

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, våren 2006

Masterutredning i fordypningsområdet: Økonomisk styring

Veileder: Førsteamanuensis Knut Boye



Verdsettelse av Royal Caribbean Cruises

av Fredrik Haug Andersen og Kine Hovden

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som 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

Vi har i utredningen foretatt en verdsettelse av Royal Caribbean Cruises. Verdsettelsen er basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Formålet med analysen har vært å komme frem til et godt estimat på Royal Caribbean Cruises' aksjeverdi basert på regnskapsanalyse og strategisk analyse.

Utredningen begynner med en presentasjon av selskapet. Videre gjennomfører vi ekstern bransjeanalyse og intern ressursbasert analyse.

Vi har sammenlignet Royal Caribbean med deres største konkurrent Carnival Corporation. Dette gir et bedre grunnlag for regnskapsanalysen og fremtidsregnskapet.

Vi har verdsatt Royal Caribbean Cruises gjennom ulike verdsettelsesmodeller. Først har vi kommet frem til verdiestimat basert på et krav vektet med bokførte verdier. Gjennom en konvergeringsprosess har vi justert til virkelige vekter og fått sammenfallende kursestimat.

Det konvergente kursestimatet har vi sammenlignet med relativ verdsettelse og en enkel total kapitalmodell som benytter børsverdien av egenkapitalen og balanseført verdi av gjeld som vekter for beregne avkastningskrav.

Til slutt har vi gjennomført en sensitivitetsanalyse og en simulering for å avdekke usikkerheten i våre estimater.

Vi takker førsteamanuensis Knut Boye for gode innspill i vårt arbeid med denne oppgaven.

Innholdsfortegnelse

Innholdsfortegnelse.....	2
1 Innledning	6
2 Presentasjon av Royal Caribbean Cruises.....	7
2.1 Generelt om Royal Caribbean Cruises Ltd	7
2.1.1 Royal Caribbean International	7
2.1.2 Celebrity Cruises.....	8
3 Struktur i oppgaven.....	10
4 Strategisk analyse.....	11
4.1 Ekstern bransjeorientert analyse	11
4.1.1 Presentasjon av konkurrenter	12
4.1.2 Trusselen fra inntrengere	17
4.1.3 Rivalisering mellom aktørene	21
4.1.4 Kundenes forhandlingsmakt	24
4.1.5 Leverandørenes forhandlingsmakt.....	25
4.1.6 Substitutter	26
4.2 Internanalyse - analyse av konkurransefortrinn og ulemper.....	27
4.2.1 Generiske strategier	27
4.2.2 Konkurransefortrinn hos Royal Caribbean	31
4.2.3 SVIMA - rammeverk: Strategisk viktige ressurser.....	33
4.2.4 Strategiske ressurser hos Royal Caribbean	34
4.3 Konklusjon på strategisk analyse.....	35
5 Regnskapsanalyse	37
5.1 Forutsetninger for analysen.....	37
5.1.1 Analysenivå	37
5.1.2 Analyseperiode	38
5.1.3 Bransjeanalyse	38
5.2 Presentasjon av årsregnskap	38
5.3 Omgruppering for analyse	40
5.3.1 Avsatt utbytte grupperes som egenkapital	41

Innholdsfortegnelse

5.3.2 "Dirty surplus" grupperes som resultatelement	41
5.3.3 Normalt og unormalt resultat	42
5.3.4 Drift og finansiering	42
5.4 Justering av målefeil	43
5.4.1 Justeringer av det omgrupperte regnskapet	44
5.4.2 Omgruppert og justert regnskapsoppstilling	45
5.5 Forholdstallsanalyse	46
5.6 Analyse av selskapsspesifikk risiko	48
5.6.1 Analyse av kortsiktig selskapsspesifikk risiko	48
5.6.2 Analyse av langsiktig selskapsspesifikk risiko	54
5.6.3 Kredittrating	56
5.7 Analyse av lønnsomhet og vekst	60
5.7.1 Historiske avkastningskrav	60
5.7.2 Lønnsomhetsanalyse	68
5.7.3 Dekomponering av egenkapitalrentabilitet	70
5.7.4 Fundamental vekstanalyse	80
5.7.5 Konklusjon på forholdstallsanalysen	87
6 Budsjettering og fremtidsregnskap	88
6.1 Vekstanalyse	89
6.2 Budsjettering	89
6.2.1 Valg av budsjetthorisont	89
6.2.2 Rammeverk for budsjettering	90
6.2.3 Driftsinntektsveksten	91
6.2.4 Omløpet til netto driftseiendeler	98
6.2.5 Netto driftsmargin	99
6.2.6 Finansiell gjeldsdel	101
6.2.7 Finansiell eiendelsdel	102
6.2.8 Finansiell gjeldsrente	103
6.2.9 Finansiell eiendelsrentabilitet	107
6.3 Fremtidsregnskap	108
6.3.1 Fremtidsresultat	109

Innholdsfortegnelse

6.3.2 Fremtidsbalanse	109
6.3.3 Fremtidig fri kontantstrøm.....	110
6.4 Fremskrivning av krav	110
6.4.1 Fremskrivning av avkastningskravet	110
7 Verdsettelse av Royal Caribbean.....	114
7.1 Kontantstrømbasert verdsettelse	114
7.2 Egenkapitalmetoden.....	115
7.2.1 Utbyttemodellen.....	115
7.2.2 Superprofittmodellen	117
7.3 Totalkapitalmetoden	118
7.3.1 Fri kontantstrøm fra drift	118
7.3.2 Superprofitt til netto driftskapital	119
7.3.3 Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	120
7.3.4 Superprofitt til sysselsatt kapital.....	121
7.4 Verdiestimatet	122
7.4.1 Første verdiestimat.....	122
7.4.2 Justert fremtidsregnskap	122
7.4.3 Justerte fremskrevne krav	123
7.5 Konvergens i verdiestimat	124
7.6 Relativ verdsettelse	126
7.6.1 Multiplikatormodeller.....	126
7.7 Alternativ metode for verdsettelse av total kapital	128
8 Usikkerhet i verdiestimatet	132
8.1 Sensitivitetsanalyse.....	132
8.1.1 Valg av budsjetthorisont	132
8.1.2 Driftsinntektsvekst	133
8.1.3 Netto driftsmargin.....	136
8.1.4 Omløpet til netto driftseiendeler	137
8.1.5 Finansiell eiendelsdel.....	138
8.1.6 Finansiell gjeldsdel	139
8.1.7 Krav til egenkapital.....	139

Innholdsfortegnelse

8.1.8 Krav til egenkapital og driftsinntektsvekst	140
8.1.9 Netto driftsmargin og driftsinntektsvekst	140
8.1.10 Sensitivitet til utbytteskatt	141
8.1.11 Konklusjon av sensitivitetsanalyse	144
8.2 Simulering med Crystal Ball.....	145
9 Konklusjon.....	148
10 Referanser	152
11 Vedlegg.....	156
12 Oversikt over forkortelser	167

1 Innledning

Vi har valgt verdsettelse av Royal Caribbean som masterutredning på NHH. Vi har spesialisering i økonomisk styring (BUS) med finansiell økonomi (FIE) som støtteprofil. Verdsettelse ligger i kjernen av begge fagretningene og vi forsøker å kombinere innsikten fra regnskapsfag med innsikten fra finansfag. Regnskapsfagene kan hjelpe oss å gjennomføre en bedre analyse av finansregnskapet, mens finansfagene kan bidra til et fornuftig anslag på avkastningskravet.

Vi synes Royal Caribbean er et spennende selskap fordi cruisemarkedet er i sterk vekst. Samtidig har det vært en rekke oppkjøp i bransjen de senere årene. Bransjen fremstår nå som konsolidert, med tre dominerende aktører. Endret struktur i bransjen kan gi opphav til mindre intens konkurranse på pris, og dermed bedre lønnsomhet for selskapene. I arbeidet med å analysere Royal Caribbean har vi sammenliknet med Carnival Corporation. Vi har gjennomført tilsvarende regnskapsanalyse for begge selskapene. Dette kan gi et bedre bilde av lønnsomheten og risikoen i selskapet vi skal verdsette.

Hovedfokus i utredningen er en fundamental verdsettelse som gjøres på bakgrunn av regnskapsanalyse og strategisk analyse. Innsikten herfra brukes til å lage et budsjett for fremtiden. Vi har benyttet tre ulike metoder for å komme frem til et verdiestimat. Metodene gir ulik verdi på egenkapitalen i selskapet. I teorien skulle metodene gi samme verdi dersom kravet til total kapitalen og egenkapitalen er vektet med markedsverdier. Ved hjelp av en konvergeringsprosess har vi justert fra balanseført verdi på egenkapital til et estimat på virkelige verdi, slik at avkastningskravet blir vektet med antatt markedsverdi. På denne måten vil alle verdiestimatene samsvare. Vi har i tillegg supplert med en metode som bygger på børskursen. Vi har også gjennomført en relativ verdsettelse for å undersøke rimeligheten i vårt estimat. Til slutt har gjennomført en sensitivitetsanalyse som viser hvor kritiske våre antakelser er for verdien av selskapet.

Problemstilling: Hva er et realistisk anslag på verdien av Royal Caribbean, basert på analyse av regnskap og strategi?

2 Presentasjon av Royal Caribbean Cruises

2.1 Generelt om Royal Caribbean Cruises Ltd

Royal Caribbean er i dag et av verdens største cruiseselskap. Selskapet eier og driver de to datterselskapene Royal Caribbean International og Celebrity Cruises. De har i dag 29 skip med en total kapasitet på 63,200 passasjerer. Royal Caribbean vil i løpet av ha 2008 introdusert 4 nye skip. Dette vil øke den totale kapasiteten til 76,850 passasjerer.

Selskapet har årlig mer enn 2,8 millioner ferierende passasjerer om bord på sine skip. Royal Caribbean appellerer i hovedsak til familier, par og enkeltpersoner i 30-50-årene. Gjennomsnittsalderen for gjestene ligger på rundt 40 år, men varierer med lengden på cruiset. Royal Caribbean oppgir på sine hjemmesider at ca 75-80% av kundene deres kommer fra USA/Canada.

Royal Caribbean seiler til 160 destinasjoner rundt i verden. Destinasjonene deles inn i 11 kategorier: Alaska, Bahamas, Bermuda, Canada/New England, Karibien, Europa, Hawaii, Mexico, Pacific Northwest, Panama Kanalen og Transatlantic.

Båtene har en rekke tilbud om bord, blant annet svømmebasseng, soldekk, skjønnhetspleie, fasiliteter for trening og spa, skøytebane, rulleskøytebane, basketballbane, klatrevegg, golftilbud, pengespill, lounges, barer, show, kino og shopping, restauranter og annen underholdning.

2.1.1 Royal Caribbean International

Royal Caribbean Cruise Line ble etablert i 1969 av 3 norske shippingselskaper: I.M. Skaugen Company, Gotaas Larsen og Andreas Wilhelmsen & Co. I 1988 kjøpte Anders Wilhelmsen & Co ut partnerne og fikk fullt eierskap over Royal Caribbean. Wilhelmsen solgte senere aksjer til Pritzker-familien og Ofer-familien. Hver av de tre eier i dag 26 % og utgjør således de største eiergruppene. Selskapet ble børsnotert i New York i 1993. Royal Caribbean International har i dag 19 cruiseskip.

2 Presentasjon av Royal Caribbean Cruises

Cruisemarkedet kan inndeles etter kvalitet. En vanlig inndeling for cruisemarkedet er budget-, contemporary-, premium- og luxury-segment. Budget-cruise er den rimeligste formen for cruise. Selskaper i dette segmentet tilbyr færre aktiviteter om bord og har en enklere standard. Vi vil gi eksempel på dette i avsnitt 4.2.1 om generiske strategier. Contemporarysegmentet kjennetegnes av cruise på opptil 7 netter med en avslappet atmosfære, der man ikke må forholde seg til kleskode eller fast bordsetting. Det er også mulig å velge mellom ulike restauranter, men dette koster ekstra dersom man ønsker å benytte seg av andre restauranter. Premiumsegmentet appellerer til den mer erfarne cruisepassasjeren med cruise på 7 til 14 netter. Cruise på over 10 netter har en høyere gjennomsnittsalder enn cruise på fire netter. Luksussegmentet henvender seg til de som krever høy kvalitet og service. Det er gjerne færre aktiviteter og mindre størrelse på skipene, men standarden er svært høy. Inndelingen fungerer også som en volumrangering ved at contemporarysegmentet er det største og luksusmarkedet er det minste.

Royal Caribbean International opererer i hovedsak i contemporarysegmentet, men tiltrekker seg også kunder fra premiumsegmentet. Selskapet har reiser til en rekke destinasjoner og med ulike cruiselengder. Royal Caribbean International ønsker å være et godt tilbud til aktive reisende som ønsker en ferie til en overkommelig pris og som gir en underholdende og mer avslappende opplevelse enn tradisjonelt cruise. Royal Caribbean har introdusert valgmuligheter i bespising og underholdning, slik at man ikke må forholde seg til strenge kleskoder eller fast bordsetting. Royal Caribbean International er altså et varemerke som appellerer til aktive barnefamilier så vel som pensjonister.

2.1.2 Celebrity Cruises

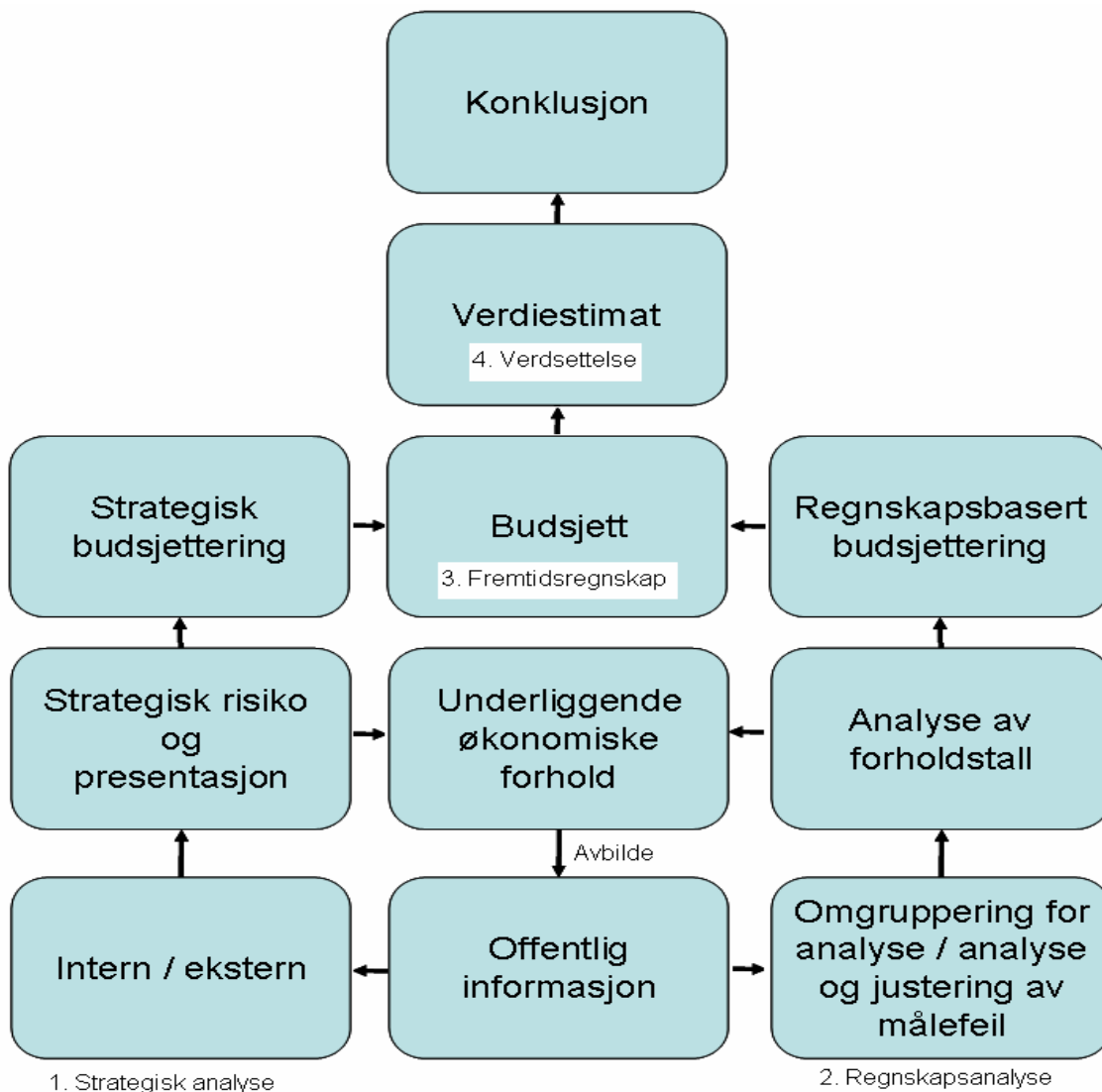
Celebrity Cruises ble startet i 1989 av greske Chandris Group og hadde en visjon om å tilby en førsteklasses cruiseopplevelse. Celebrity satser sterkt på matopplevelse om bord og har et samarbeid med den velrenommerte kokken Michel Roux. Celebrity ble overtatt av Royal Caribbean i 1997. Celebrity disponerer 10 cruiseskip som er et mindre antall enn Royal Caribbean International, men skipene hos Celebrity er mer eksklusive. Gjestenenes alder varierer mellom 35 og 60, med en gjennomsnittsalder på 48 år. Celebrity

2 Presentasjon av Royal Caribbean Cruises

ønsker å tiltrekke seg erfarne passasjerer fra premiumsegmentet gjennom 2 til 16 dagers cruise. Målsegmentet er kresne kjøpere, og disse er velinformert om produkter og tjenester i cruisemarkedet.

3 Struktur i oppgaven

Vi har valgt å foreta en fundamental verdsettelse av Royal Caribbean. Verdsettelsen baserer seg på offentlig regnskapsinformasjon og strategisk analyse av cruisemarkedet. Formålet med analysen er å avdekke underliggende økonomiske forhold i Royal Caribbean. Vi vil bruke denne innsikten til å budsjettere den fremtidige utviklingen for selskapet og deretter gjøre en verdsettelse. Til slutt vil vi vurdere vårt estimat gjennom en relativ verdsettelse og en sensitivitetsanalyse.



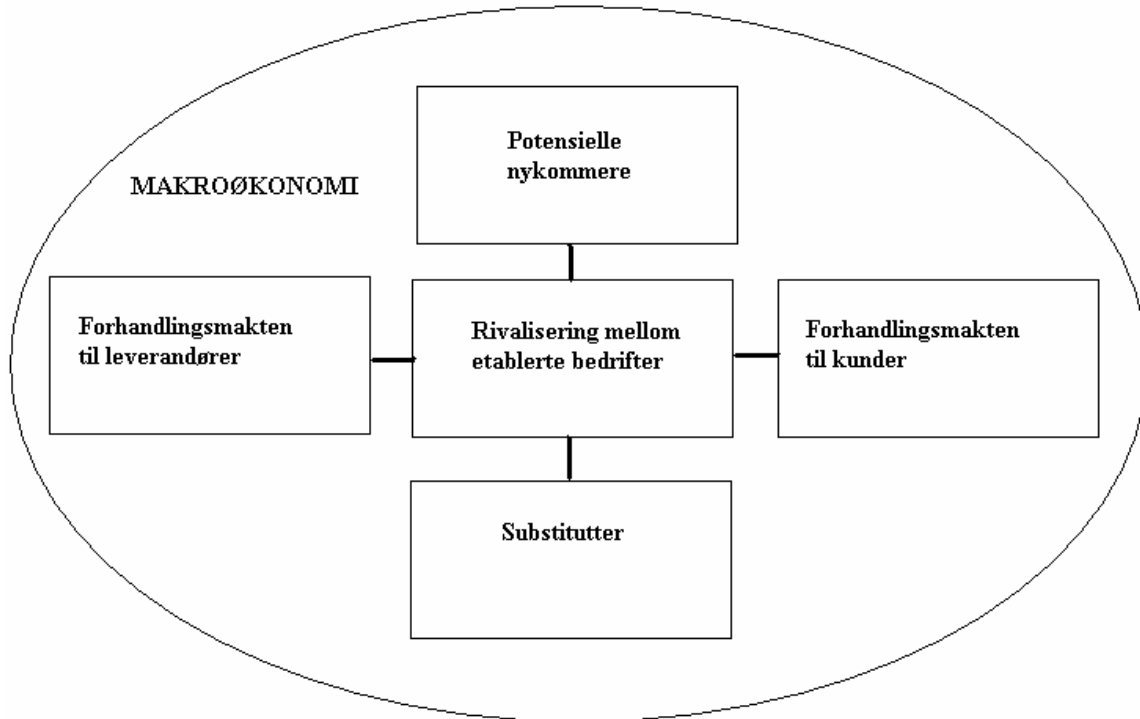
Figur 3.1 Struktur i utredningen

4 Strategisk analyse

Gjennom en strategisk analyse vil vi se på de eksterne forhold, med de muligheter og trusler som finnes i omgivelsene til Royal Caribbean. Vi vil se på hvilke styrker og svakheter Royal Caribbean besitter for å konkurrere i disse omgivelsene. Den strategiske analysen er gjennomført med en deskriptiv innfallsvinkel der vi forsøker å få frem forholdene i bransjen slik de er i dag. Vi skal ikke komme med normative uttalelser om hva Royal Caribbean bør gjøre. Formålet med analysen er ikke å komme frem til en optimal strategi, men å få innsikt i hvordan selskapet tilpasser seg omgivelsene. Analysen er basert på offentlig tilgjengelig informasjon med det mål å avdekke vesentlige forhold som har innvirkning på lønnsomheten i Royal Caribbean.

4.1 Ekstern bransjeorientert analyse

Vi benytter Porters 5-F rammeverk (Porter, 1980). Modellen bygger på at det er avvik fra frikonkurranse som skaper positiv avkastning i et marked. Hensikten med rammeverket er å analysere hva som avgjør bransjens gjennomsnittslønnsomhet eller bransjens attraktivitet. Modellen har fem komponenter som kan utgjøre en trussel mot unormal høy avkastning for Royal Caribbean. De fem komponentene er; rivalisering mellom konkurrenter, forhandlingsmakt hos kunder og leverandører, trusselen fra inntrengere og substitutter. Komponentene bestemmer intensiteten i konkurransen og dermed lønnsomheten i bransjen. Generelt vil det være slik at dess sterkere konkurransekraftene er i en bransje, jo mer begrenset er muligheten for en bedrift til å sette opp prisene og øke profitten. En sterk konkurransekraft er en trussel mot lønnsomheten til Royal Caribbean, mens en svak gir mulighet for høy profit.



Figur 4.1.1 Porters rammeverk (Porter, 1980)

4.1.1 Presentasjon av konkurrenter

Vi har valgt å se på to av Royal Caribbeans konkurrenter. Carnival er den største aktøren i cruisemarkedet. Royal Caribbean er rangert som nummer to, mens Star er rangert som nummer tre. Rangeringen er basert på omsetning. De store internasjonale cruiseselskapene har reiser til de samme destinasjonene. De mest populære destinasjonene er Karibien og Sør Amerika. Her er alle de store selskapene representert. I tillegg er Asia et stort marked. Destinasjonene tilsier at selskapene er nære konkurrenter og at det er få nisjeselskaper når det gjelder destinasjoner. Alle de store selskapene eier flere ulike merkenavn. Merkenavnene er i forskjellig grad nære eller fjernere konkurrenter til Royal Caribbean International og Celebrity.

Carnival Corporation plc

Carnival Cruise Line ble startet i 1972 av Ted Arison. Selskapet skiftet navn til Carnival Corporation i 1993. Carnival Corporation er et globalt cruiseselskap med 12 ulike merkenavn. De ulike merkenavnene er: Carnival Cruise Lines, Holland America Line,

4 Strategisk analyse

Princess Cruises, Seabourn Cruise Line, Windstar Cruises, AIDA Cruises, Costa Cruises, Cunard Line, P&O Cruises, Ocean Village, Swan Hellenic og P&O Cruises Australia.

Carnival er representert i alle kvalitetssegment av cruisemarkedet. I luksussegmentet konkurrerer Seabourn og Cunard Line. I premiumsegmentet finnes Holland American Line, i contemporarysegmentet Costa Cruises og Carnival. I tillegg finnes nisjeselskaper som Windstar. Totalt har disse merkenavnene 80 skip, og ytterligere 15 nye ventes levert mellom mai 2006 og høsten 2009.

USA er det klart største markedet for Carnival, men med sine datterselskaper er selskapet også dominerende i England, Tyskland og Nederland. Carnival har gått inn i det asiatiske markedet gjennom oppkjøpet av P&O Princess. Royal Caribbean er foreløpig ikke til stede i dette markedet.

Carnival Corporation common stock er notert på New York Stock Exchange (NYSE) under symbolet CCL. Carnival plc er notert på London Stock Exchange (LSE) under symbolet CCL og under symbolet CUK på NYSE.

Star Cruises

Star Cruises ble startet i 1993. Selskapet ønsket å utnytte Asias potensial som internasjonal cruisedestinasjon. På bare et tiår har Star Cruises blitt verdens tredje største cruiseleverandør. Star Cruises er den dominerende aktør i Asia og har etter kjøpet av Norwegian Cruise Line blitt store i Europa. Star Cruise har totalt en flåte på 22 skip. De ulike merkenavnene til selskapet er: Star Cruises, Norwegian Cruise Line, NCL America, Orient Lines og Cruise Ferries. NCL og Orient Lines har sitt største marked i Nord Amerika, men er også tilstedeværende i Europa, Sør Amerika og Asia.

