold, eksterne forhold i bransjen og i tillegg analyserer hva selskapet selv har å bygge på. Disse modellene, som er akademisk forankret, utfyller hverandre og gir sådan et godt grunnlag for vurdering av fremtidige kontantstrømmer. Bruken av de regnskapsmessige nøkkeltallene som jeg beregnet i kapittel fem bygger opp under dette grunnlaget. Da man også i den analysen bruker kjente nøkkeltall gjør det igjen at man kan sammenligne med tilstanden i andre selskaper. At jeg bruker tre scenarioer i prognostiseringen av kontantstrømmer i stedet for ett, bidrar til at man hever blikket litt og tar hensyn til utvikling man ikke *egentlig* forventer.

Angående dataene som brukes i modellene og kalkylene, er disse offentlige tilgjengelige. Regnskapene som forsørger tallmaterialet følger alle internasjonal regnskapsstandard (IFRS), i tillegg til nasjonale retningslinjer, og er godkjente av revisorer. Det kvalitetssikrer tallene og gjør dem sammenlignbare med andre selskaper, fordi de følger samme oppsett. All informasjon som er brukt som grunnlag for de strategiske analysene er også offentlig, og fordi analysene ikke er bygget alene på informasjon fra selskapet selv, fører det til at man får et noenlunde balansert bilde av selskapets situasjon (med forståelse av at all informasjon i årsregnskapene kommer fra en "inhabil" informasjonsgiver).

10.1.2 Svakheter

Først vil jeg se nærmere på hva som kan være svakheter ved bruk av fundamental verdsettelse. Det er som kjent en kontantstrømsmetode, og selv om den populær, finnes det flere argumenter for hvorfor man kanskje heller burde benytte andre metoder. I tidsskriftet *Magma*, har professor ved NHH, Frøystein Gjesdal (2012), påpekt en del momenter som taler i mot bruk av den toperiodes DCF-metoden. En av de viktigste innsigelsene er trolig det at i kontantstrømsmodellen prognostiserer man kontantstrømmene direkte, mens det teoretisk sett ville være bedre om man budsjetterte både balanse og regnskap og deretter brukte metoder hvor man kommer fram til kontantstrømmen indirekte. En annen svakhet Gjesdal poengterer er, at ettersom terminalverdien utgjør størsteparten av virksomhetsverdien betyr at det verdien i fremtiden bestemmer verdien i dag, hvilket gjør at man til dels får en utfordring med sirkularitet. Som man har sett i denne verdsettelsen kan terminalverdien bli i overkant høy, og da bidra til at man kanskje ”blåser” opp virksomhetsverdien. Videre er det en svakhet at valg av investeringer påvirker kontantstrømmen. Dersom man i budsjetterperioden ikke legger opp til reinvesteringer, vil det på kort sikt føre til en mer positiv kontantstrøm. På lang sikt derimot, vil det ikke være en bæredyktig plan, fordi man må reinvestere og fornye driftsmidler, men det vil ikke fanges opp i terminalverdien. Sånn sett kan man heller ikke vite om en forbedret kontantstrøm skyldes reelle forbedringer i inntjening, eller reduksjon i/fracvær av investeringer i perioden.

I utredningen om ulike metoder nevnte jeg at det er gunstig å benytte flere verdsettelsesmetoder for å få et best mulig bilde av verdien av selskapet. Dette har jeg ikke gjort, og selv om jeg har foretatt en sensitivitetsanalyse for å vurdere følsomheten i tallene, kan dette ses på som en svakhet ved oppgaven. Særlig siden aksjeverdien ble høyere enn hva jeg hadde forventet. Da kunne det vært nyttig å sett hva som kom fram i en annen modell. Videre er lengden på analyseperioden kort, hvilket jeg har begrunnet med store endringer i selskapet som gjør at jeg mener en lengre analyseperiode ikke vil forbedre det historiske grunnlaget. Likevel vil en kortere analyseperiode øke faren for at man ikke får med trender eller naturlige svingninger, noe som kan svekke vurderingsgrunnlaget i forbindelse med verdsettelsen. Det er også viktig å merke seg at selv om mine vurderinger for HRGs framtid bygger på analysene som er gjort, og informasjon om forventninger til fremtiden i årsrapporten, er det til syvende og sist *mine* vurderinger. Mangel på nok informasjon, faren for feilinformasjon, manglende dybde og eventuelle uriktige vurderinger kan spille inn på resultatet. I den sammenheng er det også viktig å merke seg at selv om årsregnskapene som

nevnt skal være kvalitetssikret, kan de være framstilt på en måte som er lovlig, men i overkant fordelaktig for selskapet. Det kan føre til at forventningene til framtiden bygges på feil grunnlag.

Til slutt vil jeg kommentere avkastningskravet og bruk av inflasjonsmål. Avkastningskravet er lavt, og jeg ser at det derfor ville være lure å benytte årlige prognoser for prisvekst i beregningene av salgsvekst, siden prognosene i dag ligger mye lavere enn inflasjonsmålet. Til tross for prognoser som forventer økning, ser det ut til at både rentenivå og prisvekst vil forbli lavt en stund lenger, og da ville det vært fornuftig å benytte en lavere prisvekst i prognosene. Et godt alternativ kunne trolig vært å beregne et eget avkastningskrav for hvert år, hvor jeg kunne justert den risikofrie renten i henhold til prognoser framtidig utvikling.

10.1.3 Implikasjoner

Som man ser av momentene ovenfor, finnes det altså både styrker og svakheter med utformingen av denne oppgaven. Når alt kommer til alt *er* det vanskelig å spå om framtiden og kunne eksakt fastslå hva selskapets inntjening vil være i framtiden og hva det har å si for verdien i dag. Men selv om den beregnede verdien pr aksje virker noe høy, mener jeg likevel at det bildet som er dannet av selskapet i denne oppgaven reflekterer hvor HRG har vært, og hvor selskapet er på vei. Jeg holder derfor fast på min anbefaling om kjøp fordi jeg tror markedsverdien vil øke, men poengterer igjen at aksjehandel skjer på eget ansvar. For eventuelle studenter som leser denne oppgaven håper jeg at de har fått et læringsutbytte med hensyn til hvordan man verdsetter i praksis. Som man ser av momentene over, kan man alltid forbedre brukte metodene og fremgangsmåter, men jeg tror – og håper – likevel at man kan lære noe av mitt arbeid.