Norwegian Cruise Line ble startet i 1966 og har blitt ett av de mest kjente merkenavn i det nordamerikanske cruisemarkedet. Norwegian Cruise Line konkurrerer i contemporarysegmentet.

4 Strategisk analyse

Orient Lines ble startet i 1993. Selskapet henvender seg til premiumsegmentet. Orient Line tiltrekker seg betalingsvillige passasjerer, som har erfaring med cruise fra før. Omtrent 75 % av passasjerene kommer fra Nord Amerika.

Økonomisk utvikling globalt

For Royal Caribbean utgjør det amerikanske markedet 75-80%, mens den øvrige delen hovedsaklig kommer fra Europa. Det er USA som tradisjonelt har vært det største cruisemarkedet, med totalt ni millioner passasjerer. Fokuset for selskapet i fremtiden er vekst i Europa ("30.000 norske på cruise i 2006", HegnarOnline, 27-02-06). Vi vil derfor se nærmere på hva Norges Bank antar om den økonomiske utviklingen i USA og Europa.

Rentemarkedet og konjunkturutsiktene i USA

Den amerikanske sentralbanken har siden juni 2004 hevet renten 14 ganger med til sammen 3,5 prosentpoeng. Langsiktige amerikanske renter er i dag invertert. Det vil si at for eksempel tiåring statsobligasjonsrente er lavere enn kortsiktige renter. Denne formen har historisk sett indikert økt sannsynlighet for resesjon (betydelig nedgang i økonomien). En forklaring på dette kan være at svakere vekstutsikter gir forventninger hos aktørene i markedet om lavere fremtidige kortsiktige renter.

Det er likevel flere indikatorer som indikerer fortsatt høy vekst. Aksjemarkedet i USA har hatt en stigende trend siden begynnelsen av 2003 og utviklingen støtter i liten grad troen på resesjon i amerikansk økonomi. En annen indikator på økonomisk vekst kan være rentedifferansen mellom foretaks- og statsobligasjoner. Rentedifferansen mellom obligasjoner med ulik kredittrisiko har falt de siste årene og viser ingen tegn til å øke. Økt rentedifferanse kan være indikasjon på redusert vekst.

Den amerikanske sentralbanken anslår at veksten blir rundt 3,5 prosent i år og 3-3,5 prosent i 2007. I februarutgaven av Merrill Lynch Global Fund Manager Survey svarer fondsforvaltere på spørsmål om sannsynligheten for resesjon. Andelen forvaltere som tror på resesjon de neste 12 månedene er i klart mindretall.

4 Strategisk analyse

Mange analyser peker på at utviklingen i boligmarkedet og i energiprisene utgjør to risikofaktorer for veksten. Et markert fall i boligprisene vil kunne øke husholdningenes sparing og dermed redusere deres konsum. En økning i energiprisene vil også kunne slå ut i lavere konsum og dermed lavere vekst. Dette kan forklare den fallende rentekurven i USA.

Langsiktige renter er nå historisk sett svært lave. En vanlig antakelse er at langsiktige renter kan ses på som gjennomsnittet av forventede fremtidige realrenter, inflasjon samt risikopremie som investor vil kreve fordi fremtidig renteutvikling er usikker (usikkerhet knyttet til inflasjon og vekst). De lave langsiktige rentene må trolig ses i sammenheng med reduserte risikopremier. Økt globalisering og sentralbankenes fokus på lav og stabil inflasjon, har medført at inflasjonen varierer mindre enn før. Markedsaktørene vurderer derfor risikoen for store svingninger i inflasjonen som forholdsvis liten. Et annet forhold som også har bidratt til lavere risikopremie er økt åpenhet fra den amerikanske sentralbanken om den pengepolitiske strategien.

I USA bidro privat konsum og private realinvesteringer til høy vekst i 2005. Investeringsveksten understøttes av god lønnsomhet i næringslivet. Konsumveksten ble holdt oppe av sterk økning i boligprisene. Også boliginvesteringene har økt. Husholdningenes sparerate har falt og er negativ. Selv om gjelden har økt raskt, har boligprisveksten bidratt til at verdien på husholdningenes nettoformue har økt.

Orkanene i høst dempet noe av veksten i både privat konsum og boliginvesteringer. Konsumet har tatt seg opp igjen mot slutten av fjoråret. Norges Bank legger til grunn at husholdningene i USA øker sparingen noe i fremtiden. Økt sysselsetting vil bidra til å holde veksten i konsumet oppe. Gjenoppbygging etter orkanene vil også bidra til økt aktivitet. Samlet sett legger Norges Bank til grunn at det blir en moderat avdemping av veksten fra i fjor til i år.

4 Strategisk analyse

Økonomiske utsikter for Europa

BNP- veksten i euroområdet ble forholdsvis lav også i 2005. Privat konsum vokste også lite i euroområdet i fjor. Veksten i Frankrike var om lag på gjennomsnittet, mens Spania vokste klart sterkere. Tyskland og Italia var blant landene hvor BNP vokste mindre enn gjennomsnittet for Euroområdet i 2005. Det er tegn til at veksten i Euroområdet vil ta seg opp. Industriproduksjonen øker, og samtidig peker en rekke indikatorer for aktivitet og tillit i næringslivet i retning av økt vekst. Til tross for svak BNP-vekst har arbeidsledigheten falt, og det er tegn til bedring i konsumentenes tillit. Det kan gi grunnlag for oppgang i privat forbruk. Samlet sett har Norges Bank en forventning om at veksten i BNP tar seg noe opp i tiden som kommer.

Veksten i Storbritannia var i fjor den laveste siden 1992. Dette skyldes spesielt lav vekst i privat konsum som ble påvirket av at økningen i boligprisene stoppet opp. Boligprisene økte også mot slutten av fjoråret og kan gi grunn for sterkere vekst i konsumet fremover. I Sverige tok aktiviteten seg opp gjennom 2005. Arbeidsmarkedet bedret seg noe mot slutten av fjoråret. Fremover legger Norges Bank til grunn at vekst i sysselsettingen vil gi grunnlag for at konsumet fortsetter å øke. Finanspolitikken ventes å stimulere aktiviteten fremover. I Danmark tiltok veksten i 2005. Realinvesteringene i næringslivet steg, samtidig som husholdningenes etterspørsel fortsatte å øke.

Risikomomenter

Det er store ubalanser i verdensøkonomien. Underskuddet på USAs driftsbalanse økte i 2005. Samtidig øker overskuddene i oljeeksporterende land og land i Øst-Asia. Selv om veksten ventes å avta i USA og øke i andre land, vil ikke ubalansene endres vesentlig. Skulle det oppstå store korreksjoner, vil dette føre til en vesentlig svakere utvikling enn vi har antatt ovenfor. En risiko er at husholdningene i USA øker sparingen markert. Dette vil svekke etterspørselen i USA og importen fra andre land. Svakere vekst i USA vil få betydning for svært mange land. Med en slik utvikling vil rentene kunne falle.

Andre forhold som kan gi en svakere internasjonal utvikling er blant annet en mulig opptrapping av konflikter i ulike deler av verden og terrorangrep. En eventuell pandemi

4 Strategisk analyse

med utgangspunkt i fugleinfluentaen kan i verste fall føre til et tilbakeslag i verdensøkonomien.

Konklusjon

Norges Bank legger til grunn vekst både i USA og Europa. Økt vekst i økonomien vil trolig bidra til økt omsetning for Royal Caribbean. I USA legger Norges Bank til grunn at økt sysselsetting vil øke konsumet. I tillegg har husholdningenes sparerate falt den senere tiden. Dette kan bidra til økt inntjening i det amerikanske markedet. I Europa har det også vært vekst i sysselsettingen og dette kan bidra til at den økonomiske veksten vil øke. Norges Bank legger også til grunn i sine analyser at det private konsumet vil øke. Det kan se ut til at vekst i fremtiden for Royal Caribbean i stor grad kan skje i det europeiske markedet.

4.1.2 Trusselen fra inntrengere

Med inntrengere mener man bedrifter som ikke er i bransjen i dag, men som har mulighet til å etablere seg dersom omgivelsene legger til rette for inngang. Andre aktører kan bli fristet til å gå inn i bransjen dersom selskapene har unormal høy avkastning. Bedriftene i bransjen vil ønske å beskytte seg mot nye aktører, da dette kan føre til redusert lønnsomhet. Risikoen for at inntrengere skal bli fristet til å gå inn i bransjen avhenger i stor grad av eventuelle inngangsbarrierer. Dersom etableringskostnadene er så høye for en potensiell inntrenger at nåverdien av å gå inn i markedet er negativ, vil ikke inntrengere være noen trussel for selskapene i bransjen. Inngangsbarrierer danner derfor en øvre grense for hvor lønnsom en bransje kan bli. Porter nevner ulike kilder til inngangsbarrierer (Porter, 2004):

Skalafordeler og kapitalbehov

Skalafordeler er at enhetskostnadene i produksjonen faller som en følge av at produsert volum øker (Porter, 2004). Cruisebransjen er preget av få, men store aktører som har stordriftsfordeler både på kostnads- og inntektssiden. De største selskapene er Carnival, Royal Caribbean og Star Cruises. Disse selskapene har kjøpt opp eller slått seg sammen

4 Strategisk analyse

med en rekke mindre cruiseselskaper. Stordriftsfordeler for etablerte aktører vil være et hinder for nyetablerere i bransjen. Sammenslåingene og oppkjøpene vil føre til at marginene vil være høyere enn i en bransje med mange små aktører. Regnskapsanalysen i kapittel 5 viser at Carnival har et stort fortrinn på kostnadssiden i forhold til Royal Caribbean. Stordriftsfordeler hos de største aktørene i cruisebransjen begrenser inngang, da det tvinger nykommeren til å investere i stor passasjerkapasitet. Nykommeren vil ha en kostnadsulempe dersom de velger å gå inn forsiktig. En nykommer tvinges i så fall til å starte i en nisje enten ved å betjene det smale luksussegmentet eller starte cruise til spesielle destinasjoner. Et annet alternativ er budgetsegmentet som ikke krever like stor kapitalbinding. Her kan man kjøpe brukte skip og satse på de mest kjente destinasjonene. Easy-cruise er et eksempel på en aktør som er i ferd med å trenge inn i markedet. Dette er spesielt en trussel i deler av volumsegmentet til Royal Caribbean International, men ikke for premiumsegmentet som Celebrity betjener.

Det innebærer stor risiko for nykommeren å etablere seg som en troverdig trussel mot de største selskapene i cruisebransjen siden kapitalbindingen er høy. Dette vil i seg selv være en inngangsbarriere. En stor del av kostnadene i bransjen er faste som for eksempel kostnader knyttet skip, mannskap, administrative kostnader og markedsføring. Det vil kreve høyt passasjerbelegg for å få dekket inn disse kostnadene. Inntrengerne blir i stor grad presset til å betjene små nisjer.

Produktdifferensiering

Merkekjenning utgjør en inngangsbarriere da inntrengere må bruke mye penger på å skape kundelojalitet (Porter 1992). Byttekostnader er engangskostnader dersom en kunde skal bytte fra en leverandør til en annen (Porter, 2004). For en rekke produkter må kundene sette seg inn i hvordan produktet skal brukes og hvilke muligheter det gir. Nye aktører i bransjen må overbevise kundene at deres produkt representerer en merverdi. Det vil være lave byttekostnader for sluttbrukeren å bytte fra Royal Caribbean til Carnival og omvendt. Selskapene prøver likevel å skape en tilknytning til kunden gjennom lojalitetsprogram. Royal Caribbean har en fordelsklubb som heter Crown & Anchor som

4 Strategisk analyse

skal belønne lojale kunder med gratis vinsmaking og bedre service under reisen. For å bli medlem i Crown Anchor må en ha reist med Royal Caribbean minst en gang tidligere. Medlemskapet blir oppgradert til platina ved 5 gjennomførte cruise og oppgradert til diamant etter 10 gjennomførte cruise. Platina- og diamantmedlemskap gir ytterligere medlemsfordeler enn vanlig gullmedlemskap. Royal Caribbean, Carnival, Star og de andre ledende cruiseselskapene har satset sterkt på å skape en merkevare. Dette vises i finansregnskapet som en immateriell eiendel, enten i form av merkevare eller goodwill som stammer fra oppkjøp. Produktdifferensiering vil være et etableringshinder for eventuelle nykommere i cruisemarkedet.

Adgang til distribusjon- og salgskanaler

Cruisereisene selges hovedsakelig gjennom reisebyråer, cruisespesialister og turoperatører. Dette mellomleddet mottar en relativt høy provisjon for å yte denne tjenesten. I cruisebransjen har man historisk sett vært avhengig av innpass hos reisebyråer for å få solgt reiser. Reisebyråene har stått for den viktigste delen av markedskontakten. Eksklusivavtaler og samarbeidsavtaler har vært et effektivt etableringshinder. Salgskonsulentene har stor påvirkningskraft i en salgssituasjon siden cruise er en stor investering for flestparten av kundene. Ekspertenes anbefaling vil være utslagsgivende for hva sluttkundene velger. Spesielt vil dette gjelde for førstegangsreisende. Cruise er et produkt som ikke kan prøves før kjøp og det finnes et stort utvalg av destinasjoner og prisklasser. De kundene som mangler erfaring og aldri har reist på cruise tidligere, kan føle seg usikre og dermed ha nytte av konsulentenes råd. Denne inngangsbarrieren er i ferd med å bygges ned som følge av at kundene kan bestille direkte på internett eller over telefon og at det er mer informasjon tilgjengelig på internett. Royal Caribbean har fått en IATA – godkjenning, som fører til at de kan selge flybilletter og dermed skreddersy sluttkundens reise. Det er en tendens til at reisebyråene distribuerer færre reiser enn tidligere, og provisjonen til byråene er vesentlig redusert. Adgang til distribusjons- og salgskanaler vil derfor bare være et svakt etableringshinder for nykommere.

Know-how

Know-how er kunnskap og informasjon som man ofte tar for gitt, men som trengs for å konkurrere til daglig i en bransje (Barney, 2002). Know-how bygges opp gjennom å konkurrere i cruisemarkedet i en årrekke Royal Caribbean har bygget seg opp en forståelse av hva kundene ønsker og hvordan de skal forholde seg til leverandører. Nye aktører mangler denne kunnskapen og det er kostbart å skaffe seg den nødvendige kunnskapen på kort tid. Know-how vil derfor være et etableringshinder i cruisebransjen.

Tilgang til essensielle fasiliteter

Cruiseselskapene trenger tilgang til havner eller tillatelse til å ankre opp utenfor en havn. De store cruiseselskapene har sine egne passasjerterminaler i en rekke havner, mens andre steder er det begrenset kapasitet og de må derfor søke om tilgang til andre selskapers fasiliteter. Selskapenes egne terminalfasiliteter kan utgjøre et etableringshinder for nye aktører dersom disse ikke kan lage sine egne eller blir nektet tilgang til eksisterende terminaler. Royal Caribbean eier i tillegg to øyer i Karibien. Det er lite trolig at nykommere vil få tilgang til disse øyene.

Konklusjon av trussel fra inntrengere

Den sterkeste etableringshindringen for å etablere seg i cruisebransjen vil være selskapenes merkevare. Den største trusselen vil derfor være selskaper som kan overføre sitt merkenavn fra en annen bransje til cruisemarkedet. Et eksempel på dette er EasyCruise som har overført sitt merkenavn fra flybransjen til å etablere seg i cruisebransjen. I tillegg vil stort kapitalbehov skremme aktører fra å etablere seg. Kapitalbindingen kan presse de nye aktørene til å finne nisjer, som ikke er i direkte konkurranse med de store aktørene. Regnskapsanalysen i kapittel 5 viser også at Carnival har en kostnadsfordel i forhold til Royal Caribbean. Tilgang til salgs- og distribusjonskanaler har tradisjonelt vært et effektivt hinder, men dette har endret seg i den senere tid som følge av at kunden kan bestille direkte over internett. Den siste viktige inngangsbarrieren er tilgang til essensielle fasiliteter som terminalfasiliteter og annen infrastruktur.

4.1.3 Rivalisering mellom aktørene

Rivalisering er intensiteten i konkurransen mellom etablerte bedrifter i en bransje (Porter, 2004). Priskrig, hyppig introduksjon av nye produkter, intense reklamekampanjer og andre raske reaksjoner på endret atferd i bransjen er eksempler på rivalisering som kan redusere lønnsomheten i bransjen. Det er tre faktorer som påvirker graden av rivalisering (Hill og Jones, 2001)

Industristruktur

En fragmentert bransje med mange små bedrifter vil ha hardere konkurranse enn en konsolidert bransje bestående av få og store aktører (Porter, 2004).

Bransjen har vært gjennom en konsolideringsfase de siste årene. Norwegian Cruise Line ble kjøpt opp av Star Cruises. P&O og Princess ble kjøpt opp av Carnival Corporation i 2003. Resultatet av dette er at bransjen fremstår med noen få store selskap som hver har en rekke forskjellige merkenavn. Carnival Corporation er verdens største cruiserederi med en markedsandel på ca 45 %. Den nest største er Royal Caribbean og Star Cruises på en tredje plass. Det vil være enklere å etablere og håndheve ”forståelse” av felles interesser i en konsolidert bransje, siden gevinsten av å avstå fra priskutt deles på færre. Færre aktører i cruisebransjen vil også gjøre det mindre sannsynlig at det er aktører som er misfornøyd med samarbeidet. Denne konsolideringen vil kunne bidra til redusert rivalisering og dermed økte marginer.

Etterspørsel

En økende etterspørsel etter produktene vil redusere rivaliseringen, mens en avtakende etterspørsel etter produktene vil være egnet til å skape økt konkurranse (Porter, 2004) Cruisemarkedet har vært preget av vekst i etterspørselen samtidig som tilbudsveksten har vært liten. Dette har ført til høyere priser på cruise. På verdensbasis er cruise den raskest voksende ferieformen ifølge Dagens Næringsliv. DnB NOR forventer at denne utviklingen fortsetter ettersom tilbudsveksten i 2006 også er lav (DnB NOR sin

4 Strategisk analyse

hjemmeside, www.dnbnor.no). Det blir stadig flere pensjonister i den vestlige verden og de er rikere enn tidligere. Fordelaktig demografisk endring i alder og inntekt kan gi bransjen sterk vekst i tiden fremover. Det er også en tendens til at den økte velstanden fører til at folk som jobber tar seg mer ferie. Tradisjonelt har cruise vært rettet mot de middelaldrende. De senere årene har cruiseselskapene aktivt henvendt seg mot et yngre marked. Målgruppen for Royal Caribbean International er familier, par og enkeltpersoner i 30-50 årene. Det er spesielt økt satsing på aktiviteter om bord på skipene som har tiltrukket seg barnefamiliene. Barneklubber, ungdomsklubb, badeanlegg med sklier og vannaktiviteter har resultert i at gjennomsnittsalderen har sunket med 10 år til ca 40 år. Selskapene har dermed funnet et nytt marked som er i sterk vekst. Vekstutsiktene i bransjen er lyse.

Høye faste kostnader og overkapasitet kan føre til hard konkurranse. Jo større andel faste kostnader, dess større prisfall ved ledig kapasitet. I cruiseindustrien vil en økning i kapasitet skje ved at man kjøper nye skip. Økt kapasitet vil derfor skje i store mengder av gangen. Bestilling av skip vil skje flere år i forkant av levering og bransjen kan derfor oppleve en periode med overskuddskapasitet etter at alle aktørene har investert i nye skip. Dersom etterspørselen stagnerer i perioden fra skipet er bestilt til det leveres, kan det friste aktørene til priskrig for å fylle skipene. Alle de ledende rederiene har igangsatt bygging av nye skip. Økningen i etterspørsel etter cruise fører til at aktørene ikke trenger å stjele kunder fra hverandre for å vokse selv om kapasiteten har økt. Toppsjefen i Royal Caribbean kan konstatere at selskapet klarer å dekke etterspørselen og holde prisene relativt stabile. Etter terrorangrepet 11. september har det vært en kapasitetsøkning på 26 prosent. Bransjen har unngått negativ spiral med priskutt og fallende lønnsomhet, selv om det har vært en stor økning i kapasitet (Aftenposten 11.02.2004).

Utgangsbarrierer

Kapitalbinding utgjør en utgangsbarriere da det kan være vanskelig å frigjøre kapitalen uten vesentlig verdiforringelse. Årsaken til dette er at skipene kan ha liten verdi for andre formål enn cruiseferie. Dersom det er vanskelig å komme seg ut av bransjen når

4 Strategisk analyse

lønnsomheten svekkes, kan det føre til at aktører driver videre i stedet for å legge ned. Lønnsomheten i bransjen vil dermed svekkes hurtigere enn ved rask sorti av de ”svakeste” aktørene. Dersom etterspørselen skulle begynne å synke, kan ikke store aktører legge ned midlertidig og komme tilbake når lønnsomheten bedres. Dette skyldes at relasjonsspesifikke investeringer i bygging av merkenavn ikke vil bestå dersom en aktør trekker seg ut av markedet. Som nevnt tidligere har de store aktørene lagt ned store investeringer i bygging av merkenavn. En vesentlig utgangsbarriere vil også være oppsigelse av de ansatte, som har ulike former for stillingsbeskyttelse. Mannskapet har riktignok ikke samme rettigheter som personalet som jobber i land, siden skipene er registrert i Liberia. Dette gjelder imidlertid alle cruiseselskapene og er ikke unikt for Royal Caribbean.

Differensiering

Homogene produkter kan friste aktørene i bransjen til å senke prisen slik at man øker markedsandelen. Produktdifferensiering kan flytte fokuset fra pris til produktattributter. Cruiseselskapene forsøker å differensiere på kvalitet og servicegrad gjennom ulike typer skip og størrelse på besetning per passasjer. Celebrity har mindre, men mer eksklusive skip enn Royal Caribbean International. De har også en høyere servicegrad. En annen dimensjon er destinasjoner. Celebrity forsøker også å skille seg ut ved å satse på bedre kvalitet på maten. De store selskapene i cruisebransjen har beholdt de forskjellige merkenavnene etter konsolideringen. Dette indikerer at bransjen satser på differensiering. Omtrent halvparten av Royal Caribbeans gjester har vært på cruise før, og omlag 25 prosent har seilt med Royal Caribbean tidligere. Royal Caribbean har en av de høyeste prosentene av tilbakevendende passasjerer i sitt markedssegment. Dette tyder på en viss merkeloyalitet blant kundene. De ulike merkevarer i cruisebransjen kan gi bedre marginer enn om kundene anser produktene for å være like.

4.1.4 Kundenenes forhandlingsmakt

Forhandlingsmakt refererer til kundenes evne til å forhandle ned prisene eller å øke kostnadene i en bransje ved å kreve bedre kvalitet og/eller bedre service uten priskompensasjon. Kunder med stor forhandlingsmakt kan også spille konkurrentene opp mot hverandre. Slike kunder kan redusere lønnsomheten i en bransje og anses som en risiko (Porter, 2004)

Små volum relativt til Royal Caribbeans salg

I cruisebransjen kan man se på både reisebyråer og sluttbrukeren som kunder. Sluttbrukeren har svært lav forhandlingsmakt overfor selskapene, siden deres kjøp av reiser er relativt små relativt til Royal Caribbeans totale salg av cruisereiser. En stor del av sluttbrukerne har dessuten svært stor betalingsvilje. Dette gjelder spesielt luxurysegmentet. Større reisebyråer kan derimot forhandle seg frem til en større provisjon ved salg av reiser. Dessuten kan større reisebyråer som forhandler flere av de konkurrerende cruiseselskaperes reiser, favorisere Carnival eller Star i en salgssituasjon. Konsulentene kan anbefale et cruise med disse selskapene fremfor Royal Caribbean. Reduserte provisjoner for reisebyråene som følge av økt bestilling av reiser over internett tyder likevel på at forhandlingsmakten til byråene er redusert. Verdien av de tradisjonelle reisebyråene er likevel enorm for cruiseselskapene da onlinesalg i dag bare utgjør omkring 8 % av totalt volum. Kjøperne kan finne mye informasjon ved å surfe på de ulike selskaperes hjemmesider og sammenlikne pris og egenkaper ved de ulike produktene. Reiser er generelt billigere å bestille direkte på internett enn å bestille gjennom et reisebyrå. Kjøp over internett vil sannsynligvis øke i fremtiden. Reisebyråenes forhandlingsmakt vil således reduseres.

Differensierte produkter

Vi nevnte under avsnittet om rivalisering at selskapene forsøker å differensiere seg gjennom ulike konsept. Differensiering kan være destinasjoner, kvalitet på skip, mat og

service eller aktiviteter om bord. Ulike produkter vil redusere kundenes forhandlingsmakt og deres mulighet for å spille konkurrentene opp mot hverandre.

4.1.5 Leverandørens forhandlingsmakt

Sterke leverandører kan skvise lønnsomheten i en bransje gjennom å øke prisen på innsatsfaktorer eller øke kostnadene i bransjen på annen måte, for eksempel ved lav kvalitet eller dårlig service (Porter, 2004).

Stor forhandlingsmakt er kjennetegnet ved at få og store bedrifter dominerer blant leverandørene og at disse er mer konsentrert enn bransjen det leveres varer til. De ansatte både på land og besetning om bord på skipene bør inkluderes som leverandører i cruisebransjen. Besetningen om bord er som regel uorganiserte arbeidere og har derfor lav forhandlingsmakt. Det er dessuten et internasjonalt arbeidsmarked for sjømannskap og dette gjør det enklere å finne arbeidere som godtar lav lønn. Cruiseselskapene kan ansette arbeidere fra land med lavere lønninger. De ansatte om bord på skipene har derfor lav forhandlingsmakt.