11.0 Referanseliste

- Askildsen, T.C., 2007. *Hurtigruten trenger et mottaksapparat på land: hvem skal ta trossa?* [Internett] Tilgjengelig fra < <http://samferdsel.toi.no/article19332-994.html> > [Nedlastet 20.april 2012]
- A/S Norske Shell, 2010. *Shell tildelt kontrakt med Hurtigruten*. [Pressemelding] 22.12.2010, Tilgjengelig fra < http://www.shell.no/home/content/nor/aboutshell/media_centre/news_and_media_releases/2010/news/hurtigruten.html > [Nedlastet 24.april 2012]
- Authen, M.L. (webred.), 2010. *Markedet for bioetanol og biodiesel i transportsektoren*. [Internett] Tilgjengelig fra < <http://fornybar.no/sitepageview.aspx?sitePageID=1838> > [Nedlastet 17.april 2012]
- Automatic Data Processing, 2012. *ADP National Employment report*. [PDF] Tilgjengelig fra: < www.adpemploymentreport.com/FINAL_Report_March_12.pdf > [Nedlastet 11.april 2012]
- Barney, J.B., 2007. *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*. 3.opplag. New Jersey: Pearson Prentice Hall
- Clayman, M.R., Fridson, M.S. og Troughton, G.H., 2008. *Corporate Finance A Practical Approach*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Dagens Næringsliv, 2012. Det globale oljemarkedet. *Dagens Næringsliv*, 16.april, s. 31
- Dahl, G.A., Hansen, T., Hoff, R. og Kinserdal, A., 2004. *Verdsettelse i teori og praksis*. 3.opplag. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag as.
- De Lange, G., 2007. Hurtigruten har fått NOx. *E24.no*. [Internett] (sist oppdatert 16.03.07 kl 06:03) Tilgjengelig fra < <http://e24.no/makro-og-politikk/hurtigruten-har-faatt-nox/1693001?view=print> > [Nedlastet 9.april 2012]
- DFDS, 2011a. *Om DFDS*. [Internett] Tilgjengelig fra < <http://www.dfdsgroup.com/About/> > [Nedlastet 29.mai 2012]
- DFDS, 2011b. *Annual reports, quarterly reports & other investor presentations*. [Internett] Tilgjengelig fra < <http://www.dfdsgroup.com/investors/reports/> > [Nedlastet 29.mai 2012]
- Finansdepartementet, 2007. *Differensiert arbeidsgiveravgift – soner og satser fra 2007*. [Internett] Tilgjengelig fra < http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/skatter_og_avgifter/differensiert-arbeidsgiveravgift/differensiert-arbeidsgiveravgift-soner-o.html?id=417718 > [Nedlastet 10.april 2012]

- Finnlines, 2012a. *Business areas* [Internett] Tilgjengelig fra < http://www.finnlines.com/company/business_areas > [Nedlastet: 28.mai 2012]
- Finnlines, 2012b. *Financial reports* [Internett] Tilgjengelig fra: < http://www.finnlines.com/company/financial_information/financial_reports > [Nedlastet: 28.mai 2012]
- Forskrift om turisme på Svalbard, 1992. *Forskrift om turisme og annen reiseaktivitet på Svalbard av 1.januar 1992*. [Internett] Tilgjengelig fra < <http://www.lovddata.no/cgi-wift/ldles?doc=/sf/sf/sf-19911018-0671.html> > [Nedlastet 18.april 2012]
- Frykman, D. og Tolleryd, J., 2003. *Corporate Valuation an easy guide to measuring value*. London: Pearson Education Limited
- Gjerde, Ø. og Sættem, F., 2009. *BED030 Investering og finans – forelesningsplansjer og oppgaver mm*. [Kompendium] Bergen: Norges Handelshøyskole
- Gjesdal, F. 2012. Valg av verdsettelsesmodell. *Magma - Econas tidsskrift for økonomi og ledelse – verdivurdering*, årgang 15 (#0212), s.22-23.
- Gjesdal, F., Kvaal, E., og Kvifte, S.S. red., 2011. *Internasjonale regnskapsstandarder*. 5.opplag. Oslo: J.W. Cappelsens Forlag as.
- Hansen, C. 2012. *Hurtigrutens historie* [Internett] Hurtigruten-web.com (Oppdatert 09.mars 2012), Tilgjengelig fra < <http://www.hurtigruten-web.com/index.html> > [Nedlastet 14.mars 2012].
- Hoem, S.O., 2007. Utviklingstrekk og aktuelle trender i reiselivet. *Innovasjon Norge*. [PDF] Tilgjengelig fra < http://www.riksantikvaren.no/filestore/IN_SigridOterholmHoem.pdf > [Nedlastet 16.april 2012]
- Hoff, K.G., 2010. *Bedriftens økonomi*. 7.utgave. Oslo: Universitetsforlaget.
- Homan, T.R., 2012. Job Gains in U.S. Trail Most-Pessimistic Forecasts: Economy. *Bloomberg L.P. – bloomberg.com*. [Internett] (sist publisert 06.04.12 kl 10:07) Tilgjengelig fra < <http://www.bloomberg.com/news/2012-04-06/employers-added-120-000-jobs-in-march-fewest-in-five-months.html> > [Nedlastet 11.april 2012]
- Hurtigruten ASA, 2012a. *I kystens tjeneste siden 1893* [Internett] Tilgjengelig fra < <http://www.hurtigruten.no/Utils/Om-Hurtigruten/Om-Hurtigruten/Hurtigrutens-historie/> > [Nedlastet 14.mars 2012]
- Hurtigruten ASA, 2012b. *Delårsrapport for fjerde kvartal 2011 og foreløpig årsregnskap for 2011*. [Internett] Tilgjengelig fra: < http://www.hurtigruten.no/Documents/PDFs/PR_IR/2011/Q4/HRG%20Styrets%20delårsrapport%20Q4%202011.pdf > [Nedlastet: 27.mars 2012]

Hurtigruten ASA, 2012c. *Interim report for Q4 2011 and preliminary accounts for 2011* [Internett] (Power Point presentasjon) Tilgjengelig fra: <
http://www.hurtigruten.no/Documents/PDFs/PR_IR/2011/Q4/HRG%20Presentation%20Q4%202011.pdf > [Nedlastet: 27.mars 2012]

Hurtigruten ASA, 2012d. *Årsrapport 2011* [Internett] Tilgjengelig fra: <
<http://www.hurtigruten.no/Utils/Om-Hurtigruten/IR/Finansielle-rapporter/> > [Nedlastet: 29.mars 2012]

Hurtigruten ASA, 2012e. *God finansiering på plass for Hurtigruten.* [Børsmelding/Pressemelding] 08.03.2012, Tilgjengelig fra <
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do;jsessionid=4E966102E486F478A1843F4ADD2B8A2A.node1?messageId=300294> > [Nedlastet 4.juni 2012]

Hurtigruten ASA, 2011. *Årsrapport 2010.* [Internett] Tilgjengelig fra: <
<http://www.hurtigruten.no/Utils/Om-Hurtigruten/IR/Finansielle-rapporter/> > [Nedlastet: 14.mars 2012]

Hurtigruten ASA, 2010. *Årsrapport 2009.* [Internett] Tilgjengelig fra: <
<http://www.hurtigruten.no/Utils/Om-Hurtigruten/IR/Finansielle-rapporter/> > [Nedlastet: 14.mars 2012]

Hurtigruten ASA, 2009. *Årsrapport 2008.* [Internett] Tilgjengelig fra: <
<http://www.hurtigruten.no/Utils/Om-Hurtigruten/IR/Finansielle-rapporter/> > [Nedlastet: 14.mars 2012]

Hurtigruten ASA, 2008. *Årsrapport 2007.* [Internett] Tilgjengelig fra: <
<http://www.hurtigruten.no/Utils/Om-Hurtigruten/IR/Finansielle-rapporter/> > [Nedlastet: 14.mars 2012]

Hurtigruten ASA, i.da *HMS – helse, miljø og sikkerhet.* [Internett] Tilgjengelig fra <
<http://www.hurtigruten.no/utills/Om-Hurtigruten/Om-Hurtigruten/HMS/> > [Nedlastet 25.april 2012]

Hurtigruten ASA, i.db. *Hurtigrutens flåte.* [Internett] Tilgjengelig fra <
<http://www.hurtigruten.no/Norge/Skip/Hurtigrutens-flate/> > [Nedlastet: 25.april 2012]

International Monetary Fund, 2011. *World Economic Outlook Database.* [Internett] (september) Tilgjengelig fra <
http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/02/weodata/weorept.aspx?sy=2011&ey=2016&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&pr1.x=63&pr1.y=8&c=138%2C142%2C132%2C134%2C144%2C146%2C112%2C111&s=NGDP_RPCH%2CNGDPD&grp=0&a > [Nedlastet 16.april 2012]

Jakobsen, E. og Lien, L., 2001. *Ekspansjon – strategi for forretningsutvikling.* Oslo: Gyldendal Akademisk

- Kaldestad, Y. og Møller, B., 2011. *Verdivurdering Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Oslo: DnR Kompetanse AS.
- Kinserdal, F., 2011a. Verdsettelse og regnskapsanalyse, *BUS425 Strategisk regnskapsanalyse og bedriftsverdsettelse*. Norges Handelshøyskole, upublisert.
- Kinserdal, F., 2011b. Continuing value/langsiktig prognose, *BUS425 Strategisk regnskapsanalyse og bedriftsverdsettelse*. Norges Handelshøyskole, upublisert.
- Kinserdal, F., 2011c. EK, total kapital og residual income-modeller, *BUS425 Strategisk regnskapsanalyse og bedriftsverdsettelse*. Norges Handelshøyskole, upublisert.
- Kinserdal, F., 2011d. Når bruke de ulike verdsettelsesmetoder?, *BUS425 Strategisk regnskapsanalyse og bedriftsverdsettelse*. Norges Handelshøyskole, upublisert.
- Kinserdal, F., 2011e. Justering til normalisert resultat pga GRS, *BUS425 Strategisk regnskapsanalyse og bedriftsverdsettelse*. Norges Handelshøyskole, upublisert
- Kinserdal, F., 2011f. Kapitalkostnad, *BUS425 Strategisk regnskapsanalyse og bedriftsverdsettelse*. Norges Handelshøyskole, upublisert
- Kinserdal, F., 2011g. Estimering av fremtidige investeringer og arbeidskapital, *BUS425 Strategisk regnskapsanalyse og bedriftsverdsettelse*. Norges Handelshøyskole, upublisert
- Kinserdal, 2011h. Skatt, *BUS425 Strategisk regnskapsanalyse og bedriftsverdsettelse*. Norges Handelshøyskole, upublisert
- Knivsflå, K.H., 2010a. Steg 1 Strategisk analyse, *BUS424 Strategisk regnskapsanalyse*. Norges Handelshøyskole, upublisert.
- Knivsflå, K.H., 2010b. Omgruppering balanse og kontantstrøm, *BUS424 Strategisk regnskapsanalyse*. Norges Handelshøyskole, upublisert.
- Knivsflå, K.H., 2010c. Forholdstalsanalyse, *BUS424 Strategisk regnskapsanalyse*. Norges Handelshøyskole, upublisert.
- Knivsflå, K.H., 2010d. Analyse av kjelder til lønsemd, *BUS424 Strategisk regnskapsanalyse*. Norges Handelshøyskole, upublisert.
- Knivsflå, K.H., 2010e. Omgruppering, *BUS424 Strategisk regnskapsanalyse*. Norges Handelshøyskole, upublisert.
- Koller, T., Goedhart, M. og Wessels, D., 2010. *Valuation Measuring and Managing the Value of Companies*, 5.opplag. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc for McKinsey & Company.
- Landre, E., 2006. Rederne jubler for skattelette. *Mediehuset Nettavisen AS – NA24.no*. [Internett] (sist oppdatert 08.09.06 kl 14:25) Tilgjengelig fra: <
<http://www.na24.no/arkiv/naeringsliv/article732854.ece> > [Nedlastet 9.april 2012]