De ulike cruiseselskapene benytter seg av de samme verftene som leverandør av nye skip. Eksempler på leverandører av skip er Aker Yards, Fincantieri og Chantiers de l'Atlantique. Cruiseselskapene legger stor vekt på forhandlinger med verftet og utvikling av båtene. Båtene blir spesiallaget for det aktuelle cruiseselskapet og dette fører til byttekostnader for selskapene. Disse kostnadene oppstår fordi produktspesifikasjonene binder kjøperen opp til spesielle leverandører. Det er vanlig at cruiseselskapet får opsjon på å bestille flere skip av samme type etter en bestilling av et spesialtilpasset skip.

Royal Caribbean har jobbet tett med Aker Yards i Finland under utviklingen av det nye cruisekonseptet Freedom of the Seas. Det første skipet er allerede levert i april 2006. Freedom of the Seas er foreløpig verdens største cruiseskip, med en kapasitet på 3.600 passasjerer. Det 339 meter lange skipet er på 158.000 bruttotonn og har et dekkareal på 165 mål. Ytterligere to skip er i bestilling og skal leveres i 2007 og 2008. I tillegg har

4 Strategisk analyse

Royal Caribbean samarbeidet med Aker Yards i utviklingen av et nytt konsept som går under betegnelsen Genesis. Genesis blir verdens største og dyrest skip - uansett type (www.tu.no, 06.02.2006). Skipet vil være 43 % større enn Freedom of the Seas. Genesis vil ha en kapasitet på 5.400 passasjerer. Det vil være 360 meter langt, 47 meter bredt og rage 65 meter over vannlinjen. Bruttotonn vil være 220.000. Genesis vil være klar til levering i løpet av 2009 og Royal Caribbean har opsjon på ytterligere ett skip av denne typen.

Royal Caribbean viderefører med dette et 35 år langt samarbeid med Aker Yards. Aker Yards har totalt levert 11 skip til Royal Caribbean. Royal Caribbean er avhengig av Aker som leverandør av spesialkonstruerte skip. På den annen side er cruiseselskapene viktige kunder hos verftene og deres lønnsomhet avhenger i stor grad av bestillinger av nye skip. Verftene vil derfor ønske å beholde cruiseindustrien gjennom fornuftig prissetting og være aktiv i utviklingen av nye skip og konsept. Det kan derfor synes som verftsindustrien ikke er noen trussel for cruiseselskapene.

Drivstoff er en stor kostnadspost for cruiseselskapene. Markedet for drivstoff er effisient. Det betyr at ingen av selskapene har noen markedsrett over leverandørene. Lønnsomheten for aktørene i bransjen vil avhenge sterkt av oljeprisen, men aktørene kan sikre seg mot svingninger ved å handle derivater. Leverandørmakt er ingen trussel for bransjen da alle har lik mulighet for å handle innsatsfaktorer til markedspris.

4.1.6 Substitutter

Substitutter er produkter som kan dekke kundens behov på en alternativ måte (Porter, 2004). Nære substitutter er en konkurransemessig trussel fordi de begrenser prisen selskaper kan ta for sine produkter og dermed bransjens lønnsomhet. De produkter som gir et bedre pris/attributt-forhold enn bransjens produkter, eller er produsert av aktører i bransjer med bedre lønnsomhet, utgjør den sterkeste trusselen.

4 Strategisk analyse

Cruise er en ferieform som kan substitueres med svært mange andre typer reiser. Nærliggende substitutter vil her være opplevelsesreise, storbyferie og badeferie. På den annen side har cruise et konkurransefortrinn ved at passasjerene kan våkne opp til en ny havn hver morgen, uten at de må pakke om og bruke ferien på å forflytte seg. Passasjerene kan bruke reisen fra en destinasjon til en annen til å bade, shoppe, spise, trene og bli underholdt. Som vi nevnte under avsnittet om rivalisering har Royal Caribbean en av de høyeste gjenkjøpsratene i bransjen og denne kundelojaliteten kan redusere trusselen fra substitutter. Mindre nærliggende substitutter til cruise vil være nedbetaling av lån eller investering i feriebolig. Vi kan konkludere med at substitutter kan være en trussel for bransjen, særlig på sikt.

4.2 Internanalyse - analyse av konkurransefortrinn og ulemper

4.2.1 Generiske strategier

Dersom Royal Caribbean oppnår bedre lønnsomhet enn de andre aktørene i bransjen, skyldes dette at de er flinkere til å skape verdier. Verdier skapes gjennom tre generiske strategier. Kostnadslederskap er å lage et likeverdig produkt, men til en lavere kostnad. Differensiering er å lage et bedre produkt, men til en kostnad som ikke overstiger kundenes økte betalingsvilje. Fokusering er å betjene et segment bedre enn andre aktører. Dette kan gjøres enten ved differensiering eller kostnadslederskap.

Kostnadslederskap i cruisebransjen

EasyCruise er en nystartet lavkostnadsaktør i cruisebransjen og er eid av Europas ledende lavkostnadsflyselskap, EasyJet. EasyCruise seiler i Middelhavet om sommeren og Karibien om vinteren. EasyCruise lanserte første budget-cruise sommeren 2005. Deres strategi er å utfordre de etablerte aktørene med lavere priser. EasyCruise henvender seg til volummarkedet og til yngre passasjerer. Selskapet er derfor en utfordrer til contemporarysegmentet der Royal Caribbean International og Carnival konkurrerer. EasyCruise er derimot ingen trussel for de mer lukrative premium- og luksussegmentene. EasyCruise satser på enkle prinsipper, som internettbodyking og færre aktiviteter om bord

4 Strategisk analyse

på skipet. For å veie opp for færre aktiviteter om bord ligger skipene lenger i havnene slik at passasjerene i stedet kan benytte seg av aktivitetstilbudet i land.

Kostnadslederskap krever kontinuerlig effektivisering av produksjonen. Dette krever streng kontroll med kostnader i administrasjon, forskning og utvikling, salg og reklame. En posisjon som kostnadsleder i cruisebransjen fører til at EasyCruise kan få en avkastning som ligger over gjennomsnittet i bransjen, selv om det finnes sterke konkurransekrefter. Posisjonen beskytter mot rivalisering, fordi lavere kostnader betyr at man fortsatt kan være lønnsom etter at de andre aktørene har konkurrert bort sin profitt. En kostnadsleder kan beskytte seg mot kjøpere med forhandlingsmakt siden disse bare kan forhandle ned prisen til nivået for den nest effektive aktøren. Lavkostnadsaktører kan overkomme trusselen fra leverandører siden lavkostnadsaktøren er mer fleksibel i situasjoner der innsatsfaktorer øker i pris. EasyCruise er derfor en sterk utfordrer mot aktørene i bransjen på grunn av sitt fortrinn på kostnadssiden. Carnival har også et fortrinn på kostnadssiden som vi vil analysere nærmere i regnskapsanalysen. Dette danner et etableringshinder for inntrengere.

Differensiering i cruisebransjen

De store aktørene i bransjen som Royal Caribbean, Star og Carnival forsøker å konkurrere på andre dimensjoner enn pris. Royal Caribbean ønsker å skape et konkurransefortrinn ved å øke kundens opplevelse av cruise relativt til andre konkurrenters cruise eller andre ferieformer. Differensiering kan nøytralisere sterke konkurransekrefter og utnytte svake. Differensiering reduserer rivaliseringen mellom aktørene i cruisebransjen, fordi merkeloyaliteten hos kundene fører til lavere prissensitivitet. I tillegg vil en differensieringsstrategi øke marginen slik at fokuset på kostnadsminimering kan reduseres i forhold til en kostnadslederstrategi. Et unikt produkt fører til at kundene mangler sammenliknbare alternativer og er derfor bedre posisjonert til å takle trusselen fra substitutter. Kundelojaliteten skaper også som vi nevnte i eksternanalysen et etableringshinder for inntrengere, siden disse må overkomme fortrinnet i tillegg til de vanlige kostnadene som oppstår ved å gå inn i bransjen.

4 Strategisk analyse

Differensiering øker marginen og dermed bedres muligheten for å absorbere prisøkning fra verft som utøver forhandlingsmakt. Prisøkning på innsatsfaktorer må kanaliseres til kundene gjennom økte priser på cruise. Siden Royal Caribbean har et differensiert produkt, har kunden færre alternativer og er derfor villig til å betale en høyere pris. På den annen side er dette en trussel for Royal Caribbean, siden leverandørene kan bli fristet til å øke sin fortjeneste.

Royal Caribbean International har som tidligere nevnt sitt primære segment i volummarkedet. Merkenavnet er posisjonert i øverste kvalitet i volummarkedet og kan tiltrekke seg kunder fra premium-markedet. Den nye typen skip er laget for å kunne tilby mer innholdsrike ferier for familier og passasjerer som ønsker mer underholdning og sportslige aktiviteter. Royal Caribbean International ønsker derfor å differensiere seg ved hjelp av ulike egenskaper ved produktet. Royal Caribbean skaper også produkt-differensiering gjennom første-trekk-fordel, det vil si å introdusere et nytt konsept før andre selskap i bransjen. Royal Caribbean, Norwegian Cruise Line og Disney Cruise er blant de første som satser på familier og yngre passasjerer.

En mulighet til å få sine produkter til å fremstå som differensierte er å skape et inntrykk av eksklusivitet, men dette er ofte i konflikt med ønske om en høy markedsandel. Celebrity posisjonerer seg mot premiumsegmentet innen cruisereiser. Dette er et mindre, men mer betalingsvillig segment. Celebrity har et rykte blant kunder for å ha høy kvalitet. Selskapet ønsker å tiltrekke seg kunder som ønsker en ferieopplevelse med bedre båter, høy matstandard, luksuriøse spa-fasiliteter, større rom og høyere servicegrad. Celebrity tilbyr også spesielle destinasjoner som de andre konkurrentene ikke tilbyr, deriblant Alaska og Galapagos.

Fokusering i cruisebransjen

Et fokusert foretak velger å konsentrere seg om et eller flere segment i bransjen. Foretaket ønsker å betjene disse segmentene så godt at konkurrentene, som betjener et bredere marked, utelukkes. Fokuseringsstrategien baserer seg på å møte forskjeller

4 Strategisk analyse

mellom segmenter, enten i behov, produksjon eller leveringsmåte bedre enn konkurrentene eller gjennom lavere kostnader ved å betjene et segment. Selskaper som klarer å fokusere på gunstige segment hvor de har konkurransefortrinn, har potensial for å oppnå lønnsomhet over gjennomsnittet i bransjen. Fokusering kan brukes til å velge markeder som er mindre sårbare overfor substitutter eller markeder der konkurransen er svak.

Royal Caribbean henvender seg til ulike segment med ulike produkter, altså en kombinert differensierings- og fokuseringsstrategi. De ønsker å henvende seg til volumsegmentet med Royal Caribbean Internasjonal. Dette produktet appellerer til en bred aldersgruppe, alt fra par til barnefamilier. Dette er segmentet med størst konkurranse og det er her faren for priskonkurranse er størst ved en eventuell overkapasitet i bransjen.

Celebrity henvender seg til premiumsegmentet der de forsøker å etterkomme de erfarne cruisepassasjerenes ønsker. Dette er et mindre segment, men kundene er mer betalingsvillige. Dette segmentet er mer beskyttet mot konkurransekraftene.

Internanalyse tar utgangspunkt i at selskaper konkurrerer med ulike ressurser og analyserer om disse kan gi grunnlag for en midlertidig eller varig meravkastning. Gode bedrifter har noen spesielt verdifulle ressurser som ikke lett lar seg kopiere av konkurrentene. Disse ressursene går under mange navn i strategilitteraturen, men vi vil i det følgende kalle disse for strategiske ressurser. Ikke alle ressurser som et selskap besitter, er like viktige. For å gi opphav til varige konkurransefortrinn, må en ressurs oppfylle fem krav (SVIMA-analyse). Konkurransefortrinn kan defineres som de aktivitetene et foretak gjør bedre enn andre foretak i samme bransje (Barney 2002). Royal Caribbean vil inneha et eller flere konkurransefortrinn dersom de oppnår bedre avkastning enn gjennomsnittet i markedet (Hill og Jones, 2004).

4.2.2 Konkurransefortrinn hos Royal Caribbean

En bedrifts konkurransefortrinn stammer fra fire ulike kilder (Hill & Jones, 2004):

Kostnadsstruktur: Sammensetning og nivå på kostnader

Innovasjon: Fremstillingen og tilbudet av produkter

Kvalitet: Både i hvilken grad et produkt samsvarer med spesifikasjonene og grad av samsvar med kundens behov (Stemsrudhagen, 1998)

Kundeorientering: Hvordan bedriften forholder seg til og behandler kunder

Royal Caribbean satser på en kombinert differensierings- og fokuseringsstrategi og dermed er innovasjon, kvalitet og kundeorientering viktige konkurransefortrinn.

Innovasjon

Royal Caribbean International fortsetter innovasjonen blant verdens cruisereederier ved å bestille et nytt spektakulært skip. Under prosjektnavnet Genesis vil skipet som blir på 220.000 tonn romme hele 5.400 gjester. Skipet bygger på det beste fra skipene i Voyager- og Freedom-klassen. Voyager er den typen skip som er bygget før Freedom konseptet ble utviklet. Dette prosjektet vil gi Royal Caribbean plass til å skape ytterligere nye aktiviteter og fasiliteter for å øke gjestenes totale cruiseopplevelse. Energiforbruk er også blitt høyt prioritert i dette prosjektet, blant annet er det gjort store endringer i forhold til design av skroget, klimaanlegget, og anlegget som produserer ferskvann ombord. Royal Caribbean utfordrer bransjen med nye og banebrytende aktiviteter som for eksempel surfebølgen om bord på "Freedom of the seas". I tilknytning til surfebassenget ligger bølgebassenget som vil skape entusiasme blant barnefamiliene. Rundt bassengene finnes vannskulpturer, geysirer og vannstråler som barna selv kan dirigere retningen på. Om natten gjøres bassengområdet om til en stemningsfull skulpturpark ved hjelp av belysning og det blir en stor utendørs nattklubb med barer og dansegulv mellom bassengene. En annen innovasjon om bord på "Freedom of the Seas" er de to boblebassengene som "henger" på utsiden av skipet. Bassengene strekker seg fire meter ut over begge sider av skipet, med utsikt til havet 34 meter nedenfor. Presidenten i Royal Caribbean International, Adam Goldstein, er meget optimistisk med hensyn til fremtiden for

4 Strategisk analyse

bransjen. Han mener at selv etter 40 år er dette en ung industri. Tendensen gjennom disse årene er at det blir stadig større skip. Han mener denne utviklingen vil fortsette og at det blir flere skip om fem og ti år enn det er i dag. Skipene blir stadig mer ekstreme og dette skyldes teknologisk utvikling ("Cruise er fremtiden", DN 27.04.2006).

Kvalitet

Spesielt Celebrity holder et høyt servicenivå og det er flere besetningsmedlemmer per passasjer enn i andre selskaper. Celebrity satser på høy kvalitet på maten, design av skipene, romslige lugarer, høflighet hos besetningen og bygger på det tradisjonelt cruise er kjent for. Celebrity ønsker å være en trendsetter når det gjelder kokkekunst og service, og har fått flere utmerkelser og rosende ord fra matkjennere. Celebrity stiller høye krav til ingredienser og tilbereder alt fra grunnen av med bare ferske varer, friske urter, møret kjøtt og fersk fisk. Sjefskokk Michel Roux har komponert skipets prisvinnende menyer og vinkart og bistått ved opplæringen av det overordnede restaurantpersonalet. Michel Roux er én av Storbritannias mest berømte franske kokker, og har vunnet en rekke medaljer, priser og utmerkelser fra verdens mest fremtredende matinstitusjoner. Hans restaurant, The Waterside Inn i Bray i England, er tildelt tre stjerner i den prestisjetunge Michelin-guiden.

Kundeorientering

Alle Royal Caribbeans skip tilbyr et stort utvalg i aktiviteter og variert underholdning. Gjestene velger selv om de vil ha en rolig tilbaketrukket ferie eller være med på aktiviteter. På alle skipene i Radiance- og Voyagerklassen finnes det for eksempel både klatrevegg og basketballbane, store aktivitetsområder for barn med vannrutsjebane og egne aktiviteter. Aktivitetene om bord er tilpasset barnas alder og delt inn i aldersgrupper. Omtrent samtlige skip har fått nye ungdomssentre. De tre største skipene "Voyager", "Adventure" og "Explorer" tilbyr 16.000 kvm til barn og ungdom, mens skipene "Navigator" og "Mariner" har hele 22.000 kvm til rådighet for denne gruppen. Carnival og Star tilbyr til sammenlikning 1800-6000 kvm. Dette viser hvordan Royal Caribbean tilpasser skipene for å tiltrekke seg barnefamiliene.

4.2.3 SVIMA - rammeverk: Strategisk viktige ressurser

Rammeverket er strukturert som en serie av spørsmål som skal stilles angående aktivitetene selskapet engasjerer seg i. Analyseverktøyet stiller krav til at ressursene skal være:

Sjelden

Det alle i markedet har i lik mengde og kvalitet kan ikke forklare forskjeller i lønnsomhet. Varige konkurransefortrinn må baseres på ressurser som er sjeldne.

Viktig

Forskjeller mellom bedrifter kan ha trivielle, men også negative effekter på lønnsomheten. En ressurs er viktig dersom den har en stor effekt på kunders betalingsvilje eller effekt på kostnadene ved å betjene kunder.

Ikke-imiterbar

For at de sjeldne og viktige ressursene skal bestå, må det være vanskelig for konkurrenter å skaffe seg de samme eller tilsvarende ressurser. Konkurrentene står derfor overfor en kostnadsulempe ved å skaffe eller utvikle en slik ressurs selv. Anskaffelse kan skje gjennom imitasjon eller substitusjon.

Mobilisert

Bedrifter kan være i besittelse av verdifulle ressurser uten at dette medfører unormalt høy verdiskapning. Bedriften trenger derfor strategier som utnytter ressursene effektivt.

Approprierbar

Selv om en bedrift har høy verdiskapning, er det ikke gitt at bedriften klarer å beholde denne. Ansatte, kunder, leverandører eller andre samarbeidspartnere kan lykkes i å kapre vesentlige deler av verdiskapningen.

4.2.4 Strategiske ressurser hos Royal Caribbean

Merkevare og kunderelasjoner

Royal Caribbean driver bevisst merkevarebygging og har skaffet seg en solid markedsposisjon som nummer to i bransjen etter Carnival. Royal Caribbean har skapt et rykte hos kundene som en leverandør av cruise med høy kvalitet. Dette kan utnyttes ved å introdusere flere produkter under samme merkenavn. Varemerket kan være en inngangsport til flere markeder, for eksempel flere destinasjoner eller konsept. Royal Caribbean har som nevnt bedre gjenkjøpsrater enn konkurrentene. Dette skyldes gode kunderelasjoner. Ifølge hjemmesidene til selskapet har 25 % av passasjerene reist med selskapet ved en tidligere anledning. Det finnes ikke et velfungerende marked for relasjonskapital og et godt renommé er derfor vanskelig for konkurrentene å kopiere. Et godt renommé gir dessuten økt betalingsvilje hos kundene og dermed økt lønnsomhet hos Royal Caribbean.

Forhold til leverandører

Royal Caribbean har et langt samarbeid med leverandørene om design og produksjon av innovative skip. Royal Caribbean har utnyttet denne ressursen til å skape nye markedsmuligheter, spesielt overfor barnefamilier og passasjerer som ønsker en mer aktiv og opplevelsesrik ferie. Forholdet til leverandørene er verdifull ressurs for Royal Caribbean, siden dette øker inntektene. Forholdet til verftene er sjeldent, da få av konkurrentene kan vise til et 35 år langt samarbeid med sine leverandører. Det er vanskelig for andre selskap å kopiere eller imitere de nye skipene uten å stå overfor en kostnadsulemp. Royal Caribbean har skaffet seg en første-trekk-fordel.

Tilgang til distribusjonskanaler

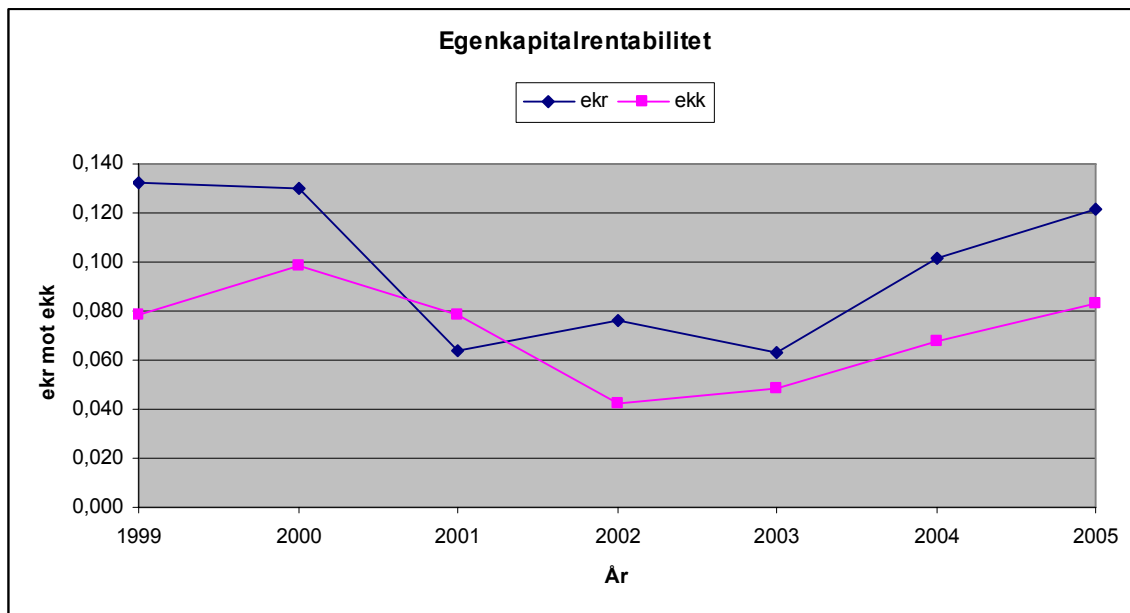
Innpass hos reisebyråer og andre som formidler reiser er et konkurransefortrinn for Royal Caribbean og andre etablerte aktører. Dette fører til at inntrengere må skape sine egne kanaler.

4 Strategisk analyse

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Vanskelig å imitere	Utnyttet i organisasjonen	Implikasjoner for konkurransen	Økonomisk avkastning
Merkevare	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig fortrinn	Over gj.snittet
Forhold til leverandør	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig fortrinn	Over gj. snittet
Salgskanal	Ja	Nei	Ja	Ja	Konkurranseparitet	Gj. snitt

Tabell 4.2.4.1 Svima analyse Royal Caribbean

4.3 Konklusjon på strategisk analyse



Figur 4.3.1 Egenkapitalrentabilitet og krav

Grafen over viser egenkapitalrentabilitet mot kravet i perioden 1999 – 2005. Denne er hentet fra 5.7.2 Lønnsomhetsanalyse. Vi ser at rentabiliteten har vært vesentlig bedre enn kravet i alle årene, bortsett fra 2001. Det kan dermed synes som om Royal Caribbean hadde en strategisk fordel i denne perioden. Det er avgjørende for Royal Caribbeans lønnsomhet i fremtiden hvorvidt strategien de følger er effektiv. Med effektiv strategi mener vi at den må være tilpasset bransjen. Den skal nøytralisere truslene og utnytte mulighetene i omgivelsene. Ut fra den eksterne bransjeanalysen er det etter vår vurdering

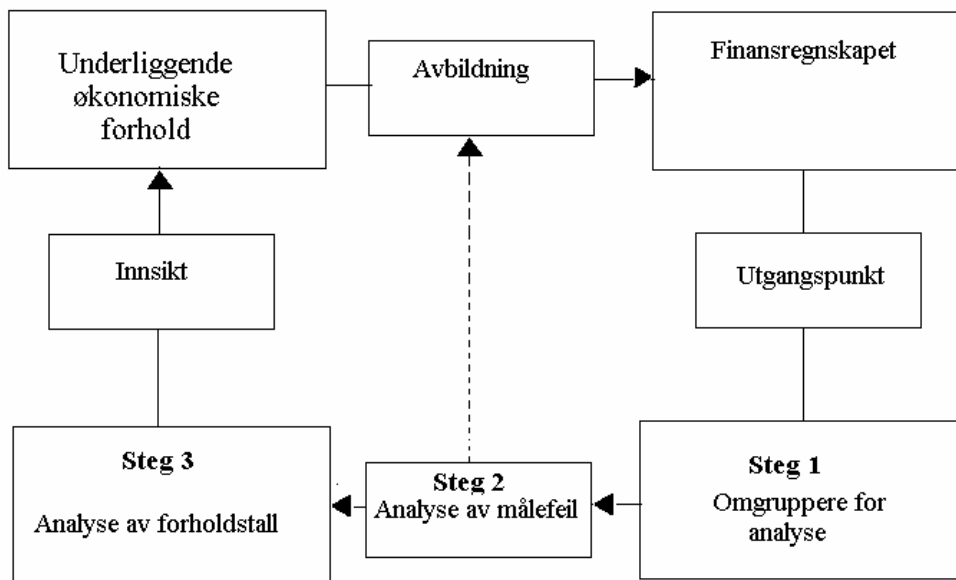
4 Strategisk analyse

svært sannsynlig at avkastningen i bransjen også i fremtiden kan ligge over kravet. Det er spesielt etableringshindringer som fører til at aktørene kan høste unormal høy avkastning. Etableringshindringer i bransjen er: merkenavn, relasjoner med reisebyråene, kontroll over passasjerterminaler og infrastruktur i havneområder.