- Løvland, J. og Borch, O.J., 2010. Grønn transport i nord. *Forskning.no* [Internett] (sist publisert 05.01.10 kl 05:00) Tilgjengelig fra < <http://www.forskning.no/artikler/2010/oktober/269118> > [Nedlastet 17.april 2012]
- Mediehuset Nettavisen AS, 2008. Frykter konkurs for Hurtigruten. *NA24.no*. [Internett] (sist publisert 26.08.08 kl 08:48) Tilgjengelig fra < <http://www.na24.no/article2162941.ece> > [Nedlastet 19.april 2012]
- Meteorologisk Institutt, 2012a. *Mer ekstremvær, mer ekstremt vær, eller variasjoner som alltid?* [Internett] (sist publisert 05.01.12) Tilgjengelig fra < http://met.no/Mer+ekstremvær%2C+mer+ekstremt+vær%2C+eller+variasjoner+som+alltid%3F.b7C_w7HIWL.ips > [Nedlastet: 17.april 2012]
- Meteorologisk institutt, 2012b. *Varsling av farlig vær – ekstremvær*. [Internett] Tilgjengelig fra < <http://met.no/Varsling+av+farlig+vær+-+ekstremvær.9UFRrWYm.ips> > [Nedlastet 17.april 2012]
- Mogård, L.E., Søbstad, T. og Erlingsen, H., 2012. Tyske turister svikter Hurtigruten. *NRK* [Internett] (sist oppdatert 16.02.12 kl 19:02) Tilgjengelig fra < http://www.nrk.no/nyheter/distrikt/troms_og_finnmark/1.7999451 > [Nedlastet: 30. mars 2012]
- Norges Bank, 2012a. *Pengepolitisk rapport 1/12* [PDF] Tilgjengelig fra < <http://www.norges-bank.no/no/om/publisert/publikasjoner/pengepolitisk-rapport/1/> > [Nedlastet: 11.april 2012]
- Norges Bank, 2012b. *Rentestatistikk*. [Internett] Tilgjengelig fra < <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/> > [Nedlastet: 2.juni 2012]
- Oslo Børs, 2012b, 2012c. *Hurtigruten*. [Internett] Tilgjengelig fra < http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt__ticker=HRG > [Nedlastet 3.juni 2012]
- Orskaug, O., 2011. Hurtigruten sikret ny avtale. *Reiselivsavisen.no*. [Internett] (sist oppdatert 13.04.11) Tilgjengelig fra < <http://www.reiselivsavisen.no/wip4/hurtigruten-sikret-ny-avtale/d.epl?id=623990> > [Nedlastet: 28. Mars 2012]
- Oslo Børs, 2012a. *Handel i derivater*. [Internett] Tilgjengelig fra < <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Handel/Derivater> > [Nedlastet: 31.mai 2012]
- Oslo Børs, 2012b, 2012c. *Hurtigruten*. [Internett] Tilgjengelig fra < http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt__ticker=HRG > [Nedlastet 3.juni 2012]

- Overrein, Ø., 2008. *Faktaark: Norsk cruiseturisme i Antarktis*. [Internett] Tilgjengelig fra < <http://www.npolar.no/no/tjenester/publikasjoner/faktaark/norsk-cruiseturisme-antarktis.html> > [Nedlastet 18.april 2012]
- OxfordUniversity Press, 2007. *Gillespie: Foundations of Economics – Additional Chapter on Business Strategy. L. PESTEL-analysis of the macro-environment*. [Internett] Tilgjengelig fra: < <http://www.oup.com/uk/orc/bin/9780199296378/01student/additional/index.htm> > [Nedlastet: 3.april 2012]
- Penman, S.H., 2007. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 3.utgave. New York: McGraw-Hill Irwin
- PwC, 2011. *Risikopremien i det norske markedet 2011 og 2012*. [Internett] Tilgjengelig fra < <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risikopremien-2011-2012.jhtml> > [Nedlastet 2.juni 2012]
- Næringslivets hovedorganisasjon, 2012. *Hva er NOx?* [Internett] Tilgjengelig fra: < <http://www.nho.no/hva-er-nox/category469.html> > [Nedlastet: 9.april 2012]
- Reuters, 2010. Hurtigruten eneste med anbud. *E24.no* [Internett] (sist oppdatert 08.11.10 kl 15:54). Tilgjengelig fra < <http://e24.no/makro-og-politikk/hurtigruten-eneste-med-anbud/3895266> > [Nedlastet: 27.mars 2012]
- Rydheim.no/Skipsmagasinet, i.d. *Alle skip som har seilt i hurtigrutefart*. [Internett] Tilgjengelig fra < <http://www.skipsmagasinet.no/index.php?id=18> > [Nedlastet: 25.april 2012]
- Sjøfartsdirektortatet, 2012. *Refusjonsordningene*. [Internett] (sist oppdatert 31.01.12 kl 09:16)Sjøf Tilgjengelig fra < <http://www.sjofartsdir.no/sjofolk/refusjonsordningen-og-nettolonn/> > [Nedlastet: 9.april 2012]
- Steen, S., 2011. Meiner løfte om biodiesel i ferjer er brote. *Nationen.no* [Internett] (sist publisert 03.05.11 kl 00:02) Tilgjengelig fra < <http://www.nationen.no/2011/05/03/politikk/samferdsel/biodiesel/diesel/zero/6604396/> > [Nedlastet 17.april 2012]
- Stensaker, I., 2010. Bedriftens interne forhold: ressursbasert teori. *SOL040 Strategisk ledelse*. Norges Handelshøyskole, upublisert.
- Statistisk Sentralbyrå, 2012a. *Konsumprisindeksen pr 15 mars 2012 KPI ned 0,1 prosent*. [Internett] Tilgjengelig fra < <http://www.ssb.no/kpi/> > [Nedlastet 11.april 2012]
- Statistisk Sentralbyrå, 2012b. *Prisindekser for transport og lagring, 4.kvartal*. [Internett] Tilgjengelig fra < <http://www.ssb.no/gvpi/> > [Nedlastet 20.april 2012]

- Statistisk sentralbyrå, 2012c. *Konjunkturer – statistikk, analyser og prognoser*. [Internett] Tilgjengelig fra < <http://www.nrk.no/nyheter/distrikt/hordaland/1.8186016> > [Nedlastet 8.juni 2012]
- Statoil, 2008. *Statoil Marine Gassolje lavsvovlig*. [PDF] Tilgjengelig fra < http://www.statoil.no/file_archive/produktdatablader/2008_11_Marine_lavsvovel.pdf > [Nedlastet 25.april 2012]
- Statoil, 2003. *Spesialdestillat Marine*. [PDF] Tilgjengelig fra < http://www.statoil.no/file_archive/produktdatablader/SpesialdestillatMarine.pdf > [Nedlastet 25.april 2012]
- Sættem, J.B., 2012. – Ikke bra for cruisebransjen. *NRK* [Internett] (sist oppdatert 15.01.12 kl 22:20) Tilgjengelig fra < http://nrk.no/okonomi/_ikke-bra-for-cruisebransjen-1.7954974 > [Nedlastet 30.april 2012]
- Sættem, O., 2006. *Bedriftens finansregnskap – en caseorientert tilnærming*. 2.utgave. Molde: Los Forlag.
- Takla, E., 2012. Frykten er tilbake. *Dagens næringsliv – dn.no*. [Internett] (sist oppdatert 10.04.12 kl 18:21) Tilgjengelig fra < <http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2370431.ece> > [Nedlastet 10.april 2012]
- ViOver60.no, 2011. *Vil bruke pengene selv*. [Internett] (sist publisert 16.11.2011) Tilgjengelig fra < <http://www.viover60.no/lover-regler/arv-testament/vil-bruke-pengene-selv.html> > [Nedlastet 16.april 2012]

Tabelloversikt

Tabell 1 Kilder til konkurransefortrinn.....	41
Tabell 2 SVIMA-analyse.....	42
Tabell 3 Omgruppert balanse HRG	57
Tabell 4 Justeringer ved normalisering av EBITDA	61
Tabell 5 Likviditetsgrad 1 for HRG, Finnlines og DFDS	64
Tabell 6 Egenkapitalprosent for HRG, Finnlines og DFDS	65
Tabell 7 Rentedeckningsgrader for HRG, Finnlines og DFDS.....	67
Tabell 8 Netto driftsrentabilitet for HRG, Finnlines og DFDS	69
Tabell 9 Syntetisk rating av HRG og bransjen.....	71
Tabell 10 Egenkapitalbeta for HRG	77
Tabell 11 Historiske inntekter	85
Tabell 12 Prognose for driftsinntekter 2012-2016	87
Tabell 13 Historiske personalkostnader i prosent av omsetning	88
Tabell 14 Prognostisert lønnsvekst og inflasjon	89
Tabell 15 Prognoser for personalkostnader 2012-2016	91
Tabell 16 Historiske driftskostnader i prosent av salgsinntekter	91
Tabell 17 Prognoser for driftskostnader 2012-2016.....	93
Tabell 18 Historiske tap/gevinster netto.....	95
Tabell 19 Prognoser tap/gevinster netto 2012-2016	94
Tabell 20 Historisk EBITDA-margin for HRG og bransjen relativt til driftsinntekter..	96
Tabell 21 Historiske nettoinvesteringer.....	97
Tabell 22 Prognoser for investeringer 2012-2016.....	98
Tabell 23 Historisk endring i arbeidskapital	100
Tabell 24 Historiske avskrivninger	101
Tabell 25 Prognostiserte avskrivninger 2012-2016	101
Tabell 26 Budsjetterte kontantstrømmer 2012-2016.....	101
Tabell 27 Sensitivitetsanalyse for risikofri rente	108
Tabell 28 Sensitivitetsanalyse for egenkapitalbetaen	109
Tabell 29 Sensitivitetsanalyse for vekstraten	110

Figuroversikt

Figur 1 Fordeling av gjestedøgn for hvert marked	11
Figur 2 Forhåndsbestillinger for 2012	12
Figur 3 Forventede endringer i BNP for HRGs kjernemarkeder	27
Figur 4 KPIXE for perioden 2008-2015	28
Figur 5 Referansebanen for anslaget på styringsrenten	29
Figur 6 Porters fem krefter	31
Figur 7 Omgruppering av balansen.....	52
Figur 8 Likviditetsgrad 1	64
Figur 9 Egenkapitalprosent	65
Figur 10 Rentedekningsgrad	67
Figur 11 Netto driftsrentabilitet.....	69
Figur 12 Norske statsveksler og statsobligasjoner pr april 2012	73
Figur 13 Sensitivitetsanalyse for risikofri rente	108
Figur 14 Sensitivitetsanalyse for egenkapitalbetaen	109
Figur 3 Sensitivitetsanalyse for vekstraten	109