Internanalysen belyste ulike kilder til konkurransefortrinn hos Royal Caribbean. Kildene er kvalitet, innovasjon og kundeorientering. Ressurser som underbygger disse konkurransefortrinnene er merkevaren, forholdet til leverandørene og salgskanalene. Disse ressursene er sjeldne, viktige, vanskelige for konkurrentene å imitere og er godt forankret i organisasjonen. Ressursene utnytter muligheter i markedet og beskytter mot konkurranse. Ressursene har dermed potensial for å gi Royal Caribbean en fremtidig avkastning på egenkapitalen som overstiger kravet.

5 Regnskapsanalyse

Formålet med regnskapsanalysen er å avdekke underliggende økonomiske forhold. Dette gjøres på grunnlag av ekstern informasjon i form av årsrapporter og annen kunnskap om bedriften som analyseres. Fokus i regnskapsanalysen vil være bedriftens historiske utvikling i den valgte analyseperioden. Vi vil gjennomføre regnskapsanalysen i forhold til rammeverket vi har presentert under.



Figur 5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse (BUS424 notater, 2004)

5.1 Forutsetninger for analysen

5.1.1 Analysenivå

Royal Caribbean har to forretningsområder: Royal Caribbean International og Celebrity Cruises. Det optimale vil være å analysere disse hver for seg, men av praktiske hensyn velger vi å analysere selskapet på konsernnivå. Dette gjelder også for Carnival. Dette skyldes at tilgangen på regnskapsinformasjon for hvert av områdene er begrenset, da man etter regnskapsstandarden USGAAP kan rapportere segmenter samlet.

5.1.2 Analyseperiode

Valg av analyseperiode vil avhenge av selskapets stabilitet, samt tilgangen til regnskapsinformasjon. Der virksomheten har vært stabil over lenger tid, bør det velges en relativt lang analyseperiode, slik at man får en lang tidsserie til forholdstallsanalysen. For selskaper der virksomheten har vært labil, vil det være bedre å velge en relativt kort analyseperiode på grunn av liten relevans i de historiske tall for dagens drift.

Royal Caribbean har drevet med cruisereiser slik vi kjenner selskapet i dag siden 1969. Bedriften ble børsnotert i 1993 og har tilgjengelige årsrapporter på sine hjemmesider fra 1996. Carnival har tilgjengelige årsrapporter fra 1997. Vi velger å analysere en syvårsperiode fra 1999 til 2005 som analysegrunnlag. Dette innebærer at vi i oppstillingen av regnskapet tar med tall fra og med 1998, da deler av forholdstallsanalysen baserer seg på gjennomsnittsverdier.

5.1.3 Bransjeanalyse

For å oppnå en best mulig regnskapsanalyse av Royal Caribbean og danne et bedre grunnlag for fremtidsregnskap har vi gjennomført tilsvarende analyse for et sammenliknbart selskap, Carnival Corporation. Vi har valgt dette selskapet fordi det er den største aktøren i cruisebransjen. Selskapene ligger også svært nær hverandre når det gjelder valg av strategi. Selskapene opererer i de samme segmenter og geografiske marked. Gjennomsnittet av selskapene vil utgjøre en målestokk ved forholdstallsanalysen.

5.2 Presentasjon av årsregnskap

Årsregnskapet til Royal Caribbean er presentert nedenfor. For Carnival presenteres resultatregnskap, balanse og endring i egenkapital som vedlegg. Årsregnskapet er oppstilt slik tallene presenteres i årsrapporten.

5 Regnskapsanalyse

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Passasjer billettinntekter			2427944	2589942	2775055	3359201	3609487
+ Inntekter om bord			717306	844405	1009194	1196174	1293687
= Driftsinntekter	2546152	2865846	3145250	3434347	3784249	4555375	4903174
Kommisjoner med mer			726516	669177	684344	822206	858606
+ Onboard-kostnader			179882	208231	249537	300717	308611
+ Lønn og sosiale kostnader			283919	314370	426462	487633	510692
+ Mat			216136	255703	239483	269436	270674
+ Andre driftskostnader			527938	665736	781209	939391	1045649
= Driftskostnader	1496252	1652459	1934391	2113217	2381035	2819383	2994232
Markedsføring, S&A	371817	412799	454080	431055	514334	588267	635308
Avskrivninger	197909	231048	301174	339100	362695	394136	402069
= Driftsresultat	480174	569540	455605	550975	526185	753589	871565
+ Renteinntekter	8182	7922	24544	12413	4519	9208	9129
- Rentekostnader	130625	154328	253207	266842	268398	309977	269750
+ Andre inntekter (kostnader)	26122	22229	27515	54738	18358	21871	52521
= Ordinært resultat	383853	445363	254457	351284	280664	474691	663465
- Utbytte for perioden	61900	91300	246000	100100	98300	104500	116935
= Til EK	321953	354063	8457	251184	182364	370191	546530

Tabell 5.2.1 Historisk resultatregnskap Royal Caribbean

Eiendeler	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Goodwill	299388	288974	278561	278561	278561	278561	283133
= Sum immaterielle eiendeler	299388	288974	278561	278561	278561	278561	283133
Fast eiendom og skip	5858185	6831809	8605448	9276484	9943495	10193443	10276948
+ Andre driftsmidler	28561	396963	598659	535743	526136	631474	318680
= Sum varige driftsmidler	5886746	7228772	9204107	9812227	10469631	10824917	10595628
Varer	26398	30115	33493	37299	53277	60260	57803
Fordringer	53459	53609	72196	79535	89489	84899	95254
+ Forhåndsbetalte utgifter	51050	49185	53247	88325	101698	86869	98568
= Fordringer	104509	102794	125443	167860	191187	171768	193822
Likvider	63470	177810	727178	242584	330086	628578	125385
→ Sum omløpsmidler	194377	310719	886114	447743	574550	860606	377010
→ SUM EIENDELER	6380511	7828465	10368782	10538531	11322742	11964084	11255771

5 Regnskapsanalyse

Egenkapital og gjeld	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Preferred stock	172200	0	0	0	0	0	0
+ Common stock	1812	1921	1923	1930	1961	2012	2165
= Aksjekapital	174012	1921	1923	1930	1961	2012	2165
+ Overkursfond	1866647	2043111	2045904	2053649	2100612	2206157	2706236
+ Tilbakeholdt overskudd	1225976	1576921	1731423	1982580	2162195	2533265	3132286
- Beholdning av egne aksjer	5479	6038	6598	7158	7717	8277	257959
+ Akkumulert føring direkte mot EK	0	0	-16068	3693	5846	71363	-28263
= Sum egenkapital	3261156	3615915	3756584	4034694	4262897	4804520	5554465
Langsiktig gjeld	2214091	3300170	5499549	5333904	5555318	4886062	3712524
= Sum langsiktig gjeld	2214091	3300170	5499549	5333904	5555318	4886062	3712524
Leverandørgjeld	103041	158143	144070	171153	187756	162973	159910
+ Avdrag på langsiktig gjeld	128086	109926	238581	122544	315232	905374	600883
+ Forskudd fra kunder	465033	443411	446085	567955	729595	875082	884994
+ Annen kortsiktig gjeld	209104	200900	283913	308281	271944	330073	342995
= Sum kortsiktig gjeld	905264	912380	1112649	1169933	1504527	2273502	1988782
EGENKAPITAL OG GJELD	6380511	7828465	10368782	10538531	11322742	11964084	11255771

Tabell 5.2.2 Historisk balanse Royal Caribbean

I senere oppstillinger skiller vi mellom drifts- og finansposter og normale og unormale poster. Det er viktig å få klart frem hva som genereres av driften og finansiering før vi omgrupperer regnskapet for videre analyse. Det er også viktig å få klart frem hvilke poster som skriver seg til normale kontra unormale forhold.

Kontantstrømmen slik den er oppgitt i årsrapporten blander drift og finansielle poster, blant annet ved å inkludere renteinntekter og finanskostnader i kontantstrømmen. Dette er meningsløst for analyse, og vi vil dermed utarbeide en ny kontantstrømoppstilling som er bedre egnet når vi kommer til forholdstallsanalysen.

5.3 Omgruppering for analyse

Ved å omgruppere finansregnskapet gjør vi det enklere å avdekke de underliggende verdidrivere. Vi ønsker å måle rentabiliteten på egenkapital. For å lage et godt estimat på egenkapitalverdien er vi også nødt til å analysere kilder og risiko knyttet til egenkapitalrentabiliteten. Oppstillingen av balansen etter USGAAP er kreditororientert ved at den fokuserer på likviditet i grupperingen av eiendeler og forfallstidspunkt i grupperingen av gjeld.

5 Regnskapsanalyse

Omgrupperingen fokuserer på å få et klarere skille mellom drift og finansiering, samt normale og unormale poster. De offentlige regnskapstallene endres ikke i omgrupperingen, men klargjøres for eventuelle justeringer og forholdstallsanalyse.

Videre forklarer vi omgrupperingens fire steg og justeringer som vi gjør i regnskapet, før vi viser den omgrupperte og justerte regnskapsoppstillingen til Royal Caribbean.

5.3.1 Avsatt utbytte grupperes som egenkapital

Begrunnelsen for å omgruppere avsatt utbytte fra kortsiktig gjeld til egenkapital, vil avhenge av definisjonen på gjeld. Vi velger følgende definisjon av gjeld: *Gjeld er et krav, legalt eller driftsrelatert, som er ventet å føre til økonomiske ulemper for bedriften i fremtiden* (BUS425). Dersom man legger eierperspektivet til grunn, er ikke foreslått utbytte gjeld da eierne ikke kan ha fordringer eller gjeld til seg selv. I en investororientert analyse vil foreslått utbytte være egenkapital, ikke gjeld.

Royal Caribbean har ikke avsatt utbytte i analyseperioden, og omgruppering vil ikke være aktuelt her. For Carnival vil denne omgrupperingen være nødvendig for årene 1998-2002, da det er avsatt for utbytte. Etter amerikansk regnskapsstandard avsettes det ikke for foreslått utbytte fra og med 2003 og det er derfor ikke nødvendig å omgruppere for Carnival etter dette året.

5.3.2 "Dirty surplus" grupperes som resultatелеment

ENDRING I EGENKAPITAL	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Egenkapital IB	2018721	2454758	3261156	3615915	3756584	4034694	4262897	4804520
+ Årsresultat	330770	383853	445363	254457	351284	280664	474691	663465
+ Dirty surplus	0	0	0	-16068	19761	2153	65517	-99626
- Netto betalt utbytte	-105267	-422545	90604	97720	92935	54614	-1415	-186106
= Egenkapital UB	2454758	3261156	3615915	3756584	4034694	4262897	4804520	5554465

Tabell 5.3.2.1 Dirty surplus

Dirty surplus er et brudd på kongruensprinsippet om at alle inntekter og kostnader skal resultatføres og inngå i årsresultatet. Ved brudd på kongruensprinsippet blir kostnader og

5 Regnskapsanalyse

inntekter ført direkte mot egenkapitalen. Etter amerikanske regnskapsregler skal man rapportere ”comprehensive income”. Dette er årsresultatet pluss ”dirty surplus”. Vi har i figuren over presentert driftsrelatert dirty surplus for Royal Caribbean og Carnival i analyseperioden. I hovedsak består dirty surplus av valutaomregninger, justering av pensjonskrav, urealiserte tap på markedsbaserte omløpsmidler og sikringsinstrumenter. Dirty surplus er trukket fra fullstendig nettoresultat og omgruppert til unormalt driftsresultat. Dirty surplus for Carnival er vist som vedlegg.

5.3.3 Normalt og unormalt resultat

Vi har gjort et skille mellom det normale og unormale nettoresultatet. De unormale postene finner vi bare i noen perioder, og disse er dermed lite relevante for analyse av de underliggende økonomiske forhold. I motsetning til unormale poster, er normale poster ventet å komme igjen i senere perioder, periode etter periode. Resultat fra virksomhet som avsluttes eller blir solgt holdes også utenfor det normale nettoresultatet.

Hos Carnival finner vi unormale poster i 2001 og 2002. Vi har valgt å omgruppere disse inntektene som engangsposter, slik at de inngår i det unormale netto driftsresultatet.

5.3.4 Drift og finansiering

Ved å skille mellom drift og finansiering får vi frem driftsinvesteringer og finansielle investeringer. Dette er hensiktsmessig for å finne ut hvor mye driften kaster av seg og hvor mye finansieringen koster.

Vi har omgruppert resultatoppstillingen med fokus på resultat fra drift kontra finans og ordinært kontra ekstraordinært resultat. Omgruppert og justert regnskapsoppstilling vises i avsnitt 5.4.2. Balanseoppstillingen er omgruppert med fokus på netto driftskapital. Det er denne kapitalen som investeres i driften, og ikke i finansielle eiendeler. Med denne omgrupperingen får man frem netto driftskapital, som er egenkapital + netto finansiell

gjeld. Vi får altså frem netto driftseiendeler, som er driftseiendelene – driftsrelatert gjeld. Med tanke på videre analyse av lønnsomhet er dette en hensiktsmessig omgruppering.

5.4 Justering av målefeil

Målefeil er avvik mellom rapporterte regnskapsstørrelser og virkelige størrelser i økonomisk forstand. Målet med justering er at det justerte årsregnskapet skal gi et bedre bilde av underliggende økonomiske forhold enn det offentlige årsregnskapet (White, Sondhi og Fried, 2002).

Som oftest er det potensielt store målefeil i finansregnskapet. Selv om man ikke klarer å justere for disse fullt ut, vil enhver godt begrunnet justering være med på å redusere målefeilene.

Det er to problemer knyttet til regnskapsanalyse som grunnlag for verdsettelse. For det første har en analyse av regnskapet til Royal Caribbean bare verdi dersom regnskapsmessig rentabilitet uttrykker historisk lønnsomhet. For det andre er spørsmålet om det er noen sammenheng mellom historisk og fremtidig lønnsomhet. Det siste spørsmålet vil vi komme tilbake til i kapittel 6 om fremtidsregnskapet. Det første problemet kan besvares analytisk ved å se på hvilke omstendigheter som fører til at rentabiliteten er et korrekt mål på historisk avkastning – internrenten til iverksatte prosjekter. For at regnskapet skal vise internrenten kreves det at kostnadene periodiseres på en spesiell måte. Et problem som er spesielt stort i cruisebransjen er avskrivning av skip. Rentabiliteten i regnskapet er svært følsom med hensyn til periodiseringen av slike investeringsutgifter. Ifølge årsrapporten til Royal Caribbean avskrives skipene lineært over en økonomisk levetid på 30 år. En slik avskrivningsplan vil ha tendens til å være for degressiv – for høy avskrivning i begynnelsen og tilsvarende mindre mot slutten. Generelt sett vil det være slik at en korrekt avskrivningsplan skal ta hensyn til internrenten til investeringen. Den korrekte avskrivningsplanen kan finnes ved hjelp av annuitetsmetoden (Gjesdal og Johnsen, 1999). En aktuell justering av målefeil i regnskapet til Royal Caribbean kan derfor være avskrivning av skip. Vi velger likevel

5 Regnskapsanalyse

ikke å foreta denne justeringen. Det finnes også argumenter for å ikke foreta noen justeringer. I enkelte tilfeller kan lineære avskrivninger være korrekt. I tillegg kan justeringene utgjøre små forskjeller i lønnsomheten, og dermed være av mindre betydning for analysen av regnskapet.

En vesentlig målefeil i regnskapene til selskaper i cruisebransjen er den balanseførte verdien av skipene. Skipene avskrives lineært over forventet økonomisk levetid på 30 år. Det virkelige verdifallet for et skip er imidlertid lavere i begynnelsen og høyere mot slutten av skipets levetid. Slik oppstår et avvik mellom de reelle verdien på skipet og den rapporterte verdien i regnskapet. Dette gjør at rentabilitetsmålinger ut fra regnskapstall ikke gir riktig bilde av internrenten i selskapet (Gjesdal og Johnsen, 1999). Det er vanskelig for oss å gjøre oss opp noen mening om virkelig verdi for skipene til Royal Caribbean. Vi benytter derfor regnskapsmessige verdier.

Det finnes også argumenter for å ikke foreta noen justeringer. Ofte vil justeringene utgjøre små forskjeller i lønnsomheten, og dermed være av mindre betydning for analysen av regnskapet.

5.4.1 Justeringer av det omgrupperte regnskapet

Vi har for Royal Caribbean og Carnival valgt å vurdere en type målefeil; avskrivning av goodwill og varemerke.

Goodwill og varemerke

Goodwill hos Royal Caribbean og Carnival stammer fra oppkjøp av ulike selskaper og denne avskrives ifølge årsrapportene frem til og med 2002, over beste estimat på levetiden. Avskrivning av goodwill bør i analysesammenheng tilbakeføres. Royal Caribbean og Carnival satser sterkt på markedsføring og utvikler merkenavn og egen goodwill som kan antas å øke verdien av selskapene, men likevel ikke balanseføres. Det kan argumenteres for at kjøpt goodwill ikke bør avskrives, da dette motvirker verdiforringelsen på immaterielle eiendeler. Carnival har rapportert tilgang på varemerke

5 Regnskapsanalyse

etter oppkjøp av konkurrentene. Vi har justert for disse to postene samlet. Virkningene av justeringen vises i tabell 5.4.1.1.

TILBAKEFØRING AV GOODWILL/VAREMERKE	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Rapportert goodwill og varemerke UB	299388	288974	278561	278561	278561	278561	283133
Tilbakeføring av akkumulert avskrivning	117778	128192	138606	138606	138606	138606	138606
Justert goodwill UB	417166	417166	417167	417167	417167	417167	421739

Virkning på ...

netto driftseiendeler før skatt	10413	10414	10414	-	-	-	-
netto driftseiendeler	10413	10414	10414	-	-	-	-
egenkapital	10413	10414	10414	-	-	-	-
fullstendig driftsresultat	10413	10414	10414	-	-	-	-

Justert verdi driftsanleggsmidler	6275351	7248975	9022615	9693651	10360662	10610610	10698687
Justert verdi egenkapital	3378934	3744107	3895190	4173300	4401503	4943126	5693071

Tabell 5.4.1.1 Tilbakeføring av goodwill/varemerke

5.4.2 Omgruppert og justert regnskapsoppstilling

Vi har omgruppert postene i resultatregnskapet i drift og finansiering ved hjelp av de fire stegene vi har presentert ovenfor. Vi har også omgruppert balansen på tilsvarende måte. Den omgrupperte kontantstrømoppstillingen presenteres i likviditetsanalysen i et senere avsnitt. Justeringen av goodwill og varemerke som vist i avsnitt 5.4.1 er tatt inn i resultat- og balanseoppstillingen med de virkninger som vises over. Nedenfor vises omgruppert resultat og balanse med hensyn til netto driftskapital og sysselsatt kapital.

	A	B	D	E	F	G	H	I	J	K
2		Omgruppert resultatregnskap	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
3		Driftsinntekter	2636291	2546152	2865846	3145250	3434347	3784249	4555375	4903174
4	-	Driftskostnader inkl avskrivninger	2147556	2065978	2296306	2689645	2883372	3258064	3801786	4031609
5	=	Driftsresultat egen virksomhet	488735	480174	569540	455605	550975	526185	753589	871565
6	-	Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	0	0	0	0	0	0	0	0
7	=	Netto driftsresultat i egen virksomhet	488735	480174	569540	455605	550975	526185	753589	871565
8	+	Nettoresultat fra tilknyttede virksomheter	0	0	0	0	0	0	0	0
9	=	Netto driftsresultat	488735	480174	569540	455605	550975	526185	753589	871565
10	+	Netto finansinntekt	15912	8182	7922	24544	12413	4519	9208	9129
11	=	Nettoresultat til sysselsatt kapital	504647	488356	577462	480149	563388	530704	762797	880694
12	-	Netto finanskostnad	167869	130625	154328	253207	266842	268398	309977	269750
13	=	Nettoresultat til egenkapitalen	336778	357731	423134	226942	296546	262306	452820	610944
14	+	Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	-16068	19761	2153	65517	-99626
15	+	Unormalt netto finansresultat	-6008	26122	22229	27515	54738	18358	21871	52521
16	=	Fullstendig nettoresultat til egenkapital	330770	383853	445363	238389	371045	282817	540208	563839
17	-	Netto betalt utbytte	-105267	-422545	90604	97720	92935	54614	-1415	-186106
18	=	Endring i egenkapital	436037	806398	354759	140669	278110	228203	541623	749945

Tabell 5.4.2.1 Omgruppert resultatregnskap Royal Caribbean

5 Regnskapsanalyse

	A	B	D	E	F	G	H	I	J	K
21		Omgruppert balanse	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
22		Driftsrelaterte anleggsmidler	5382809	6157573	7120783	8884009	9555045	10222056	10472004	10560081
23	-	Langsiktig driftsrelatert gjeld	0	0	0	0	0	0	0	0
24	=	Netto anleggsmidler	5382809	6157573	7120783	8884009	9555045	10222056	10472004	10560081
25		Driftsrelaterte omløpsmidler	113410	130907	132909	158936	205159	244464	232028	251625
26	-	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	646678	696160	711480	828736	861652	1232583	1943429	1645787
27	=	Driftsrelatert arbeidskapital	-533268	-565253	-578571	-669800	-656493	-988119	-1711401	-1394162
28	→	Netto driftseiendeler	4849541	5592320	6542212	8214209	8898552	9233937	8760603	9165919
29		Egenkapital	2454758	3261156	3615915	3756584	4034694	4262897	4804520	5554465
30		Langsiktig finansiell gjeld	2341163	2214091	3300170	5499549	5333904	5555318	4886062	3712524
31	-	Finansielle anleggsmidler	16936	28561	396963	598659	535743	526136	631474	318680
32	=	Langsiktig netto finansiell gjeld	2324227	2185530	2903207	4900890	4798161	5029182	4254588	3393844
33		Kortsiktig finansiell gjeld	243477	209104	200900	283913	308281	271944	330073	342995
34	-	Finansielle omløpsmidler	172921	63470	177810	727178	242584	330086	628578	125385
35	=	Kortsiktig netto finansiell gjeld	70556	145634	23090	-443265	65697	-58142	-298505	217610
36	→	Netto finansiell gjeld	2394783	2331164	2926297	4457625	4863858	4971040	3956083	3611454
37	→	Netto driftskapital	4849541	5592320	6542212	8214209	8898552	9233937	8760603	9165919

Tabell 5.4.2.2 Omgruppert balanse Royal Caribbean

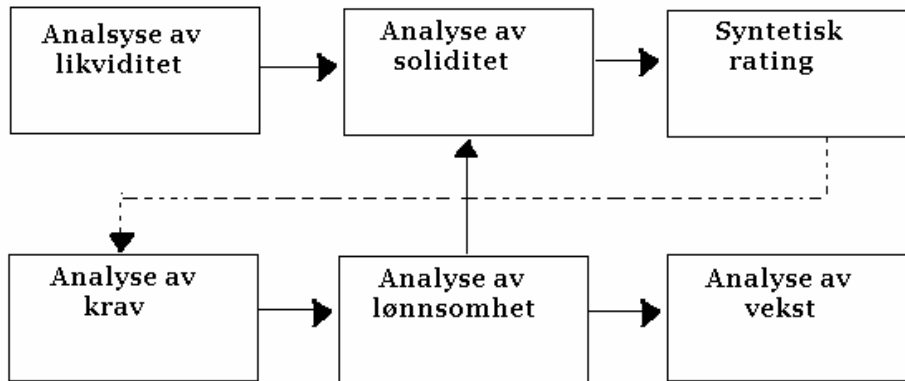
	A	B	D	E	F	G	H	I	J	K
40		Sysselsatt kapital	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
41		Finansielle anleggsmidler	16936	28561	396963	598659	535743	526136	631474	318680
42	+	Finansielle omløpsmidler	172921	63470	177810	727178	242584	330086	628578	125385
43	=	Finansielle eiendeler	189857	92031	574773	1325837	778327	856222	1260052	444065
44	→	Sysselsatte eiendeler	5039398	5684351	7116985	9540046	9676879	10090159	10020655	9609984
45		Egenkapital	2454758	3261156	3615915	3756584	4034694	4262897	4804520	5554465
46		Langsiktig finansiell gjeld	2341163	2214091	3300170	5499549	5333904	5555318	4886062	3712524
47	+	Kortsiktig finansiell gjeld	243477	209104	200900	283913	308281	271944	330073	342995
48	=	Finansiell gjeld	2584640	2423195	3501070	5783462	5642185	5827262	5216135	4055519
49	→	Sysselsatt kapital	5039398	5684351	7116985	9540046	9676879	10090159	10020655	9609984

Tabell 5.4.2.3 Sysselsatt kapital Royal Caribbean

5.5 Forholdstallsanalyse

Målet med forholdstallsanalysen er for det første å kartlegge finansiell risiko og for det andre å foreta en rentabilitetsanalyse slik at vi får god innsikt i underliggende økonomiske forhold før budsjetteringen. Den selskappspesifikke risikoen skal vi kartlegge gjennom likviditetsanalyse og soliditetsanalyse, mens rentabilitetsanalysen vil innebære en analyse av relativ lønnsomhet og vekst. Forholdstallsanalysen vil følge oppsettet vist i figuren under.

5 Regnskapsanalyse



Figur 5.5.1 Rammeverk for forholdstallsanalyse (BUS425, 2005).

Resultatene analyserer vi både bakover i tid i form av en tidsserieanalyse og i forhold til Carnival. Som tidsserieanalyse vil vi benytte et tidsvektet gjennomsnitt. Som vi nevnte i den strategiske analysen har det vært en konsolidering i cruisebransjen i analyseperioden. Vi velger derfor å vekte de seneste årene tyngst da disse årene er mest relevant for driften i fremtiden, med vektene som er oppgitt i tabellen nedenfor. Disse vektene benyttes for alle vektete snitt senere i oppgaven. Med tanke på soliditet og likviditet er det argumenter som taler for at det er vel så interessant å se på de siste nøkkeltallene, heller enn å se på et tidsvektet snitt. For rentabilitetsanalyse er det derimot bedre å se på et gjennomsnitt av tidligere år, da dette gir et bedre bilde av internrenten i selskapet.