Vedlegg

Vedlegg I: Omgruppert balanse

(Tall i 1000 NOK)	2007	2008	2009	2010	2011
EIENDELER					
Varige driftsmidler	5 646 381	3 942 462	4 347 691	4 163 328	3 851 087
Immaterielle eiendeler	339 681	196 396	247 817	259 526	272 311
Investeringer i tilknyttede selskaper	111 235	28 466	136 478	36 705	38 895
<i>Sum driftsrelaterte anleggsmidler</i>	<i>6 097 297</i>	<i>4 167 324</i>	<i>4 731 986</i>	<i>4 459 559</i>	<i>4 162 293</i>
Kontanter og kontantekvivalenter (10%)	25 374	39 731	18 198	58 595	70 860
Varer	80 774	67 784	75 340	72 918	74 696
Kundefordringer og andre fordringer	432 040	482 415	349 778	885 271	920 176
Pensjonsmidler	7 732	11 161	21 865	673	640
Forskuddsbetaling	13 442	12 093	10 745	12 019	17 732
<i>Sum driftsrelaterte omløpsmidler</i>	<i>559 362</i>	<i>613 184</i>	<i>475 926</i>	<i>1 029 476</i>	<i>1 084 104</i>
Sum driftsrelaterte eiendeler	6 656 659	4 780 508	5 207 912	5 489 035	5 246 397
Derivater	6 715	0	0	12 677	0
Langsiktige fordringer og investeringer	21 009	11 531	29 702	18 124	15 631
<i>Sum finansielle anleggsmidler</i>	<i>27 724</i>	<i>11 531</i>	<i>29 702</i>	<i>30 801</i>	<i>15 631</i>
Kontanter og kontantekvivalenter	988 375	374 506	781 918	672 514	503 651
Derivater	41 371	72 230	8 537	21 633	28 639
Eiendeler holdt for salg	0	1 592 353	110 748	68 076	60 384
<i>Sum finansielle omløpsmidler</i>	<i>1 029 746</i>	<i>2 039 089</i>	<i>901 203</i>	<i>762 223</i>	<i>592 674</i>
Sum finansielle eiendeler	1 057 470	2 050 620	930 905	793 024	608 305
Utsatt skattefordel	0	101 548	53 862	69 789	172 234
SUM EIENDELER	7 714 130	6 932 676	6 192 680	6 351 850	6 026 936
EGENKAPITAL OG GJELD					
Innskutt egenkapital	1 324 033	1 024 594	1 154 588	1 154 588	1 154 588
Annen egenkapital ikke resultatført	11 665	11 628	117 613	129 059	140 073
Opptjent egenkapital/udekket underskudd	213 246	-89 414	89 801	86 716	-69 123
<i>Egenkapital mor</i>	<i>1 548 944</i>	<i>946 808</i>	<i>1 362 002</i>	<i>1 370 363</i>	<i>1 225 540</i>
Minoritet	226 479	216 245	282 663	288 126	338 574
Sum egenkapital konsernet	1 775 423	1 163 053	1 644 665	1 658 489	1 564 114
Andre avsetninger for forpliktelse	6 116	5 950	5 783	5 617	5 450
<i>Sum driftsrelatert langsiktig gjeld</i>	<i>6 116</i>	<i>5 950</i>	<i>5 783</i>	<i>5 617</i>	<i>5 450</i>
Leverandørgjeld og skyldig offentlige avgifter	461 282	301 028	152 397	338 650	263 000
Betalbar skatt	14 298	16 023	7 484	13 419	11 932
Annen kortsiktig gjeld (10%)	115 008	117 225	84 018	91 188	105 362
<i>Sum driftsrelatert kortsiktig gjeld</i>	<i>590 588</i>	<i>434 276</i>	<i>243 899</i>	<i>443 257</i>	<i>380 294</i>
Sum driftsrelatert gjeld	596 704	440 226	249 682	448 874	385 744
Derivater (LG)	0	58 007	15 766	18 041	17 776
Pensjonsforpliktelser	179 914	126 270	117 739	126 721	101 693
Langsiktig lån	4 231 581	48 794	3 687 543	3 682 801	2 455 508
<i>Sum finansiell langsiktig gjeld</i>	<i>4 411 495</i>	<i>233 071</i>	<i>3 821 048</i>	<i>3 827 563</i>	<i>2 574 977</i>
Derivater (KG)	23 971	100 952	20 739	17 102	152
Annen kortsiktig gjeld	248 054	86 821	292 882	286 766	387 235
Andre avsetninger og forpliktelser	60 041	30 000	15 000	566	8 819
Kortsiktig lån	350 045	3 371 188	13 884	15 785	1 026 252
Gjeld knyttet til eiendeler holdt for salg	0	1 467 582	109 679	83 333	70 000
<i>Sum finansiell kortsiktig gjeld</i>	<i>682 111</i>	<i>5 056 543</i>	<i>452 184</i>	<i>403 552</i>	<i>1 492 458</i>
Sum finansiell gjeld	5 093 606	5 289 614	4 273 232	4 231 115	4 067 435
Sum gjeld	5 690 310	5 729 840	4 522 914	4 679 989	4 453 179
Utsatt skatt	248 397	39 783	25 099	13 367	9 643
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	7 714 130	6 932 676	6 192 680	6 351 850	6 026 936

Vedlegg II: Normalisering EBITDA

(Tall i 1000 NOK)	2008	2009	2010	2011	
Driftsinntekter	2 551 440	3 395 557	3 787 859	3 926 720	
<u>Justeringer</u>					
Valuatadifferanser på salgsinntekter	8 837	-36 515	-32 360	60 038	Salgsinntekter
Generell tilleggskompensasjon for Nox-avgift	66 000	-	-	-	Kontraktinntekter
Gevinst på salg av varige driftsmidler	4 250	4 250	4 250	-80 750	Andre (tap)/gevinster
Forsikringseffekt MS Nordlys	-	-	-	-86 000	Engangseffekt
Tilbakeføring restrukturering	-	-15 000	-15 000	-	Unormale
Sum justeringer	79 087	-47 265	-43 110	-106 712	
"Normaliserte" driftsinntekter	2 630 527	3 348 292	3 744 749	3 820 008	
Normalisering av EBITDA					
Driftsresultat	-290 927	101 488	224 451	46 380	
Av- og nedskrivninger	528 144	359 714	360 105	450 300	
EBITDA	237 217	461 202	584 556	496 680	
<u>Justeringer</u>					
Justeringer driftsinntekter	79 087	-47 265	-43 110	-106 712	Driftsinntekter
Differanse pensjon	955	-	-	-	Personalkostnader
Differanse andre ytelser	-1 225	-	-	-	Personalkostnader
Bonusavtale adm.dir	-140	-140	-140	560	Personalkostnader
Rentekostnad av påløpte pensjonskostnader	21 970	14 121	14 227	12 741	Personalkostnader
Forventet avkastning av pensjonsmidlene	-18 073	-11 631	-10 386	-10 505	Personalkostnader
Valutadifferanser på driftskostnadene	2 111	-4 006	-223	2 117	Driftskostnader
Tap på salg av eiendeler	67 500	-3 500	-3 500	-3 500	Andre (tap)/gevinster
Etterlønsavtale	3 000	-	-	6 600	Engangseffekt
Avsetning for tap voldgiftssak anmeldelse	-	-	-	46 000	Engangseffekt
Avsetning for tap anmeldelse Troms FK	-	8 000	-	-	Engangseffekt
Avsetning for tap EFTA-sak	-	-	-	35 000	Unormal
Lån til Leif Øverland (product director)	100	-	-	-	Unormal
Restruktureringskostnader	30 000	-	-	-	Unormal
Justering for kanselleringe pga uvær	-	-	-	40 000	Unormal
Justering bunkerskostnader	50 000	-	-	-	Unormal
Sum justeringer	235 285	-44 421	-43 132	22 301	
"Normalisert" EBITDA	472 502	416 781	541 424	518 981	

Vedlegg III: Karakterskala syntetisk rating

<i>Rating</i>	<i>Likviditetsgrad l</i>	<i>Rentedeknings- grad</i>	<i>Egenkapital- andel</i>	<i>Netto driftsrentabilitet</i>	<i>Konkurs- sannsynlighet</i>	<i>Kreditrisiko- faktor</i>
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350	0,0001	0,1000
	8,900	11,600	0,895	0,308		
AA	6,200	6,300	0,850	0,266	0,0012	0,1500
	4,600	4,825	0,755	0,216		
A	3,000	3,350	0,660	0,166	0,0024	0,2500
	2,350	2,755	0,550	0,131		
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096	0,0037	0,4000
	1,450	1,690	0,380	0,082		
BB	1,200	1,220	0,320	0,068	0,0136	0,6000
	1,050	1,060	0,270	0,054		
B	0,900	0,900	0,220	0,040	0,0608	1,0000
	0,750	0,485	0,175	0,026		
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012	0,3085	3,0000
	0,550	-0,345	0,105	-0,002		
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016	0,5418	9,0000
	0,450	-1,170	0,030	-0,030		
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044	0,7752	27,0000
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058		
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072	0,9999	1000,0000