1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
0,05	0,05	0,1	0,15	0,2	0,2	0,25

Tabell 5.5.1 Vekter

Vi har i omgrupperingen laget et skille mellom normale og unormale poster og vil i forholdstallsanalysen derfor konsentrere oss om de normaliserte forholdstall. De normaliserte forholdstallene svinger mindre enn fullstendige forholdstall, da sistnevnte inneholder unormale poster. Normaliserte forholdstall er mer fremoverskuende og dermed bedre egnet i forhold til fremskrivingen som skal gjennomføres senere i oppgaven.

5.6 Analyse av selskapsspesifikk risiko

Vi har valgt et investorperspektiv på analysen. Investorer er i praksis ikke alltid veldiversifiserte og er derfor opptatt av finansiell risiko. Vi vil derfor foreta en analyse for å avdekke selskapets kortsiktige og langsiktige risiko. Vi har ikke tatt hensyn til eventuelt ubenyttet kreditt til selskapet. Analysen vil ikke være helt korrekt. Vi har mangelfulle opplysninger om tilgjengelig kreditt for årene i analyseperioden. Vår kredittrating sammenfaller likevel med Standards & Poor's sin rating.

5.6.1 Analyse av kortsiktig selskapsspesifikk risiko

Analyse av likviditet skal kartlegge hvorvidt virksomheten vil være i stand til å dekke sine forpliktelser etter hvert som gjelden forfaller til betaling. Analysen gir dermed en pekepinn om faren for konkurs.

Forholdstall med fokus på likviditet

Likviditetsgrad 1 er omløpsmidler dividert på kortsiktig gjeld (Kinserdal, 1998):

$$lg1 = (DOM + FOM) / (KDG + KFG)$$

der DOM = driftsrelaterte omløpsmidler

FOM = finansielle omløpsmidler

KDG = kortsiktig driftsrelatert gjeld

KFG = kortsiktig finansiell gjeld

Likviditetsgrad 2 er mest likvide omløpsmidler dividert på kortsiktig gjeld:

$$lg2 = FOM / (KDG + KFG)$$

Rentedekningsgrad er nettoresultat til sysselsatt kapital (resultat før finanskostnad) dividert på netto finanskostnad (Kinserdal, 1998). Denne rentedekningsgraden tar

5 Regnskapsanalyse

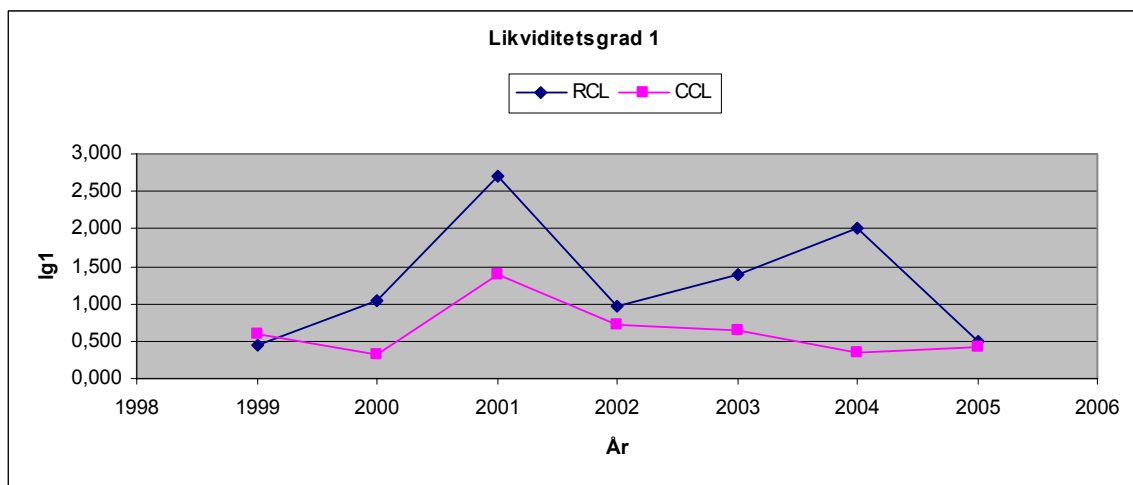
imidlertid ikke hensyn til trekkfasiliteter hos selskapet, og gir dermed ikke noe fullstendig bilde av den reelle likviditeten i selskapet.

$$\text{rdg} = \text{NRS} / \text{NFK}$$

der NRS = nettoresultat til sysselsatt kapital

NFK = netto finanskostnad

Likviditetsgrad 1



Figur 5.6.1.1 Utvikling i likviditetsgrad 1 for bransjen

Likviditetsgrad har ingen teoretisk målestokk. Vi må derfor analysere andre selskaper i bransjen for å vurdere om Royal Caribbean har normal likviditet. Royal Caribbean har en gjennomsnittlig tidsvektet likviditetsgrad 1 på 1,288 som er høyere enn det tidsvektede snittet for Carnival, som er 0,597 i samme periode. Vi ser at Royal Caribbean har en høyere likviditetsgrad 1 enn Carnival i alle årene fra og med 2000. Vi ser av figur 5.6.1.1 at Royal Caribbean det siste året har hatt en synkende likviditet og ender opp under sitt tidsvektede snitt i 2005. Likviditetsgrad 1 tar ikke hensyn til ubenyttede trekkfasiliteter, som er svært vanlige i cruisebransjen. Det er derfor naturlig at cruiseselskaper har en dårligere likviditetsgrad 1 enn det man finner i enkelte andre bransjer. Vi kan dekomponere likviditetsgraden for å analysere likviditeten ytterligere:

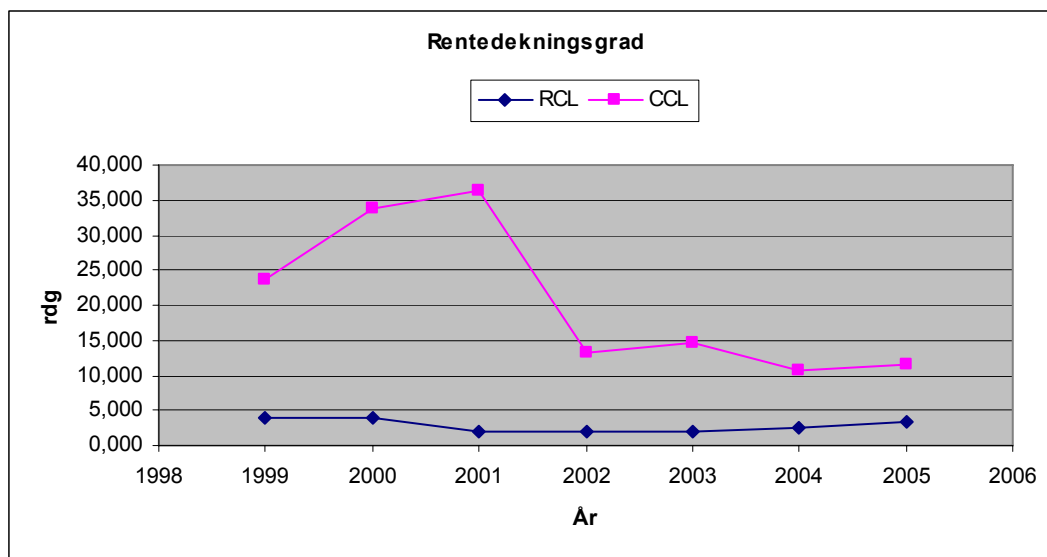
5 Regnskapsanalyse

DEKOMPONERING AV LG1	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Driftsrelatert likviditetsgrad	0,188	0,187	0,192	0,238	0,198	0,119	0,153
Vekt i KDG ift KG	0,769	0,780	0,745	0,736	0,819	0,855	0,828
Likviditetsgrad 2(FOM/KG)	0,304	0,885	2,561	0,787	1,214	1,904	0,366
Likviditetsgrad 1	0,448	1,031	2,704	0,962	1,376	2,006	0,492

Tabell 5.6.1.1 Dekomponering av likviditetsgrad 1

Det er et faresignal å ha lite likvide midler i form av omløpsmidler. Studier av 200 konkursrammede bedrifter som var registrert i Brønnøysund viser at disse hadde betydelig lavere likviditetsgrad 1 enn medianen for de 3000 bedriftene i studien som ikke gikk konkurs (BUS425: Studiene er tilgjengelige via D&B). Selskap på randen av konkurs har gjerne avtakende likviditet. Sammenlignet med norske forhold var imidlertid lg1 på et svakt nivå i 1999, 2000 og i 2005 for Royal Caribbean. Medianen på Oslo Børs var i perioden 1993-2004 1,668 (vedlegg 8). Nivået for Carnival var svakt hele perioden med unntak av 2001. Årsaken til at likviditetsgrad 1 er høyere hos Royal Caribbean enn hos Carnival er større andel av finansielle omløpsmidler i forhold til kortsiktig gjeld i hele perioden (likviditetsgrad 2). Carnival har en bedre driftsrelatert likviditetsgrad i hele perioden, men denne effekten reduseres som følge av at Royal Caribbean har en større andel kortsiktig driftsrelatert gjeld i forhold til kortsiktig gjeld.

Rentedekningsgrad



Figur 5.6.1.2 Rentedekningsgrad

5 Regnskapsanalyse

Royal Caribbean har under hele analyseperioden en dårligere rentedekningsgrad enn Carnival. Rentedekningsgraden er et mål på evnen selskapet har til å betjene gjeldsforpliktelsene (Kinserdal, 1998). Tidsvektet gjennomsnitt for Royal Caribbean er 2,596, noe som er betraktelig dårligere enn Carnival sitt snitt på 16,456 i samme periode. Figur 5.6.1.2 viser klart at Royal Caribbean er svakest på rentedekning av de to aktørene i bransjen. Den vektete rentedekningsgraden på 2,596 er allikevel noe bedre enn medianen på Oslo Børs som i 1999-2004 lå på 1,402 (vedlegg 7).

Kontantstrømanalyse

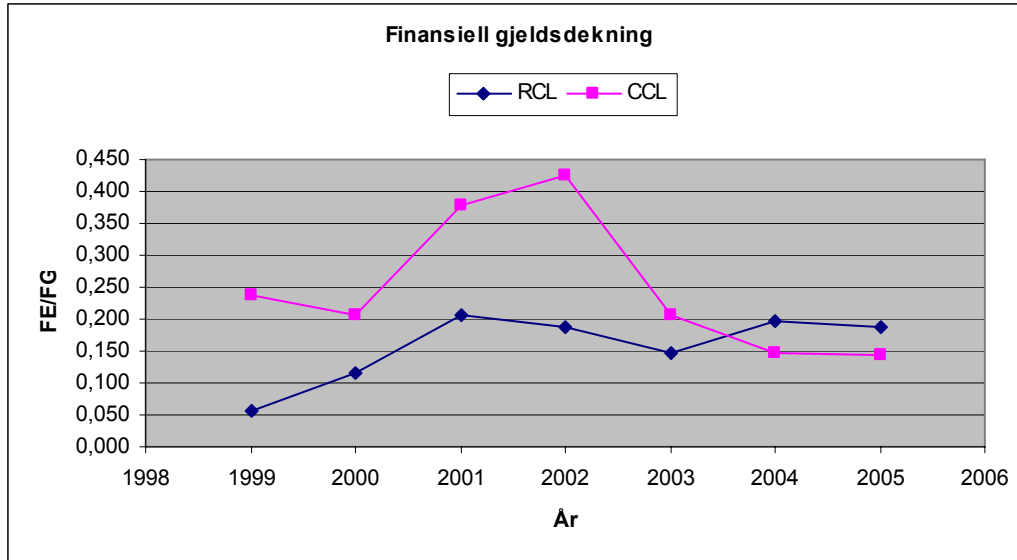
Med basis i det grupperte og justerte finansregnskapet har vi satt opp en kontantstrømoppstilling som fokuserer på endringen i likviditet, det vil si endring i finansielle eiendeler:

År	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Netto driftsresultat	490587	579954	466019	550975	526185	753589	871565
+ Unormalt netto driftsresultat	0	0	-16068	19761	2153	65517	-99626
- Endring i netto driftseiendeler	753192	960306	1682411	684343	335385	-473334	405316
= Fri kontantstrøm fra drift	-262605	-380352	-1232460	-113607	192953	1292440	366623
- Netto finanskostnad	130625	154328	253207	266842	268398	309977	269750
+ Endring i finansiell gjeld	-161445	1077875	2282392	-141277	185077	-611127	-1160616
- Netto betalt utbytte	-422545	90604	97720	92935	54614	-1415	-186106
= Fri KS til finansiell investering fra drift	-132130	452591	699005	-614661	55018	372751	-877637
+ Netto finansinntekter	8182	7922	24544	12413	4519	9208	9129
+ Unormalt netto finansresultat	26122	22229	27515	54738	18358	21871	52521
= Endring i finansielle eiendeler	-97826	482742	751064	-547510	77895	403830	-815987
+ Finansielle eiendeler IB	189857	92031	574773	1325837	778327	856222	1260052
= Finansielle eiendeler UB	92031	574773	1325837	778327	856222	1260052	444065

Tabell 5.6.1.2 Endring i finansielle eiendeler

Finansiell gjeldsdekning er definert som finansielle eiendeler/ finansiell gjeld. Royal Caribbean har en vektet gjennomsnittlig finansiell gjeldsdekningsgrad i perioden på 0,173. Denne dekningsgraden er lavere enn hos Carnival med 0,231.

5 Regnskapsanalyse



Figur 5.6.1.3 Finansiell gjeldsdekning (FE/FG)

Vi ser av figuren over at Royal Caribbean og Carnival nærmer seg hverandre fra 2002 og fra 2004 har Royal Caribbean bedre finansiell gjeldsdekning enn Carnival. Dette er bra og skyldes i hovedsak at finansielle eiendeler øker mer enn opptaket av finansiell gjeld.

Ved å omgruppere kontantstrømoppstillingen slik at den viser opptak av finansiell gjeld, kan vi analysere utviklingen i denne. Vi ser at Royal Caribbean i periodene 2000,2001 og 2003 har et netto opptak av gjeld, mens i periodene 2002, 2004 og 2005 har selskapet betalt ned på gjelden.

5 Regnskapsanalyse

År	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Netto driftsresultat	490587	579954	466019	550975	526185	753589	871565
+ Unormalt netto driftsresultat	0	0	-16068	19761	2153	65517	-99626
- Endring i netto driftseiendeler	753192	960306	1682411	684343	335385	-473334	405316
= Fri kontantstrøm fra drift	-262605	-380352	-1232460	-113607	192953	1292440	366623
+ Netto finansinntekter	8182	7922	24544	12413	4519	9208	9129
+ Unormalt netto finansresultat	26122	22229	27515	54738	18358	21871	52521
- Endring i finansiell eiendeler	-97826	482742	751064	-547510	77895	403830	-815987
= Fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital	-130475	-832943	-1931465	501054	137935	919689	1244260
- NBU = FKS til EK	-422545	90604	97720	92935	54614	-1415	-186106
= Fri kontantstrøm til finansiell gjeld	292070	-923547	-2029185	408119	83321	921104	1430366
- Netto finanskostnad	130625	154328	253207	266842	268398	309977	269750
= FKS til finansiell gjeldsbetaling	161445	-1077875	-2282392	141277	-185077	611127	1160616
→ Opptak av finansiell gjeld	-161445	1077875	2282392	-141277	185077	-611127	-1160616
+ Finansiell gjeld IB	2584640	2423195	3501070	5783462	5642185	5827262	5216135
= Finansiell gjeld UB	2423195	3501070	5783462	5642185	5827262	5216135	4055519

Tabell 5.6.1.3 Opptak av finansiell gjeld

Konklusjon kortsiktig risikoanalyse

Likviditeten hos Royal Caribbean er middels god, men tenderer til å ligge noe lavere enn hos Carnival. Årsaken til dette er at Royal Caribbean har en høyere gjeldsgrad enn Carnival og har derfor større vanskeligheter med å dekke sine forpliktelser i dårlige tider. Royal Caribbean har god likviditet sammenlignet med 3000 ikke-konkursrammede selskap i Brønnøysundregistrene. At likviditetsgrad 1 har sunket det sist året er imidlertid et svakt faresignal. Likviditetsgrad 2 har bedret seg i samme periode, noe som er positivt. I analyseperioden ser vi også en positiv trend i rentedekningsgraden, men sammenlignet med Carnival har denne vært svært lav hele perioden. Sammenlignet med andre bedrifter på Oslo børs, er den også under medianen store deler av perioden. Royal Caribbean har en varierende størrelse på låneopptak. Endringen i finansielle eiendeler i 2004 og 2005 er positiv hos Royal Caribbean, mens forholdstallet er synkende hos Carnival. Dette fører til at den finansielle gjeldsdekningen hos Royal Caribbean og Carnival konvergerer i perioden. Analysen tar ikke hensyn til kreditt og trekkmuligheter.

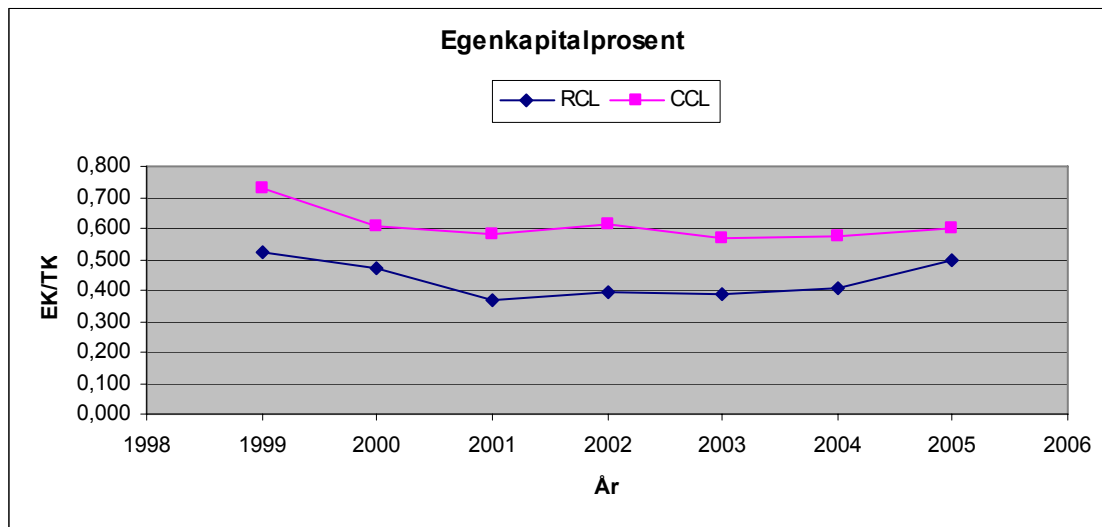
5.6.2 Analyse av langsiktig selskapsspesifikk risiko

Analyse av soliditet har som mål å kartlegge om virksomheten har økonomiske ressurser til å absorbere fremtidige tap. Tap føres mot egenkapitalen. Denne fungerer som en buffer mot fremtidige tap og konkurs. Et naturlig forholdstall å analysere vil være egenkapitalprosenten. I tillegg vil vi analysere gjeldsstrukturen ved hjelp av en finansieringsmatrise.

Egenkapitalprosent

Ved risikoanalyse er det vanligst å se på egenkapitalen i forhold til totalkapitalen, og på den måten avgjøre hvor solid selskapet er. Egenkapitalprosenten sier oss hvor mye av eiendelene som er finansiert av egenkapital. I tillegg sier dette nøkkeltallet oss noe om hvor mye av kapitalen selskapet kan tape før kreditorene blir påført tap. Jo større egenkapitalprosenten er, jo bedre er soliditeten. Studier viser at selskap som går konkurs har en negativ egenkapitalprosent over to år før konkursåret (vedlegg 17).

Egenkapitalprosent = Egenkapital / totalkapital



Figur 5.6.2.1 Egenkapitalprosent

5 Regnskapsanalyse

Som vi ser av figur 5.6.2.1, konvergerer egenkapitalprosenten hos selskapene frem mot 2005. Carnival hadde en egenkapitalprosent på 72,6 % i 1999 og denne har blitt redusert til 59,8 % i 2005. Royal Caribbean hadde en egenkapitalprosent på 52 % i 1999 som ble redusert til 37 % i 2001 og deretter har den økt igjen til 50 % i 2005. Royal Caribbean har et tidsvektet snitt på 43 % mot en tidsvektet egenkapitalprosent i Carnival på 59 %.

Begge selskapene har en egenkapitalprosent som er bedre enn et gjennomsnittlig selskap på Oslo Børs. Medianen på Oslo Børs mellom 1993 og 2004 var 37,9 %, mens medianen i 2004 var 40,3 % (vedlegg 18). Vi konkluderer med at selskapene er solide målt på buffer mot fremtidige tap i form av egenkapital.

Statisk finansieringsanalyse

Soliditeten i Royal Caribbean må sees i sammenheng med hvordan selskapet er finansiert. Ved å utføre en statisk finansieringsanalyse får vi et uttrykk for finansieringssituasjonen i form av en matrise. Matrisen viser både bedriftens kapitalanskaffelse og – anvendelse og hvor stor del av de enkelte eiendeler som er finansiert med langsiktig og kortsiktig kapital (Hoff, 2002). Jo raskere skyggen når bunnen av matrisen, jo lavere risiko i finansieringen. Egenkapitalfinansiering er den minst risikable finansieringsformen, mens kortsiktig gjeld er den mest risikable.

RCL		EK	LDG	LFG	KDG	KFG	TK
		5693071	0	3712524	1645787	342995	11394377
DAM	10698687	0,532	-	0,347	0,121		0,939
FAM	318680				1,000		0,028
DOM	251625				0,135	0,865	0,022
FOM	125385					1,000	0,011
TK	11394377	0,500	-	0,326	0,144	0,030	1,000

Tabell 5.6.2.1 Finansieringsmatrise for Royal Caribbean i 2005

5 Regnskapsanalyse

CCL		EK	LDG	LFG	KDG	KFG	TK
		17086449	544342	5727000	4150000	1042000	28549791
DAM	26334791	0,649	0,021	0,217	0,113		0,922
FAM	0				1,000		0,000
DOM	1028000				1,000		0,036
FOM	1187000				0,122	0,878	0,042
TK	28549791	0,598	0,019	0,201	0,145	0,036	1,000

Tabell 5.6.2.2 Finansieringsmatrise for Carnival i 2005

Driftsrelaterte anleggsmidler finansieres av egenkapital, langsiktig finansiell gjeld og kortsiktig driftsrelatert gjeld. Finansielle anleggsmidler er i sin helhet finansiert ved kortsiktig driftsrelatert gjeld. Kortsiktig gjeld står for 100 % av finansieringen av driftsrelaterte omløpsmidler og finansielle omløpsmidler. Dersom man analyserer selskapene mot hverandre, er andelen av kortsiktig gjeld nesten lik, hhv 17,4 % hos Royal Caribbean og 18,1 % hos Carnival. Egenkapitalen står for 50 % av den totale kapitalen hos Royal Caribbean, mens den hos Carnival finansierer nesten 60 %. Carnival kommer raskere til bunnen av matrisen, og Royal Caribbean har dermed svakere soliditet enn den komparative bedriften. Totalt sett er soliditeten noe under middels god.

Vi kan på bakgrunn av likviditets- og soliditetsanalysen foreløpig konkludere med middels selskapsspesifikk risiko knyttet til Royal Caribbean. Denne vurderingen kan gjøres mer skjematisk ved hjelp av kredittrating.

5.6.3 Kredittrating

Flere foretak spesialiserer seg på å utføre kredittrating av gjelden til selskap, blant annet Standard and Poor's og Moody's. Det foreligger rating av både Royal Caribbean og Carnival på nettsidene til Standard and Poor's. Royal Caribbean har en rating hos S&P på BBB- pr 28.03.06. Carnival har en rating på A- pr 28.03.06. Vi vil foreta en egen rating og sammenlikne denne med Standard and Poor's. Vi skal rate gjelden til selskapene ut fra de forholdstall vi kom frem til i risikoanalysen over. Ratingen kan si oss noe om selskapets sannsynlighet for konkurs. Kredittratingen tar ikke hensyn til trekkfasiliteter

5 Regnskapsanalyse

eller sikkerhet på lånene. En lav rating trenger derfor ikke å bety at selskapet er på randen av konkurs. En må også se på spesielle forhold i bransjen. Vil også benytte denne ratingen til å inkludere en risikopremie i selskapenes avkastningskrav. En svakhet med rating er at den ikke sier noe om sikkerheten til lånene.

Syntetisk rating

For å rate selskapene vil vi benytte en forenklet utgave av Standard and Poor's ratingklasser. For Royal Caribbean og Carnival kommer vi frem til en rating basert på fire forholdstall. Disse forholdstallene har en tendens til å utvikle seg i negativ retning i årene før et selskap går konkurs. Vi presenterte studiene i avsnitt 5.6.1 og 5.6.2.

Sammenhengen mellom ratingklasser og konkurssannsynlighet er beregnet av Kjell Henry Knivsflå (vedlegg 6).