Vedlegg IV: Regresjonsanalyse for vurdering av egenkapitalbeta

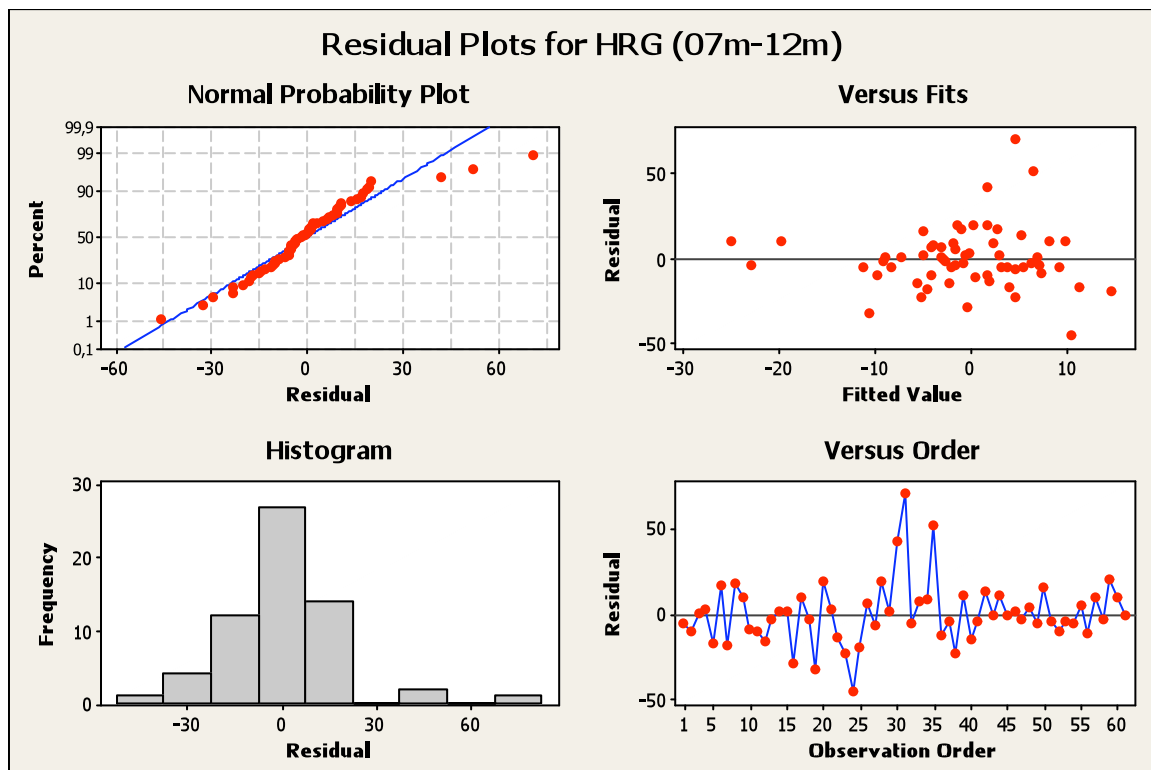
Regression Analysis: HRG (07m-12m) versus OSEBX (07m-12m)

The regression equation is

$$\text{HRG (07m-12m)} = -0,70 + 0,963 \text{ OSEBX (07m-12m)}$$

Predictor	Coef	SE Coef	T	P
Constant	-0,697	2,382	-0,29	0,771
OSEBX (07m-12m)	0,9633	0,3038	3,17	0,002

S = 18,6037 R-Sq = 14,6% R-Sq(adj) = 13,1%



Vedlegg V: Trendanalyser av Finnlines Oyj og DFDS Group AS

FINNLINES

(Tall i 1000 EURO)

	2007	2008	%	2009	%	2010	%	2011	%
Driftsinntekter	685 464	735 747	7,34 %	494 411	-32,80 %	561 108	13,49 %	605 208	7,86 %
Andre inntekter	15 320	2 429	0,33 %	13 413	2,71 %	4 287	0,76 %	2 515	0,42 %
Sum inntekter	700 784	738 176	5,34 %	507 824	-31,21 %	565 395	11,34 %	607 723	7,49 %
Material- og tjenestekostnader	205 904	258 187	34,98 %	162 553	32,01 %	202 964	35,90 %	247 262	40,69 %
Personalkostnader	116 648	122 944	16,66 %	108 763	21,42 %	110 635	19,57 %	107 948	17,76 %
Andre driftskostnader	256 334	258 912	35,07 %	199 113	39,21 %	165 850	29,33 %	147 972	24,35 %
Sum kostnader	578 886	640 043	86,71 %	470 429	92,64 %	479 449	84,80 %	503 182	82,80 %
EBITDA	121 898	98 133		37 395		85 946		104 541	
EBITDA-margin		13,29 %		7,36 %		15,20 %		17,20 %	

DFDS

(Tall i 1000 DKK)

	2007	2008	%	2009	%	2010	%	2011	%
Driftsinntekter	8 310 249	8 193 586	-1,40 %	6 555 483	-19,99 %	9 867 045	50,52 %	11 624 577	17,81 %
Driftskostnader	4 434 730	4 586 284	55,97 %	3 391 541	51,74 %	5 666 213	57,43 %	7 040 500	60,57 %
Charterleie	593 167	690 289	8,42 %	661 514	10,09 %	741 814	7,52 %	623 625	5,36 %
Personalkostnader	1 529 088	1 481 393	18,08 %	1 325 628	20,22 %	1 712 704	17,36 %	1 915 463	16,48 %
Andre driftskostnader	437 681	424 150	5,18 %	390 424	5,96 %	473 166	4,80 %	549 605	4,73 %
Sum kostnader	6 994 666	7 182 116	87,66 %	5 769 107	88,00 %	8 593 897	87,10 %	10 129 193	87,14 %
EBITDA	1 315 583	1 011 470	12,34 %	786 376	12,00 %	1 273 148	12,90 %	1 495 384	12,86 %
EBITDA-margin		12,34 %		12,00 %		12,90 %		12,86 %	

Vedlegg VI: Scenario 1

	(Tall i MNOK)		SCENARIO 1		2012		2013		2014		2015		2016	
	Tall	%	Tall	%	Tall	%	Tall	%	Tall	%	Tall	%	Tall	i %
Salgsinntekter	3 285	10,0 %	3 613	10,0 %	3 974	10,0 %	4 292	8,0 %	4 507	5,0 %				
Varesalgsinntekter	427	13,0 %	470	13,0 %	517	13,0 %	558	13,0 %	586	13,0 %				
Sum omsetning	3 712		4 083		4 491		4 850		5 093					
Kontraktinntekter	718	21,8 %	672	18,6 %	689	17,3 %	706	16,5 %	724	16,1 %				
Driftsinntekter	4 429	15,9 %	4 755	7,4 %	5 180	8,9 %	5 557	7,3 %	5 817	4,7 %				
KOSTNADER														
Personalkostnader	1 471	39,6 %	1 612	39,4 %	1 768	39,4 %	1 900	39,2 %	1 998	39,2 %				
Andre driftskostnader	2 339	63,0 %	2 570	62,9 %	2 784	62,0 %	2 934	60,5 %	3 056	60,0 %				
Andre tap/gevinster netto	19	0,5 %	-20	-0,5 %	22	0,5 %	-24	-0,5 %	25	0,5 %				
EBITDA	638	14,4 %	552	11,6 %	650	12,6 %	698	12,6 %	789	13,6 %				
Normale investeringer	148	4,0 %	164	4,0 %	180	4,0 %	194	4,0 %	204	4,0 %				
Engangsinvesteringer	0	0,0 %	0	0,0 %	90	2,0 %	90	1,9 %	90	1,8 %				
Endring i arbeidskapital	22	0,6 %	21	0,51 %	26	0,6 %	23	0,5 %	15	0,3 %				
Kontantstrøm til drift før skatt	468	12,6 %	368	9,0 %	355	7,9 %	392	8,1 %	480	9,4 %				
Effektiv skatt, 28 %	49	1,3 %	12	0,3 %	25	0,6 %	26	0,5 %	43	0,8 %				
Kontantstrøm til drift etter skatt	419	11,3 %	356	8,7 %	330	7,3 %	366	7,5 %	437	8,6 %				

Vedlegg VII: Scenario 2

(Tall i MNOK)	2012	%	2013	%	2014	%	2015	%	2016	i%
SCENARIO 2										
Salgsinntekter	3 165	6,0 %	3 355	6,0 %	3 523	5,0 %	3 646	3,5 %	3 737	2,5 %
Varesalgsinntekter	411	13,0 %	436	13,0 %	458	13,0 %	474	13,0 %	486	13,0 %
Sum omsetning	3 577		3 791		3 981		4 120		4 223	
Kontraktinntekter	718	22,7 %	672	20,0 %	689	19,6 %	706	19,4 %	724	19,4 %
Driftsinntekter	4 294	12,4 %	4 464	3,9 %	4 670	4,6 %	4 827	3,4 %	4 947	2,5 %
KOSTNADER										
Personalkostnader	1 307	36,5 %	1 378	36,4 %	1 445	36,3 %	1 420	34,5 %	1 456	34,5 %
Andre driftskostnader	2 522	70,5 %	2 649	69,9 %	2 747	69,0 %	2 790	67,7 %	2 787	66,0 %
Andre tap/gevinster netto	18	0,5 %	-19	-0,5 %	20	0,5 %	-21	-0,5 %	21	0,5 %
EBITDA	484	11,3 %	418	9,4 %	498	10,7 %	596	12,3 %	725	14,6 %
Normale investeringer	143	4,0 %	152	4,0 %	159	4,0 %	165	4,0 %	169	4,0 %
Engangsinvesteringer	0	0,0 %	0	0,0 %	60	1,5 %	60	1,5 %	60	1,4 %
Ending i arbeidskapital	13	0,4 %	14	0,4 %	12	0,3 %	9	0,2 %	6	0,2 %
Konstantstrøm til drift før skatt	327	9,1 %	252	6,7 %	267	6,7 %	362	8,8 %	489	11,6 %
Effektiv skatt, 28%	10	0,3 %	0	0,0 %	0	0,0 %	23	0,6 %	55	1,3 %
Konstantstrøm til drift etter skatt	317	8,9 %	252	6,7 %	267	6,7 %	340	8,2 %	434	10,3 %

Vedlegg VIII: Scenario 3

(Tall i MNOK)	2012	%	2013	%	2014	%	2015	%	2016	1%
SCENARIO 3										
Salgsinntekter	2 926	-2,0 %	2 868	-2,0 %	2 868	0,0 %	2 939	2,5 %	3 013	2,5 %
Varesalgsinntekter	380	13,0 %	373	13,0 %	373	13,0 %	382	13,0 %	392	13,0 %
Sum omsetning	3 307		3 241		3 241		3 322		3 405	
Kontraktinntekter	718	24,5 %	672	23,4 %	689	24,0 %	706	24,0 %	724	24,0 %
Driftsinntekter	4 024	5,3 %	3 913	-2,8 %	3 930	0,4 %	4 028	2,5 %	4 129	2,5 %
KOSTNADER										
Personalkostnader	1 324	40,0 %	1 293	39,9 %	1 125	34,7 %	1 150	34,6 %	1 195	35,1 %
Andre driftskostnader	2 599	78,6 %	2 451	75,6 %	2 445	75,4 %	2 531	76,2 %	2 584	75,9 %
Andre tap/gevinster netto	18	0,5 %	-19	-0,5 %	20	0,5 %	-21	-0,5 %	21	0,5 %
EBITDA	119	3,0 %	150	3,8 %	381	9,7 %	326	8,1 %	371	9,0 %
Normale investeringer	99	3,0 %	97	3,0 %	97	3,0 %	100	3,0 %	102	3,0 %
Engangsinvesteringer	0	0,00 %	0	0,00 %	0	0,00 %	0	0,00 %	0	0,00 %
Endring i arbeidskapital	-4	-0,1 %	-4	-0,1 %	0	0,00 %	5	0,2 %	5	0,2 %
Kontantstrøm til drift før skatt	16	0,5 %	49	1,5 %	283	8,7 %	221	6,7 %	264	7,7 %
Effektiv skatt, 28%	0	0,0 %	0	0,0 %	0	0,0 %	0	0,0 %	0	0,0 %
Kontantstrøm til drift etter skatt	16	0,5 %	49	1,5 %	283	8,7 %	221	6,7 %	264	7,7 %