Vekter	0,05	0,05	0,1	0,15	0,2	0,2	0,25	Vektet
Royal Caribbean	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	99-05
Rentedekningsgrad	3,818	3,809	1,937	2,111	1,977	2,461	3,265	2,596
Rating	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB	A	BBB
Egenkapitalprosent	0,520	0,471	0,371	0,391	0,384	0,408	0,500	0,429
Rating	BBB	BBB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Likviditetsgrad 1	0,448	1,031	2,704	0,962	1,376	2,006	0,492	1,288
Rating	C	B	A	B	BB	BBB	CC	BB
Netto driftsrentabilitet	0,096	0,098	0,064	0,065	0,059	0,086	0,101	0,080
Rating	BBB	BBB	BB	BB	BB	BBB	BBB	BB
Gjennomsnittsrating	BB	BBB	BBB	BB	BBB	BBB	BB	BBB

Tabell 5.6.3.1 Syntetisk rating – Royal Caribbean

5 Regnskapsanalyse

Vekter	0,05	0,05	0,1	0,15	0,2	0,2	0,25	Vektet
Carnival	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	99-05
Rentedekningsgrad	23,691	33,839	36,474	13,275	14,590	10,740	11,497	16,456
Rating	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AA	AA	AAA
Egenkapitalprosent	0,726	0,607	0,579	0,610	0,565	0,572	0,598	0,593
Rating	A	A	A	A	A	A	A	A
Likviditetsgrad 1	0,591	0,332	1,381	0,727	0,644	0,343	0,427	0,597
Rating	CCC	D	BB	CCC	CCC	D	C	CCC
Netto driftsrentabilitet	0,173	0,140	0,132	0,119	0,093	0,105	0,121	0,117
Rating	A	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Carnival	A	BBB	A	BBB	BBB	BB	BBB	BBB

Tabell 5.6.3.2 Syntetisk rating - Carnival

Netto driftsrentabilitet er beregnet i avsnitt 5.7.3. De øvrige nøkkeltallene er beregnet i avsnitt 5.6.1 og 5.6.2.

En passende rating på Royal Caribbean er, ifølge tabell 5.6.3.1, BBB. Dette er litt bedre enn et typisk selskap notert på Oslo Børs vil befinne seg (BBB/BB). Vi ser at det særlig er likviditetsgrad 1 som trekker ned. En rating på BBB gir en sannsynlighet for konkurs innen ett år på 0,4 %, noe som må sies å være tilfredsstillende.

Ratingen for Carnival viser at selskapet i snitt er ratet som BBB, det vil si samme konkurserisiko som Royal Caribbean. Dette er dårligere enn den mer grundige ratingen hos S&P som er A-. En rating karakter på A- betyr at sannsynligheten for konkurs innen ett år er ca 0,2 %. Det er også likviditetsgrad 1 som trekker ratingen ned for Carnival.

Kredittrating basert på statisk forholdstallsanalyse

For å undersøke konsistensen i kredittratingen over, har vi også ratet selskapene med en Z-verdi (White, Sondhi og Fried, 2002). Denne ratingen baserer seg på fem koeffisienter og fire forholdstall, der koeffisientene baserer seg på amerikanske forhold.

5 Regnskapsanalyse

Ratingen benytter seg av følgende forholdstall: Arbeidskapital i prosent av totale eiendeler, tilbakeholdelsesgrad ift totale eiendeler, driftsresultat pluss finansinntekter i prosent av egenkapital og egenkapital i forhold til total gjeld. Z-verdien regnes ut på følgende måte:

$$Z = 3,25 + 6,56*((OM-KG)/E) + 3,26*((\text{\AA}RE-FUT)/E) + 6,72*((DR+FI)/E) + 1,05*(EK/G),$$

der

OM = Omløpsmidler (driftsrelaterte DOM + finansielle FOM)

KG = Kortsiktig gjeld

E = Eiendeler

\text{\AA}RE = \text{\AA}rsresultat

FUT = Avsatt utbytte

DR = Driftsresultat

FI = Finansinntekter

EK = Egenkapital

G = Gjeld

Royal Caribbean klassifiseres i denne ratingen som B, med en konkurssannsynlighet på 0,5 %. Dette samsvarer godt med både Standard & Poor's rating og rating basert på basis av fire forholdstall. Vi kan derfor konkludere med at selskapet har middels kredittrisiko.

Konklusjon langsiktig risikoanalyse

Royal Caribbean har en egenkapitalprosent på 50 %, som er noe lavere enn konkurrenten Carnival. Carnival hadde i 2006 en egenkapitalprosent på omtrent 60 %.

Egenkapitalprosenten er likevel bedre enn gjennomsnittet på Oslo Børs, som var ca 40 % i 2004. Kortsiktig gjeld finansierer omtrent 12 % av de driftsrelaterte anleggsmidlene.

Flere økonomer mener at dette ikke oppfyller kravet om at anleggsmidler fullt ut skal finansieres med langsiktig kapital (Hoff, 2002). Finansieringsstruktur har ingen teoretisk

målestokk. Vi må sammenligne med selskaper i samme bransje. Når vi sammenligner med Carnival og medianen for Oslo Børs ser egenkapitalprosenten til Royal Caribbean tilfredsstillende ut.

Andelen av driftsrelaterte anleggsmidler som finansieres med langsiktig gjeld er omtrent 35 % for Royal Caribbean. Ved å rate Royal Caribbean ut fra Standard & Poor's ratingklasser, fant vi en passende kredittrating til å være BBB. Dette tilsvarer en konkurssannsynlighet på 0,4 % i løpet av et år. Ratingen basert på fire forholdstall gav lavere ratingverdi for Carnival enn den mer grundige ratingen på A- hos S&P. A- tilsvarer en konkurssannsynlighet på 0,2 % i løpet av ett år. Totalt sett kan vi altså konkludere med bedre enn middels kredittrisiko for selskapene.

5.7 Analyse av lønnsomhet og vekst

For å analysere lønnsomheten til Royal Caribbean tar vi hensyn til tre forhold (Banken og Busch, 1996). Vi vil også foreta en analyse av veksten til Royal Caribbean. Dette er en viktig budsjettdriver i vår verdsettelsesmodell og gir stort utslag i verdien av selskapet.

Vi undersøker først om *lønnsomheten* er på et akseptabelt *nivå*. Grunnlaget for denne vurderingen vil være avkastningskravet. Vi vil også sammenligne lønnsomheten i Royal Caribbean med lønnsomheten hos Carnival. For det andre vil vi se på *lønnsomhetens utvikling* over analyseperioden. Dette gjør vi for å se om selskapet er inne i en spesiell trend. Denne analysen vil hjelpe oss til å vurdere Royal Caribbeans fremtidige utvikling. For det tredje vil vi forsøke å avdekke hvilke *forhold som ligger til grunn for lønnsomheten*. Dette kan vi gjøre ved å dekomponere rentabiliteten for å undersøke hvilke deler av drift og finansiering som bidrar eller reduserer lønnsomheten.

5.7.1 Historiske avkastningskrav

Avkastningskravet til et selskap kan defineres som den forventede avkastning kapitalmarkedet tilbyr på plasseringer med samme risiko som selskapet (Gjesdal og Johnsen, 1999).

5 Regnskapsanalyse

Når investorer gjør investeringer, krever de en avkastning som er minst like stor som avkastningen på tilsvarende investeringer, etter at det er tatt hensyn til relevant risiko. Avkastningskravet fungerer som en målestokk for rentabilitet. Det benyttes også som diskonteringsrente. Kravet til avkastning knytter sammen verdien i dag av kontantstrømmene i fremtiden, og tar hensyn til tids- og risikopreferansene til investor.

Da vi senere skal analysere lønnsomheten for Royal Caribbean, vil det være hensiktsmessig å sammenligne lønnsomheten med et annet selskap i bransjen. De avkastningskrav som vi i det følgende regner ut for Royal Caribbean, er også regnet ut for Carnival.

Avkastningskrav til egenkapitalen

Kapitalverdimodellen kan være en god tilnærming for å fastsette kravet til egenkapitalen. Modellen bygger på at markedet er ”perfekt” og at en bare får betalt for å bære systematisk risiko. Usystematisk risiko eller bedriftsspesifikk risiko kan investorene kvitte seg med gjennom diversifisering. Egenkapitalrentabiliteten er et forholdstall etter skatt og dette må derfor sammenliknes med et avkastningskrav etter skatt.

Kapitalverdimodellen gir oss *kravet til egenkapitalen* for virksomheten i periode t :

$$ek_k = r_f (1 - s) + \beta (r_m - r_f (1 - s)) + \alpha$$

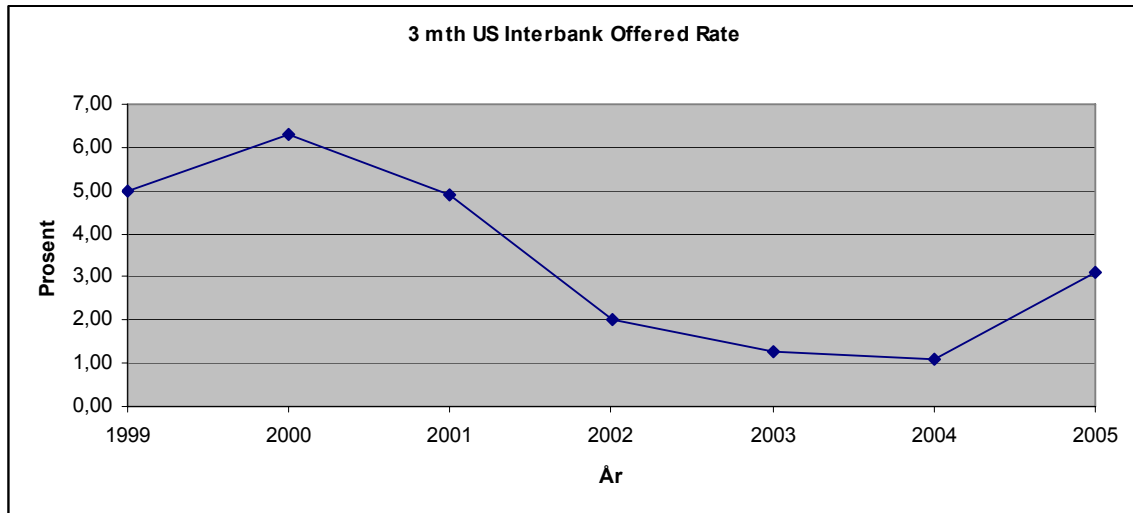
Her er r_f risikofri rente, r_m markedsavkastningen, s skattesats og β et mål på den systematiske risikoen, markedsrisikoen. α er illikviditetspremien som fanger opp markedssvikt.

Risikofri rente (r_f)

Ifølge BUS425 er et mål på risikofri rente 3 måneders effektiv USIBOR (US Interbank Offered Rate), fratrukket 10 % risikopremie og skatt. Alternativt kan man benytte rente etter skatt på statsobligasjoner. Vi har tatt utgangspunkt i historisk 3 måneders USIBOR. Denne finner vi i Datastream og er gjengitt i figuren under. Rentene i figuren er oppgitt

5 Regnskapsanalyse

før skatt. Anslag på risikofri rente etter skatt vises i tabell 5.7.1.5. Vi ser at gjennomsnittlig USIBOR i perioden ligger omkring 3,4 %.



Figur 5.7.1.1 3 mnd USIBOR

Risikopremie($r_m - r_f(1-s)$)

I kapitalverdimodellen antas investorer å være risikoaverse. Investorene skal ha betalt for den risiko de eksponeres for utover risikofri rente. Dette kalles risikopremie. Denne risikopremien finner man som differansen mellom forventet markedsavkastning og risikofri rente.

For å komme frem til en risikopremie kan man se på historiske risikopremier på Oslo Børs. Ifølge BUS425 kan et estimat på risikopremie være et vektet snitt av en langsiktig og en kortsiktig risikopremie. I BUS425 vektet den langsiktige årlig risikopremien fra 1958 til i dag med 2/3, mens den kortsiktige risikopremien fra 1995 til i dag vektet med 1/3. Risikopremiene vi kommer frem til er normaliserte risikopremier i analyseperioden 1999-2005 (vedlegg 19). I fremtiden vil vi bruke en fremoverskuende risikopremie. Dette gjør vi i avsnitt 6.2.8. For å finne den nominelle risikopremien etter skatt legger vi til risikofri rente multiplisert med skattesatsen. Risikopremien i perioden 1999-2005 er vist i tabell 5.7.1.1.

5 Regnskapsanalyse

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Risikopremie etter skatt	0,056	0,058	0,042	0,024	0,033	0,054	0,064

Tabell 5.7.1.1 Risikopremie i perioden 1999-2005

Beta (β)

Betaverdien gir investeringens relative markedsrisiko (Gjesdal og Johnsen, 1999). Det vil si at den måler hvordan avkastningen i selskapet svinger med avkastningen i aksjemarkedet. For børsnoterte selskap kan aksjebetaen estimeres basert på historiske kursdata. Vi funnet 12-måneders beta i Datastream for de to selskapene.

For Royal Caribbean var betaestimatet 1,14. Denne vektet mot 1, som er den teoretiske beta dersom selskapet er perfekt korrelert med markedet. Denne metoden for å finne justert beta er utviklet av Merrill Lynch (Damodaran, 2002). Den oppgitte betaen tillegges en vekt på 2/3 og markedsbetaen på 1 tillegges en vekt på 1/3.

$$\text{Justert beta} = (2/3)*1,14 + (1/3)*1 = 1,093$$

Illikviditetspremie (α)

Likviditetspremien vil avhenge av hvorvidt det forekommer markedssvikt for den aktuelle aksjen. Likviditetspremien skal kompensere investor for innelåsningsrisikoen ved en illikvid plassering, at det kan bli dyrt eller vanskelig å komme seg ut av aksjen (Gjesdal og Johnsen, 1999). Ifølge Johnsen (1999) vil de mindre likvide aksjene på Oslo børs ha en illikviditetspremie på opptil 3 %. Royal Caribbean er blant de mest likvide selskapene på Oslo Børs og aksjen er interessant også for utenlandske aksjonærer. Vi antar derfor at illikviditetspremien er null.

Egenkapitalkravet i perioden

Ved å bruke CAPM og de antakelsene vi har diskutert i tidligere avsnitt kan vi finne et anslag på egenkapitalkravet for hele perioden:

$$0,03 + 1,093* 0,047 + 0 = \underline{8,2 \%}$$

Krav til avkastning på finansiell gjeld

De historiske avkastningskravene til finansiell gjeld og eiendeler benyttes som målestokk når vi analyserer finansiell eiendel - og gjeldsrentabilitet.

Kravet til nominell avkastning etter skatt på finansiell gjeld, fgk, finner vi ved å bruke risikofri rente og legge til en kredittrisikopremie som vi finner på bakgrunn av kredittratingen vi foretok i avsnitt 5.6.3 Kredittrating. I tillegg legges det til en risikopremie for systematisk risiko. Denne tilsvarer finansiell gjeldsbeta multiplisert med risikopremien til markedet.

Avhengig av hvilken rating selskapene fikk de forskjellige år, legges det til en passende risikopremie for kredittrisiko som vist i tabellen under. Dette skyldes at kreditorer vil kreve en høyere rente av selskaper med dårlig rating enn av de med god rating.

Risikopremien kan finnes ved å multiplisere en kredittrisikofaktor med risikofri rente.

Risikofaktoren bestemmes av kredittratingen og skal kompensere for konkurrisikoen.

Kredittrisikofaktoren for ulike ratingverdier finnes i vedlegg 6.

For Royal Caribbean vil det finansielle gjeldskravet bli som i tabell 5.7.1.2 i analyseperioden.

Krav til finansiell gjeld	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Syntetisk rating	BB	BBB	BBB	BB	BBB	BBB	BB
Risikofri rente etter skatt	0,020	0,041	0,032	0,013	0,008	0,007	0,020
+ Premie for kredittrisiko	0,034	0,023	0,017	0,014	0,013	0,022	0,038
+ Finansiell gjeldsbeta	0,017	0,079	0,094	0,129	0,089	0,098	0,135
* Risikopremie	0,056	0,058	0,042	0,024	0,033	0,054	0,064
= Finansielt gjeldskrav	0,055	0,068	0,052	0,031	0,025	0,034	0,067

Tabell 5.7.1.2 Krav til finansiell gjeld

Krav til avkastning på netto finansiell gjeld

Netto finansiell gjeld definerer vi som finansiell gjeld minus finansielle eiendeler.

Dermed kan vi finne netto kravet til finansiell gjeld gjennom å vekte kravene til finansiell gjeld og eiendeler.

5 Regnskapsanalyse

$$nfgk * NFG = fgk * FG - fek * FE$$

$$nfgk = fgk * (FG/NFG) - fek * (FE/NFG)$$

Nettokravet til finansielle eiendeler finner vi ved hjelp av formelen:

$$\text{finansielt eiendelskrav (fek)} = v * r_f + (1-v) * r_m$$

der

v = relativ del plassert i kontanter

$1-v$ = relativ del plassert i finansinvesteringer

Kravet til kontanter og likvider tilsvarer risikofri rente, da disse midlene ikke gir meravkastning. For investeringer antar vi at disse har en avkastning som tilsvarer markedets gjennomsnittlige avkastning. Totalt finansielt eiendelskrav finner vi ved å vekte kontantkravet med kontantvekten og investeringskravet med investeringsvekten.

År	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Finansielle omløpsmidler	63470	177810	727178	242584	330086	628578	125385
+ Finansielle anleggsmidler	28561	396963	598659	535743	526136	631474	318680
= Finansielle eiendeler	92031	574773	1325837	778327	856222	1260052	444065
Kontantkrav	0,020	0,041	0,032	0,013	0,008	0,007	0,020
* Kontantvekt	0,690	0,309	0,548	0,312	0,386	0,499	0,282
+ Investeringskrav	0,076	0,099	0,074	0,037	0,041	0,061	0,084
* Investeringsvekt	0,310	0,691	0,452	0,688	0,614	0,501	0,718
= Finansielt eiendelskrav	0,037	0,081	0,051	0,030	0,029	0,034	0,066

Tabell 5.7.1.3 Krav til finansielle eiendeler

Vi kan nå vekte kravene til finansielle eiendeler og finansiell gjeld, og dermed komme frem til kravet til netto finansiell gjeld for analyseperioden.

Kravene for Carnival vises i vedlegg 10-12.

År	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Krav til finansiell gjeld	0,055	0,068	0,052	0,031	0,025	0,034	0,067
* Finansiell gjeldsvekt	1,059	1,129	1,262	1,231	1,170	1,244	1,232
- Krav til finansielle eiendeler	0,037	0,081	0,051	0,030	0,029	0,034	0,066
* Finansiell eiendelsvekt	0,059	0,129	0,262	0,231	0,170	0,244	0,232
= Netto finansielt gjeldskrav	0,056	0,067	0,053	0,031	0,024	0,034	0,067

Tabell 5.7.1.4 Krav til netto finansiell gjeld

Krav til avkastning på netto driftskapital

Netto driftskapital defineres som egenkapitalen pluss netto finansiell gjeld. For å finne kravet til avkastning på netto driftskapital, må vi finne netto driftsbeta. Betaverdien kan vi finne ved hjelp av den vektete summen av beta til egenkapital og beta til netto finansiell gjeld. Helst skal denne vektingen skje til markedsverdier, men i mangel av disse, benytter vi balanseverdiene som en tilnærming.

I henhold til Miller og Modigliani vil verdien av et selskap være uavhengig av kapitalstrukturen (Bodie, Kane og Marcus, 2005). I praksis vil skattesubsidie ved bruk av gjeld, samt konkurskostnader kunne føre til avvik. Dette kommer an på skatteregimet i det enkelte land. Teorien til Miller og Modigliani vil likevel ha relevans for verdsettelse av Royal Caribbean. Årsaken er at selskapet ikke betaler skatt, og det er derfor ingen skattesubsidie ved bruk av gjeld. Driftsbetaen avhenger derfor ikke av kapitalstrukturen. Dersom vi forutsetter at driftsrisikoen ikke endres i perioden, vil betaverdien til netto driftskapital være konstant i analyseperioden 1999-2005. Vi fant tidligere at gjennomsnittlig egenkapitalbeta for perioden er 1,093 og dersom vi antar at netto finansiell gjeldsbeta er null, kan vi finne gjennomsnittlig netto driftsbeta implisitt. Netto finansiell gjeldsbeta er null, fordi vi antar at den systematiske risikoen til finansiell gjeld balanseres av den systematiske risikoen til finansielle eiendeler. Siden vi antar at netto driftsbeta er konstant for perioden, kan vi utlede egenkapitalbetaen for årene 1999-2005 som vist i modellen under.

År	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Egenkapitalbeta	1,037	1,002	1,117	1,230	1,222	1,119	0,982
* Egenkapitalvekt	0,548	0,567	0,508	0,462	0,465	0,508	0,578
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,452	0,433	0,492	0,538	0,535	0,492	0,422
= Netto driftsbeta	0,568	0,568	0,568	0,568	0,568	0,568	0,568

Tabell 5.7.1.5 Netto driftsbeta og egenkapitalbeta

Egenkapitalbetaen vil være avhengig av foretakets finansiering, som vi ser av tabellen over. Vi ser at egenkapitalbetaen for Royal Caribbean stiger i perioden frem til 2002 som følge av høyere netto finansiell gjeldsgrad. I perioden 2002 til 2005 faller

5 Regnskapsanalyse

egenkapitalbetaen som følge av reduksjon i netto finansiell gjeldsgrad og dermed reduseres risikoen til egenkapitalen.

Siden vi nå har funnet egenkapitalbetaen, kan vi også finne kravet til egenkapitalen år for år:

Risikofri rente	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
USIBOR, 3 mnd	0,050	0,063	0,049	0,020	0,013	0,011	0,031
- Risikotillegg, 10% av USIBOR	0,003	0,006	0,005	0,002	0,001	0,001	0,003
= Risikofri rente før skatt	0,028	0,057	0,044	0,018	0,012	0,010	0,028
- 28% skatt	0,008	0,016	0,012	0,005	0,003	0,003	0,008
= Risikofri rente etter skatt	0,020	0,041	0,032	0,013	0,008	0,007	0,020
+ Justert beta	1,037	1,002	1,117	1,230	1,222	1,119	0,982
* Risikopremie etter skatt	0,056	0,058	0,042	0,024	0,033	0,054	0,064
+ Likviditetspremie	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
= Egenkapitalkrav	0,078	0,099	0,079	0,043	0,049	0,068	0,083

Tabell 5.7.1.6 Egenkapitalkrav for Royal Caribbean

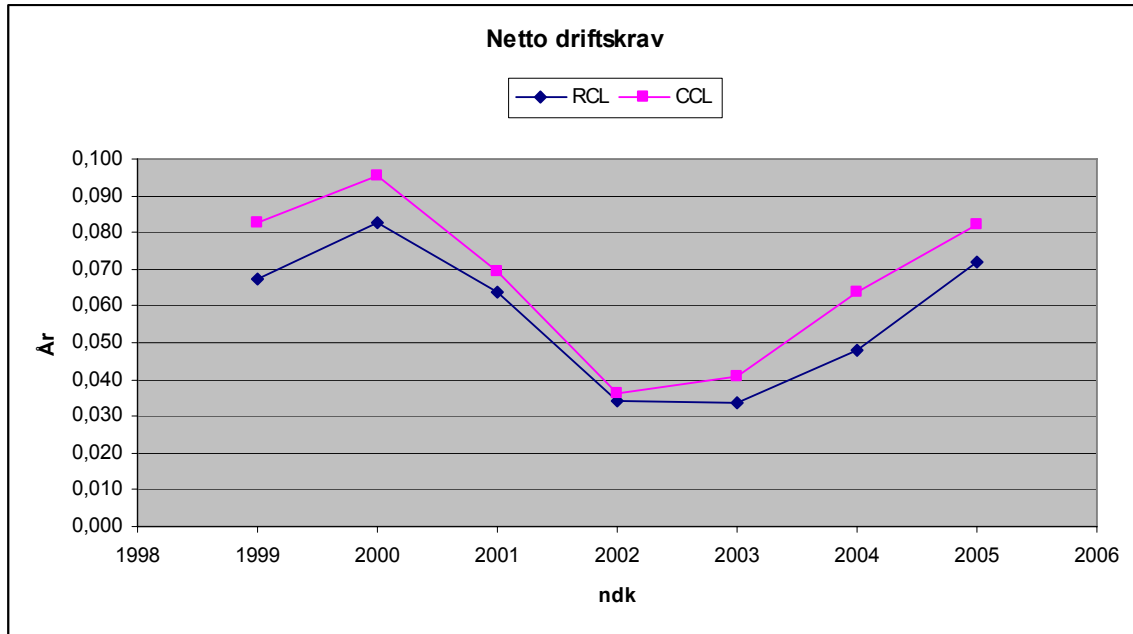
Egenkapitalkravet endres i perioden på grunn av endring i finansiell risiko, endring i risikofri rente og endring i risikopremien.

Netto driftskrav

Netto driftskrav finner vi ved hjelp av WACC (Bodie, Kane og Marcus, 2005). Det ideelle er å vekte kravet med markedsverdier. Vi har benyttet regnskapsverdier, slik som undervist i strategisk regnskapsanalyse (BUS424). Når vi vekter krav for fremtiden vil vi bruke markedsverdier. Vektingen av egenkapitalkravet og kravet til netto finansiell gjeld vil gi oss netto driftskravet, ndk, for perioden.

$$\text{ndk} = \text{ekk} * (\text{EK/NDK}) + \text{nfgk} * (\text{NFG/NDK})$$

5 Regnskapsanalyse



Figur 5.7.1.3 Netto driftskrav

Vi ser av grafen at ndk synker fra 2000 til 2003 som en følge av at egenkapitalkravet og netto finansielt gjeldskrav synker. Netto driftskravet øker fra 2003 på grunn av økt egenkapitalkrav og økt egenkapitalvekt. At netto driftskrav er lavere enn kravet til egenkapital skyldes at kravet til netto finansiell gjeld er lavere enn kravet til egenkapitalen.

5.7.2 Lønnsomhetsanalyse

Hovedfokus vil i denne delen være en analyse av egenkapitalrentabiliteten og egenkapitalveksten til Royal Caribbean. Vi vil sammenligne Royal Caribbean med Carnival og gjøre en tidsserieanalyse for å se utviklingen i de historiske tallene. Dette vil gi oss innsikt i selskapets lønnsomhet, og gi et godt fundament for budsjettering og utarbeidelse av fremtidsregnskapet.

Rentabilitetsanalyse

Rentabiliteten måler avkastning på investert kapital (Gjesdal og Johnsen, 1999). Dette gjør det mulig å sammenligne lønnsomhet over tid og mellom virksomheter.

Rentabiliteten til en kapital er nettoresultatet til kapitalen dividert på kapitalen.

Superrentabilitet vil si en avkastning utover den avkastningen man kan få gjennom tilsvarende investeringer med samme risiko. Over tid vil avkastningen i en bransje være ”mean reverting” (Penman, 1991). Dette innebærer av rentabilitet over tid vil konvergere mot et bransjesnitt, eller det generelle gjennomsnittet for økonomien. Det er derfor av interesse for budsjettering og fremtidsregnskapet hvorvidt Royal Caribbean i den historiske analyseperioden har skapt en superrentabilitet i forhold til kravet og andre selskaper i bransje. Over tid vil fortsatt de gode selskapene ligge over de med dårlig avkastning, men forskjellene vil minke.

Kravene i avsnitt 5.7.1 er regnet ut på etterskuddsbasis. Derfor må vi også benytte etterskuddsrente ved analyse av rentabiliteten. Det vil si at vi i nevneren benytter gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital i perioden. En forutsetning for denne metoden er at netto betalt utbytte blir utbetalt midt i perioden.

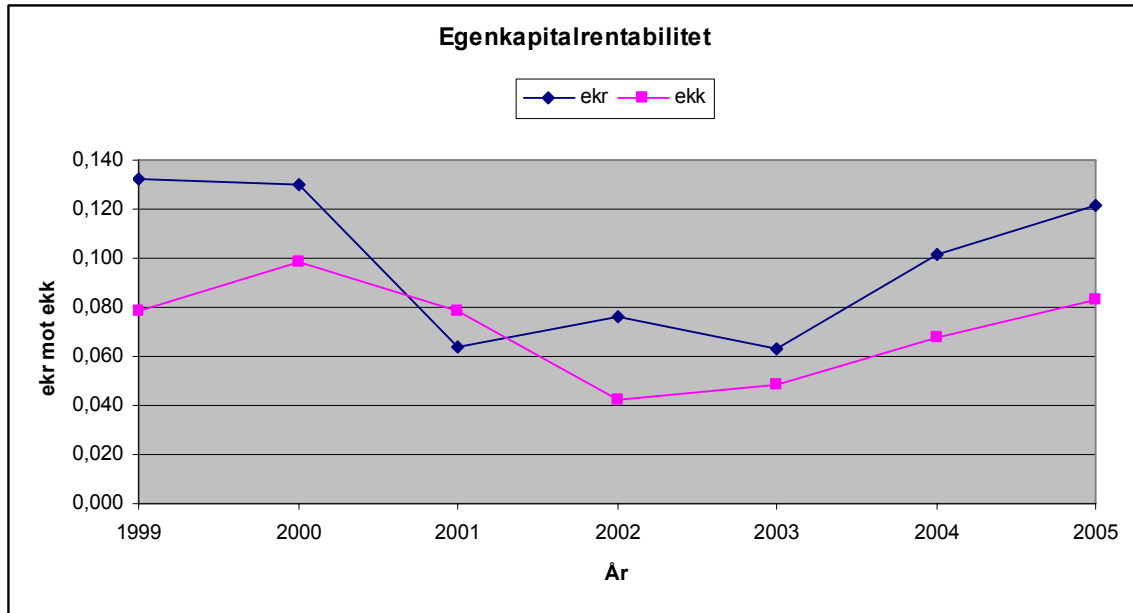
Normalisert egenkapitalrentabilitet vil dermed regnes ut på følgende måte:

$$ekr = NRE_t / ((EK_{t-1} + EK_t - NRE_t) / 2)$$

ekr = egenkapitalrentabiliteten

NRE = normalisert nettoresultat til egenkapitalen

EK = egenkapital



Figur 5.7.2.1

Royal Caribbean har en vektet egenkapitalrentabilitet for analyseperioden på 9,4 %. Dette gir en vektet superrentabilitet i perioden på 1,7 % i forhold til egenkapitalkravet. Med superrentabilitet mener vi avkastning utover kravet. Royal Caribbean genererer meravkastning for eierne alle periodene med unntak av i 2001.

Carnival har en tidsvektet egenkapitalrentabilitet på 14,8 % og en vektet superrentabilitet på 6,6 %. Dette er vesentlig bedre enn Royal Caribbean i samme periode. Carnival har i hele perioden en egenkapitalrentabilitet som er bedre enn Royal Caribbeans.

5.7.3 Dekomponering av egenkapitalrentabilitet

Gjennom dekomponering kan man få en dypere innsikt i hvordan egenkapitalrentabiliteten genereres. Denne oppspittingen kan gjøres i forhold til total kapital, sysselsatt kapital eller netto driftskapital. Vi ønsker å skille klart mellom drift og finansiering og en dekomponering etter netto driftsrentabilitet er derfor best egnet. Sammenhengen mellom egenkapitalrentabiliteten og netto driftsrentabilitet bør utdypes før vi dekomponerer:

5 Regnskapsanalyse

$$\mathbf{ekr} = \mathbf{ndr} + (\mathbf{ndr} - \mathbf{nfgr}) * \mathbf{nfgg},$$

hvor

ekr = egenkapitalrentabiliteten

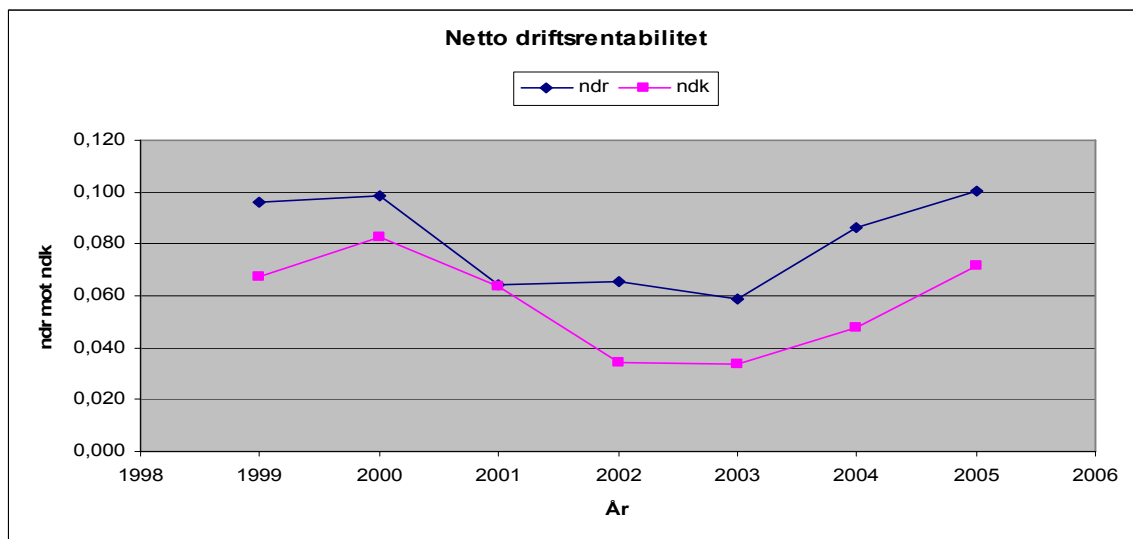
ndr = netto driftsrentabilitet

nfgr = netto finansiell gjeldsrente

nfgg = netto finansiell gjeldsgrad

Analyse av netto driftsrentabilitet

$$\mathbf{ekr} = \mathbf{ndr} + (\mathbf{ndr} - \mathbf{nfgr}) * \mathbf{nfgg}$$



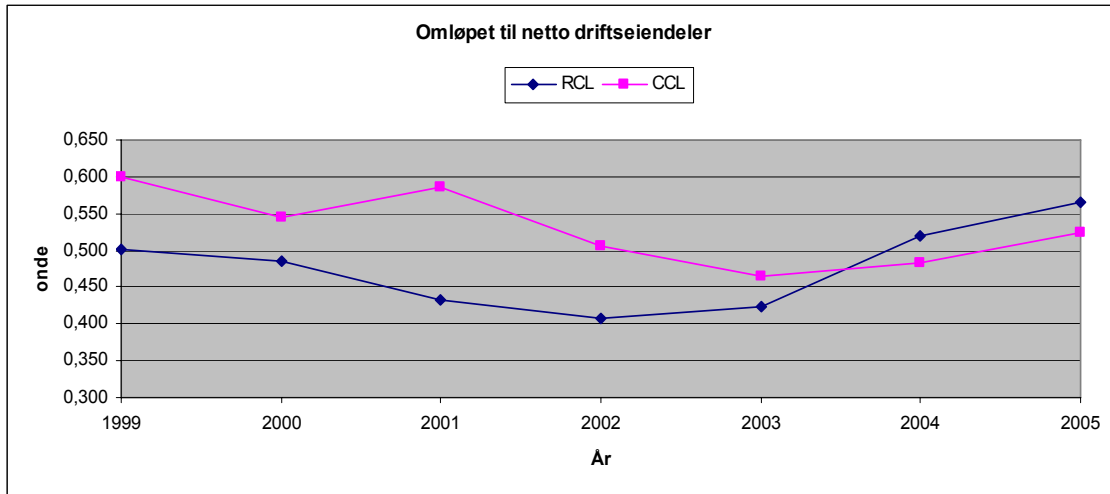
Figur 5.7.3.1 Netto driftsrentabilitet

Av grafen ser vi at netto driftsrentabilitet var over kravet i perioden med unntak av 2001 da den var lik kravet. Netto driftsrentabiliteten i perioden gir en gjennomsnittlig rating på BB, jf ratingen i avsnitt 5.6.3 Kredittrating. Ved å dekomponere netto driftsrentabilitet i omløp til netto driftseiendeler og netto driftsmargin kan vi analysere utviklingen nærmere.

5 Regnskapsanalyse

Analyse av ndr	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Netto driftsmargin	0,193	0,202	0,148	0,160	0,139	0,165	0,178
* Omløpet til netto driftseiendeler	0,500	0,486	0,432	0,408	0,423	0,520	0,566
= Netto driftsrentabilitet	0,096	0,098	0,064	0,065	0,059	0,086	0,101

Tabell 5.7.3.1 Dekomponering av netto driftsrentabilitet



Figur 5.7.3.2 Omløpet til netto driftseiendeler

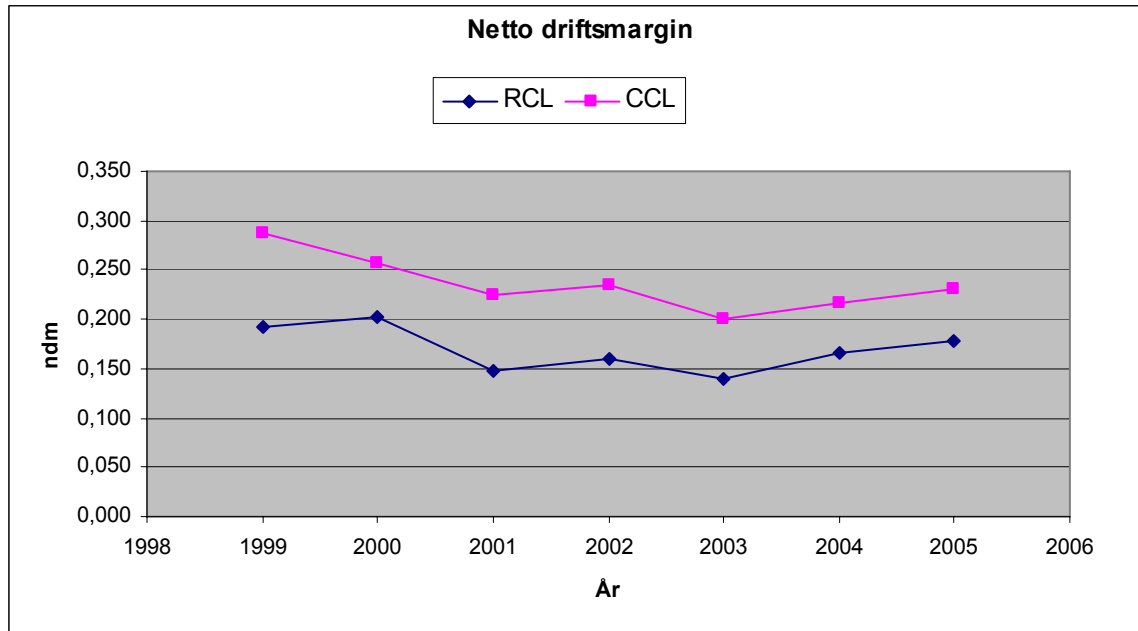
Omløpet til netto driftseiendeler er en av de syv budsjett drivere vi benytter i budsjettering, det er derfor interessant å analysere hvordan omløpet utvikler seg over tid og i forhold Carnival. Et høyt omløp til netto driftseiendeler impliserer effektiv produksjon. Omløpet er et mål på evnen til å generere driftsinntekter. Royal Caribbean har i gjennomsnitt et omløp på 0,48, mens Carnival er mer effektive med et omløp på 0,53. I en bransje med mye ledig kapasitet vil selskapene typisk ha en relativt lavt omløp til netto driftseiendeler i forhold til andre selskap, siden salgsinntekten divideres på relativt høye netto driftseiendeler. Som vi ser av grafen i figuren over har omløpet for de ulike selskapene en nokså lik utvikling i analyseperioden. Omløpet til Carnival er jevnt over høyere enn for Royal Caribbean frem til 2004, men deretter har Royal Caribbean tatt igjen Carnival og dette er positivt.

Analyse av netto driftsmargin

Netto driftsmargin er definert som netto driftsresultat dividert på driftsinntektene og gir oss netto driftsresultat per dollar i omsetning. Netto driftsresultat er driftsresultat etter

5 Regnskapsanalyse

driftsrelatert skatt. I cruisebransjen betales det ikke skatt for alle praktiske formål, og netto driftsresultat blir dermed lik driftsresultatet. Driftsmargin er viktig driver for budsjetteringen og vi vil dermed analysere marginen i forhold til Carnival og utviklingen over tid.



Figur 5.7.3.3 Netto driftsmargin hos Royal Caribbean og Carnival

Royal Caribbean har en positiv utvikling i netto driftsmargin fra 2003. I 2001 ser vi av figuren over at Royal Caribbean har en kraftig reduksjon i netto driftsmargin fra 20,2 % til 14,8 %. Utviklingen i netto driftsmargin mellom de to selskapene er sammenfallende over hele analyseperioden. Royal Caribbean har en lavere driftsmargin enn Carnival i hele perioden, men selskapene kan over tid konvergere som følge av konkurransen og krav til effektivisering. Da både driftsmargin og omløpet er lavere for Royal Caribbean enn for Carnival, ender Royal Caribbean opp med en lavere rentabilitet på netto driftskapital. Det kan være interessant å analysere netto driftsmargin videre ved hjelp av et ”common-size” resultatregnskap.

Common-size resultatet gir oss innsikt i poster i resultatregnskapet i forhold til inntekter. Det er derfor interessant å se hvordan Royal Caribbean gjør det relativt til Carnival.

5 Regnskapsanalyse

Tabellen nedenfor viser tidsvektet common-size resultat og balanse for Royal Caribbean og Carnival. Common-size balansen viser tidsvektede balanseposter i forhold til netto driftseiendeler.

OMGRUPPERT RESULTAT	RCL	CCL
Driftsinntekter	1,000	1,000
- Driftskostnader	0,837	0,768
= Driftsresultat egen virksomhet	0,163	0,232
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	0,000	0,007
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	0,163	0,226
+ Nettoresultat fra tilknyttede virksomheter	0,000	0,001
= Netto driftsresultat	0,163	0,226
+ Netto finansinntekt	0,003	0,003
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	0,166	0,229
- Netto finanskostnad	0,070	0,017
= Nettoresultat til egenkapitalen	0,096	0,212
+ Unormalt netto driftsresultat	0,004	-0,002
+ Unormalt netto finansresultat	0,008	0,003
= Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	0,108	0,213
- Netto betalt utbytte	0,006	-0,109
= Endring i egenkapital	0,102	0,322
Common size balanse		
NDE/NDE	1,000	1,000
+ FE/NDE	0,102	0,083
= SSE/NDE	1,102	1,083
EK/NDK	0,515	0,734
+ FG/NDK	0,588	0,349
= SSK/NDK	1,102	1,083

Tabell 5.7.3.2 Common-size resultatregnskap og balanse

Driftsresultatet vil her vise driftsmarginen, mens netto driftsresultat viser netto driftsmargin. Vi ser også av common-size regnskapet at marginene for Carnival er høyere enn for Royal Caribbean.

Oppsummering av dekomponering av netto driftsrentabilitet

Både netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler er lavere for Royal Caribbean enn for konkurrenten Carnival. Resultatet blir en lavere rentabilitet til netto driftskapital i hele perioden. Begge selskapene har en fallende driftsmargin i 2001 og 2003. Årsaken til nedgangen i 2001 var terrortrusselen og økonomisk uro. Common-size regnskapet viste at Royal Caribbean har en høyere kostnadsandel enn det komparative selskapet.

Analyse av finansiering

Virkningen av finansiell gearing på egenkapitalrentabiliteten kommer frem av den uthevede delen av formelen nedenfor.

$$ekr = ndr + (\mathbf{ndr-nfgr}) * \mathbf{nfgg},$$

der

ndr = netto driftsrentabilitet

nfgr = netto finansiell rente

nfgg = netto finansiell gjeldsgrad

(ndr - nfgr) = netto rentemargin (netto driftsrentabilitet - netto finansiell rente)

Analyse av finansiering	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
ndr	0,096	0,098	0,064	0,065	0,059	0,086	0,101
- nfgr	0,053	0,057	0,064	0,056	0,055	0,070	0,071
= ndr - nfgr	0,043	0,041	0,000	0,009	0,004	0,016	0,029
* nfgg	0,826	0,764	0,967	1,167	1,151	0,970	0,729
= (ndr - nfgr) * nfgg	0,036	0,031	0,000	0,011	0,004	0,016	0,021

Tabell 5.7.3.3 Virkning av finansiell gearing

Virkningen av finansiell gearing er positiv i perioden fra 1999 til 2005. Det vil si at netto driftsrentabilitet er større enn det man må betale i rente på netto finansiell gjeld. For å avdekke kildene til netto rentemarginen, kan vi gå videre med en grundigere analyse av denne.

Analyse av netto rentemargin

$$ekr = ndr + (\mathbf{ndr-nfgr}) * \mathbf{nfgg}$$

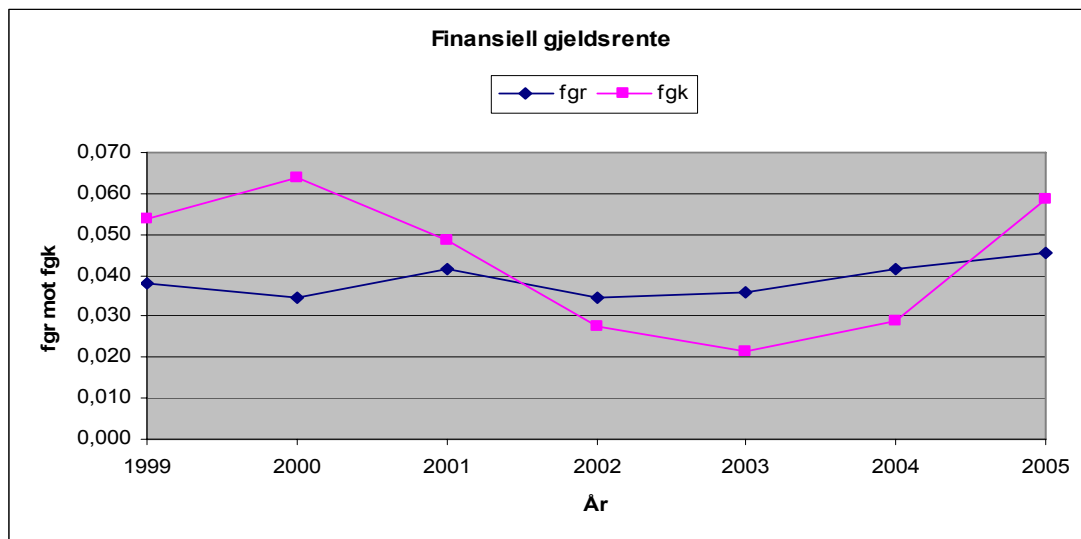
Netto rentemargin kan splittes opp for å gi ytterligere innsikt. Netto driftsrentabilitet har vi analysert allerede. Vi velger derfor å se nærmere på netto finansiell gjeldsrente (**nfgr**). Den består av netto rentekostnad på finansiell gjeld vektet med finansiell gjeldsgrad fratrukket netto rentabilitet på finansielle eiendeler vektet med finansiell eiendelsgrad.

5 Regnskapsanalyse

År	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Nettorente på finansiell gjeld	0,054	0,053	0,056	0,048	0,048	0,058	0,060
* FG/NFG	1,059	1,129	1,262	1,231	1,170	1,244	1,232
- Nettorentabilitet på FE	0,060	0,024	0,026	0,012	0,006	0,009	0,011
* FE/NFG	0,059	0,129	0,262	0,231	0,170	0,244	0,232
= Netto finansiell gjeldsrente	0,053	0,057	0,064	0,056	0,055	0,070	0,071

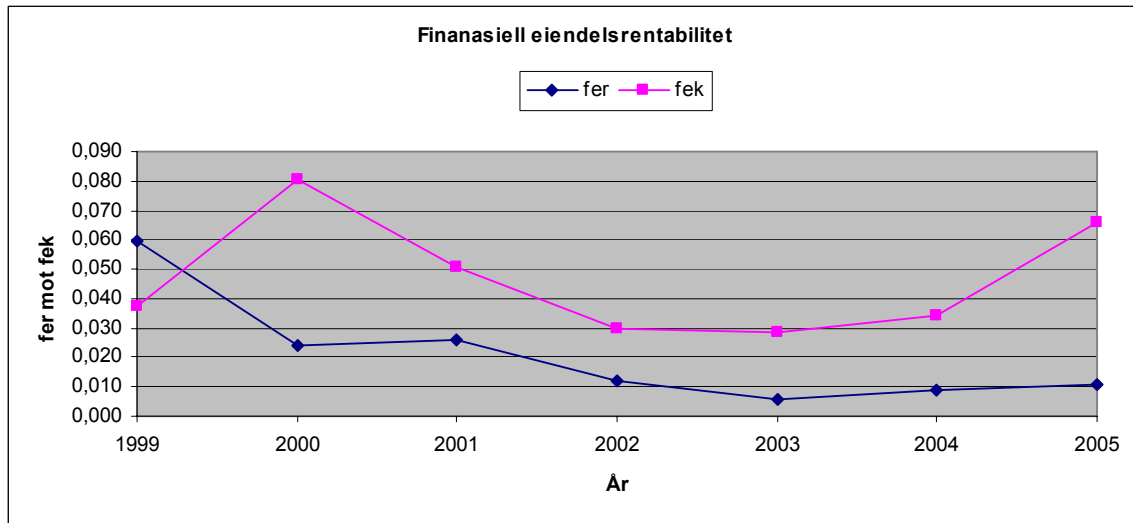
Tabell 5.7.3.4

Finansiell gjeldsrente, fgr, er en av de syv driverne vi benytter ved budsjetteringen, og vi må dermed analysere utviklingen over tid. Finansiell gjeldsrente, fgr, er i perioden fra 1999 til og med 2001 lavere for Royal Caribbean enn for kravet vi kom frem ovenfor. Det er vanskelig for selskap å skape merrentabilitet gjennom kapitalstruktur, jamfør Miller & Modigliani (Bodie, Kane og Marcus, 2005) . Vi antar i fremtidsregnskapet at det ikke er mulig å skape merrentabilitet ved hjelp av finansielle eiendeler og finansiell gjeld. Vi ser at finansiell gjeldsrente er mer stabil enn kravet vi har regnet ut. Dette kan tyde på at de har bundet renten på lengre sikt, mens vårt krav er regnet ut fra 3 mnd USIBOR. En langsiktig rente kunne gitt et mer sammenlignbart bilde. Da det er flere faktorer vi ikke har tatt hensyn til, er sannsynligvis ikke kravet vårt helt riktig. Kreditorne har innsikt i flere forhold enn oss.



Figur 5.7.3.4 Finansiell gjeldsrente

Finansiell eiendelsrentabilitet (fer)



Figur 5.7.3.5 Rentabilitet på finansielle eiendeler

Med unntak av 1999 har rentabiliteten på finansielle eiendeler ligget under kravet i hele analyseperioden. Det er vanskelig å oppnå meravkastning i finansmarkedet, noe som tydelig kommer frem av figuren over.

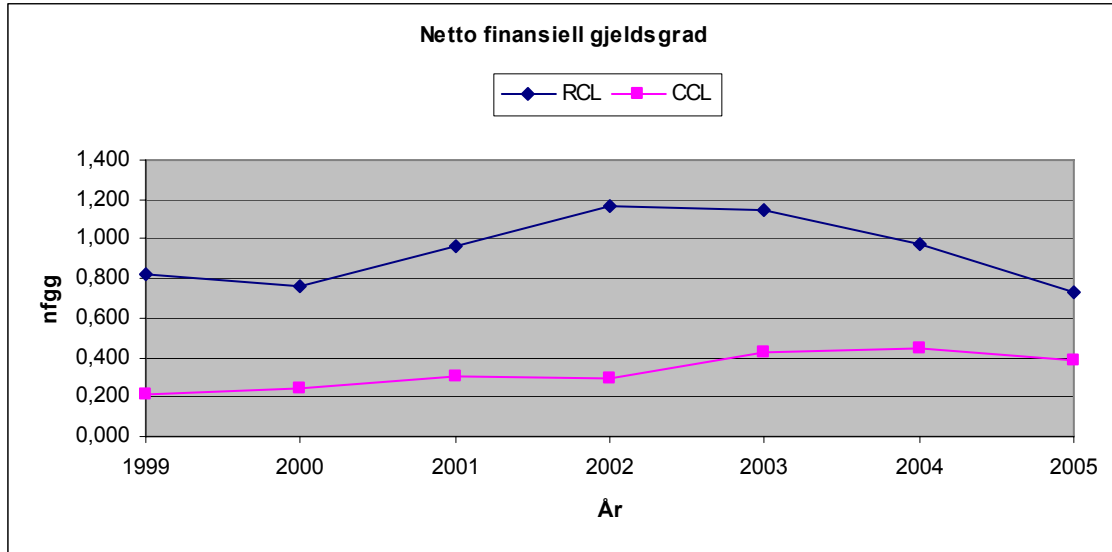
Analyse av netto finansiell gjeldsgrad

$$ekr = ndr + (ndr - nfgr) * nfgg$$

Netto finansiell gjeldsgrad kan splittes opp for å få bedre innsikt i hva som ligger til grunn for denne.

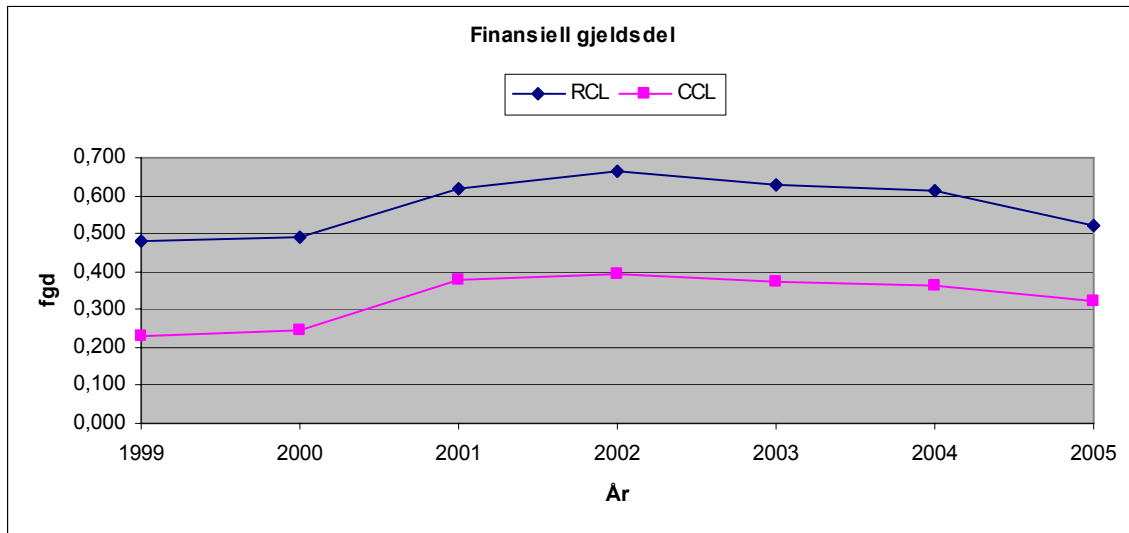
$$nfgg = (FG-FE)/EK$$

5 Regnskapsanalyse



Figur 5.7.3.6 Netto finansiell gjeldsgrad (nfgg)

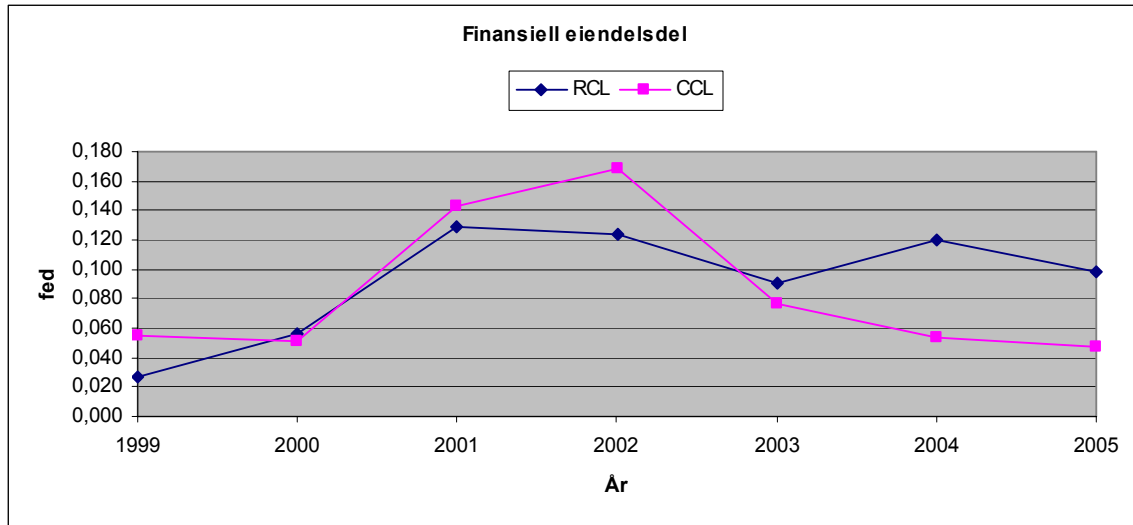
Vi ser tydelig av figuren at Royal Caribbean har en høyere netto finansiell gjeldsgrad enn Carnival, selv om gjeldsgraden har sunket mye siden 2002. For Carnival har netto finansiell gjeldsgrad økt i perioden. En høyere netto finansiell gjeldsgrad hos Royal Caribbean enn hos Carnival betyr at Royal Caribbean har høyere finansiell risiko.



Figur 5.7.3.7 Finansiell gjeldsdel (FG / NDK)

5 Regnskapsanalyse

Vi ser av figuren at Royal Caribbean har en mye høyere finansiell gjeldsdel enn Carnival i hele perioden. Vi legger også merke til at selskapenes utvikling i finansiell gjeldsdel er sammenfallende, gjeldsandelene øker frem til 2002 og deretter er den fallende for begge selskapene.



Figur 5.7.3.8 Finansiell eiendelsdel (FE / NDk)

Vi ser at figuren over at Royal Caribbean har en større finansiell eiendelsdel enn Carnival fra 2003 til 2005, men denne er ikke høy nok til å veie opp for den finansielle risikoen knyttet til gjelden. Royal Caribbean har høyere finansiell gearing enn Carnival, men dette øker den finansiell risiko.

Oppsummering av dekomponering av finansiering

Totalvirkningen av finansiell gearing er positiv i hele perioden. Netto finansiell gjeldsrente er høyere enn kravet i store deler av perioden. Det kunne kanskje tolkes som at Royal Caribbean betaler for høy rente på netto finansiell gjeld, men mer realistisk forklaring er at de har fastrente på lånene og dermed betaler for høy rente i perioder hvor den risikofrie renten synker. I perioder hvor den risikofrie renten øker vil derimot kravet til finansiell gjeld ikke øke like mye, fordi renten er bundet. En høy driftsrentabilitet resulterer i at Royal Caribbean får en positiv rentemargin mellom drift og finansiering.

5 Regnskapsanalyse

Royal Caribbean har en høyere netto finansiell gjeldsgrad enn Carnival. Dette innebærer en større finansiell risiko.

Konklusjon av dekomponering av egenkapitalrentabiliteten

Netto driftsmarginen hos Royal Caribbean har hatt en positiv utvikling i analyseperioden. Likevel har den i hele perioden vært lavere enn for Carnival. I 2001 til og med 2003 sank marginen for begge selskapene. Omløpet til netto driftseiendeler er lavere hos Royal Caribbean, enn hos Carnival i første del av perioden. Fra 2002 har Royal Caribbean en stigende trend, dette er et positivt tegn. I 2004 tar selskapet igjen Carnival, og dette er bra.

Totalvirkningen av finansiell gearing er med på å øke egenkapitalrentabiliteten. Årsaken til dette er at driftsrentabiliteten er større enn rentekostnaden ved å benytte finansiell gjeld. Netto rentemargin er positiv selv om selskapet betaler en høyere rente på gjelden enn kravet i deler av perioden. Royal Caribbean har også en netto finansiell gjeldsgrad som er høyere enn hos Carnival og dette innebærer en større finansiell risiko.

5.7.4 Fundamental vekstanalyse

”Vekst” er den prosentvise endringen i et regnskapstall fra en periode til en annen. Vi har to typer vekst, kapitalvekst og resultatvekst. Vekst er en av de underliggende verdidriverne ved fundamental verdsetting og er derfor interessant å analysere nærmere.

Når vi analyserer veksten, vil vi se på historisk vekst og veksten hos konkurrenten Carnival. For veksten i fremtiden vil vi i tillegg ta hensyn til den strategiske analysen. Det vil over tid ikke være mulig for Royal Caribbean å vokse mer enn bransjen uten å kapre markedsandeler. Det vil over tid heller ikke være mulig for et selskap å vokse mer enn ventet realvekst i økonomien + forventet inflasjon, da selskapet dermed vil ”bli økonomien” på lang sikt. På sikt vil altså veksten i en bransje konvergere mot veksten i økonomien (Penman, 1991).

5 Regnskapsanalyse

På kort sikt vil veksten avhenge av generell bransjevekst og de interne forutsetninger for vekst i selskapet. Dersom bransjen er i vekst, kan selskapet vokse uten å kapre markedsandeler. I en fase uten vekst i bransjen, vil selskapet som regel oppleve hard konkurranse og pressede marginer dersom man ønsker å vokse.

Gitt at et selskap som har en rentabilitet som overstiger kravet, vil positiv egenkapitalvekst gi utslag i økt verdi av selskapet. Dersom selskapet kaster mindre av seg enn kravet til egenkapital, vil egenkapitalvekst føre til redusert verdi av selskapet.

Kapitalveksten i Royal Caribbean

Da vi ønsker informasjon om den underliggende veksten i egenkapital for å få et godt grunnlag for budsjettering, velger vi å analysere den normaliserte veksten. Den normaliserte veksten til egenkapital er:

$$ekv = (1-eku)*ekr$$

der

eku = normalisert utdelingsforhold

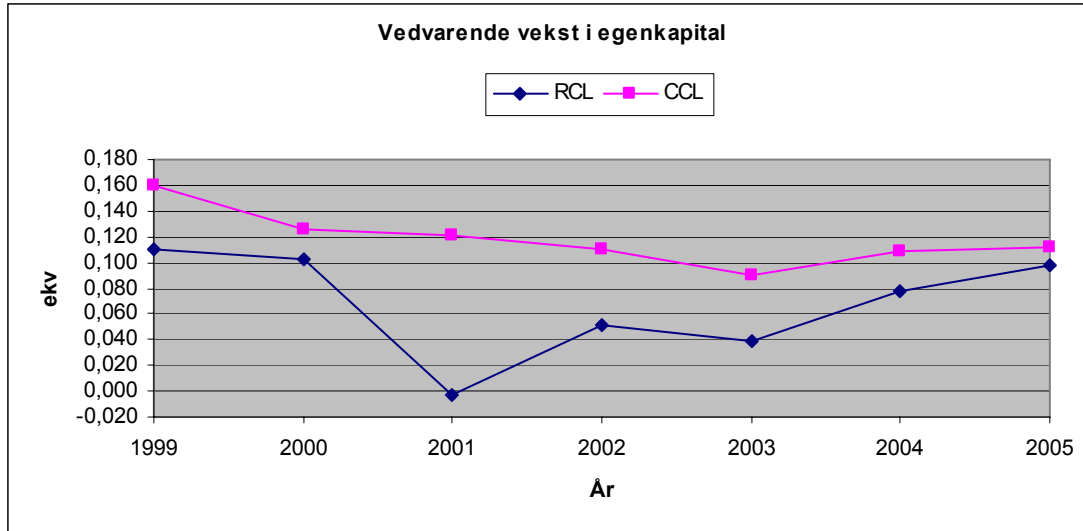
ekr = normalisert egenkapitalrentabilitet

Da vi analyserte rentabiliteten i Royal Caribbean benyttet vi en etterskuddsrente. Dette finner vi ved å dividere normalisert nettoresultat til egenkapitalen på gjennomsnittet av kapitalen fratrukket opptjent egenkapital i perioden. Dette gir oss normalisert egenkapitalrentabilitet. (1-eku) er tilbakeholdingsgraden, det vil si den delen av overskuddet som ikke deles ut i utbytte. For å normalisere dette benytter man medianen for analyseperioden. Medianen i perioden for Carnival er 76 % og for Royal Caribbean 77 %. Dette indikerer at selskapene deler ut like stor andel av resultatet.

År	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
(1 - eku)	0,832	0,789	-0,036	0,662	0,625	0,769	0,809
* Ekr	0,132	0,130	0,064	0,076	0,063	0,102	0,122
= Ekv	0,110	0,102	-0,002	0,051	0,039	0,078	0,099

Tabell 5.7.4.1 Vekst i egenkapital for Royal Caribbean

5 Regnskapsanalyse



Figur 5.7.4.1 Vekst i egenkapital for selskapene

Grafen over viser utviklingen i egenkapitalveksten for selskapene. Royal Caribbean har en tidsvektet egenkapitalvekst på 6,6 %, som er lavere enn Carnival som har en vekst på 11.1 %. Vi ser at Royal Caribbean har en økende vekst i fra 2001. Figuren viser også at Carnival har jevnt over en høyere vekst i egenkapitalen. Dessuten hadde ikke Carnival negativ vekst i egenkapitalen i perioden. Royal Caribbean hadde negativ vekst i 2001.

Trendresultatregnskap

Vi ønsker å analysere veksten i utvalgte resultatposter; driftsinntekter, netto driftsresultat og nettoresultat til egenkapitalen. Vekst i driftsinntekter er også en viktig verdidriver ved verdsettelse. Analysen består av et trendresultatregnskap, der vi setter 1998 til indeksverdi 1. Dermed vises den prosentvise veksten de ulike år i analyseperioden.

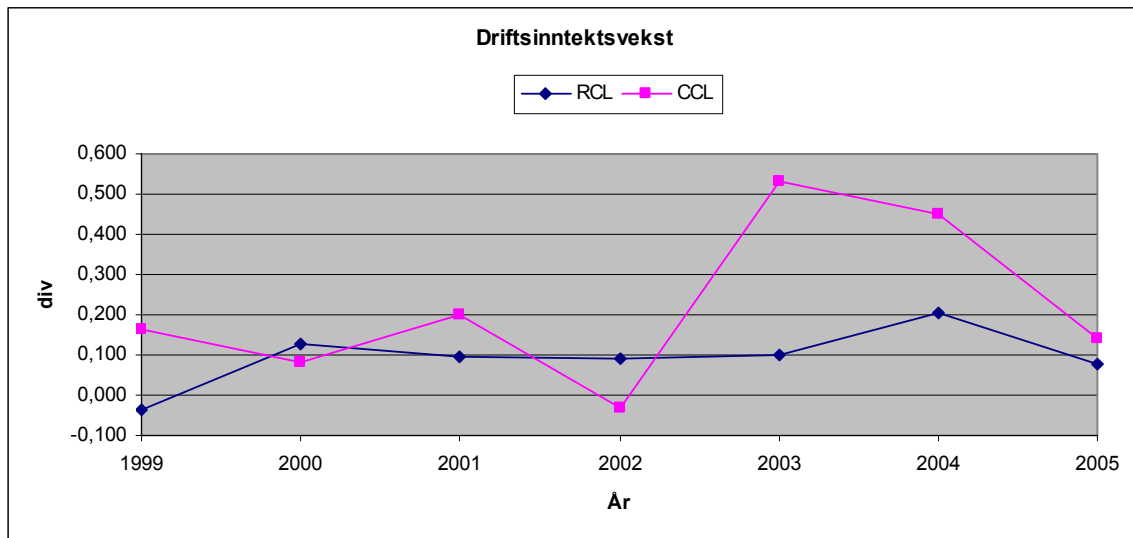
5 Regnskapsanalyse

Trendresultatregnskap	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Driftsinntekter	0,966	1,087	1,193	1,303	1,435	1,728	1,860
- Driftskostnader	0,962	1,070	1,254	1,349	1,524	1,779	1,886
= Netto driftsresultat	0,983	1,162	0,934	1,104	1,054	1,510	1,746
+ Netto finansinntekt	0,514	0,498	1,542	0,780	0,284	0,579	0,574
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	0,968	1,141	0,952	1,094	1,030	1,481	1,710
- Netto finanskostnad	0,778	0,919	1,508	1,590	1,599	1,847	1,607
= Nettoresultat til egenkapitalen	1,060	1,249	0,684	0,854	0,756	1,304	1,760
+ Unormalt netto finansresultat	-4,348	-3,700	-4,580	-9,111	-3,056	-3,640	-8,742
= Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	1,156	1,336	0,729	1,088	0,829	1,583	1,653
- Netto betalt utbytte	4,014	-0,861	-0,928	-0,883	-0,519	0,013	1,768
= Endring i egenkapital	1,830	0,818	0,338	0,623	0,511	1,213	1,680

Tabell 5.7.4.2 Trendresultat regnskap

Vi ser at Royal Caribbean har hatt en positiv utvikling i driftsinntektene. Vi ser at normalisert nettoresultat til egenkapitalen har hatt en positiv vekst perioden, bortsett fra i 1999, 2001, 2002 og 2003. Veksten i driftsinntekter er en budsjettdriver og bør analyseres nærmere. Vekst i brutto driftsinntekter er lik:

$div_t = (DI_t - DI_{t-1}) / DI_{t-1}$, der div er veksten i driftsinntektene i periode t



Figur 5.7.4.2 Vekst i driftsinntekter

Grafen over sammenligner selskapene år for år i analyseperioden. Vi ser at driftsinntektsveksten for Royal Caribbean har ligget stabilt rundt 10 % fra 2000 til 2005 med unntak av 2004 da veksten var på hele 20,4 %. Veksten i driftsinntekter i 2003 og

5 Regnskapsanalyse

2004 for Carnival var på hhv 53 % og 45 %. Dette skyldes fusjonen med P&O Princess i april 2003. P&O Princess var verdens tredje største cruiseselskap før fusjonen.

Resultatvekst

Det er interessant å se hvordan veksten i driftsinntektene forplanter seg i selskapets resultat. Vi kan analysere konsekvensene av veksten i driftsinntektene i forhold til veksten i netto driftsresultat og veksten i nettoresultatet.

Vekst i netto driftsresultat

Veksten i netto driftsresultat avhenger av driftsinntektsveksten og vekstvirkingen av operasjonell gearing. Operasjonell gearing tilsvarer forskjellen mellom driftsinntektsvekst og driftskostnadsvekst multiplisert med driftskostnader i forhold til netto driftsresultat.

Veksten i netto driftsresultat avhenger av:

- * Veksten i driftsinntektene
- * Hvorvidt veksten i driftsinntektene er større enn veksten i driftskostnadene
- * Driftskostnadsgraden (driftskostnader / netto driftsresultat)

Dersom driftsinntekten vokser mer enn driftskostnadene, vil dette få positiv virkning på netto driftsresultat. En høy driftskostnadsgrad vil bidra til høyere netto driftsresultatvekst dersom veksten i driftsinntekter er større enn veksten i driftskostnadene.

Vekstvirking av operasjonell gearing kan skrives som: $(div_t - dkv_t) * (DK_{t-1} / NDR_{t-1})$,

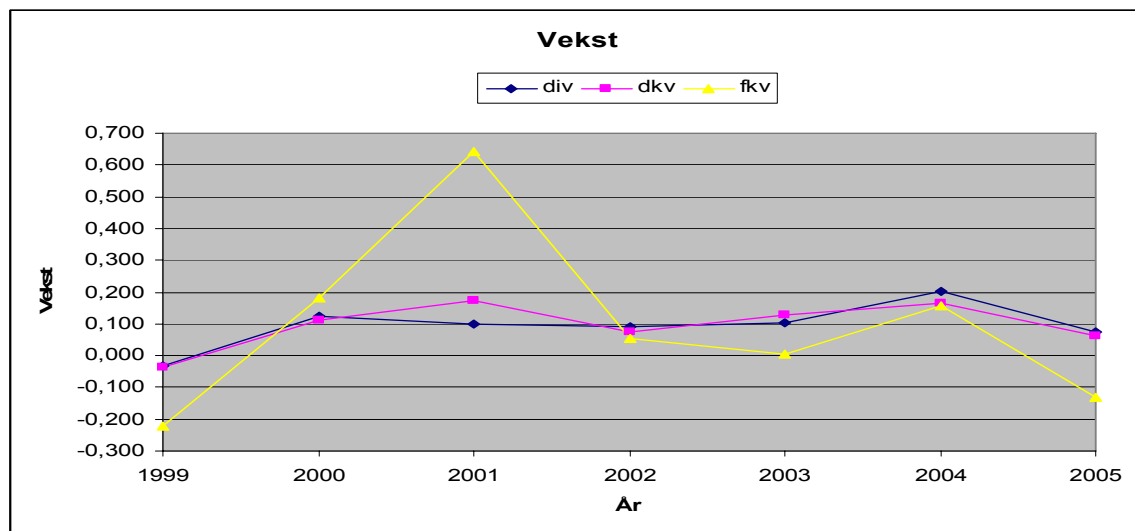
der div = driftsinntektsveksten
 dkv = driftskostnadsveksten
 DK = driftskostnader
 NDR = netto driftsresultat

5 Regnskapsanalyse

År	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Vekst i driftsinntekter (div)	-0,034	0,126	0,097	0,092	0,102	0,204	0,076
+ Vekstvirkning av operasjonell gearing	0,017	0,057	-0,294	0,090	-0,147	0,228	0,080
= Vekst i netto driftsresultat	-0,017	0,182	-0,196	0,182	-0,045	0,432	0,157

Tabell 5.7.4.3 Vekst i netto driftsresultat

For 2001 ser vi at en vekst i driftsinntektene på 9,7 % blir omgjort til en negativ vekst i netto driftsresultat på 19,6 %. Dette skyldes at veksten i driftskostnader er 17,2 % og dermed større enn veksten i driftsinntektene dette året. Vekstvirkingen av operasjonell gearing var negativ med 29,4 %. Det tilsvarende skjer også i 2003 der en vekst i driftsinntektene på 10,2 % spises opp av en kostnadsvekst på 13 %. Den operasjonelle gearingen fører til en negativ vekst i netto driftsresultatet på 4,5 %. Det er ikke bra for Royal Caribbean at driftskostnadene vokser raskere enn driftsinntektene både i 2001 og 2003. Alle veksttall er beregnet i forhold til året før.



Figur 5.7.4.3 Vekst i driftsinntekter, driftskostnader og finansielle kostnader

Veksten i nettoresultatet avhenger av driftsinntektsveksten, vekstvirkingen av operasjonell gearing og vekstvirkingen av finansiell gearing. Vi har allerede analysert vekstvirkingen av operasjonell gearing og veksten i driftsinntektene, så vi skal nå se litt nærmere på vekstvirkingen av finansiell gearing.

5 Regnskapsanalyse

Vekstvirkingen av finansiell gearing avhenger av:

* Hvorvidt veksten i driftsinntektene er større enn veksten i finansielle kostnader

* Finanskostnadsgraden

Vekstvirkingen av finansiell gearing er lik $(div_t - fk_v_t) * (FK_{t-1}/NRE_{t-1})$.

der div = driftsinntektsveksten

fk_v = vekst i finansielle kostnader

FK = finansielle kostnader

NRE = nettoresultat til egenkapitalen

År	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Vekst i driftsinntekter div	-0,034	0,126	0,097	0,092	0,102	0,204	0,076
+ Vekstvirkning av operasjonell gearing	0,017	0,057	-0,294	0,090	-0,147	0,228	0,080
+ Vekstvirkning av finansiell gearing	0,091	-0,020	-0,193	0,041	0,086	0,050	0,141
= Vekst i nettoresultat	0,074	0,162	-0,390	0,223	0,041	0,482	0,298

Tabell 5.7.4.4 Vekst i nettoresultatet

Vi ser at veksten i nettoresultatet er positiv i hele perioden med unntak av 2001, da det var et fall på 39 %. Finansiell gearing bidro til å øke veksten i netto resultatet med unntak av 2000 og 2001 da veksten er hhv -2 % og -19,3 % i forhold til året før. Årsaken til dette er at finansielle kostnader økte med 18,1 % i 2000 og 64 % i 2001.

Konklusjon vekstanalyse

Egenkapitalveksten er stigende i hele perioden for Royal Caribbean bortsett fra i 2001 da den var omtrent null. Veksten i egenkapitalen har i hele perioden ligget under veksten hos Carnival. Fra 2001 ser vi en positiv trend i egenkapitalveksten til Royal Caribbean.

Veksten i driftsinntektene har ligget stabilt rundt 10 % i hele analyseperioden med unntak av 2004 da den var på hele 20,4 %. Hvordan denne veksten forplanter seg i resultatet, avhenger imidlertid av veksten i kostnadene. Driftskostnadene vokser i hele perioden, men de fleste årene vokser disse mindre enn inntektene og dette er positivt.

Finanskostnadene vokser fra 2000 til 2004, men kostnadsveksten i drift og finansiering

er likevel ikke stor nok til å redusere nettoresultatet med unntak av 2001 da nettoresultatet ble redusert med 39 %.

5.7.5 Konklusjon på forholdstallsanalysen

Royal Caribbean har tilfredsstillende likviditet i regnskapsperioden. Carnival har gjennomsnittlig bedre likviditet enn Royal Caribbean, men sammenliknet med selskaper på Oslo Børs har selskapet en god likviditet. Soliditeten er god, selv om egenkapitalprosent er lavere enn hos Carnival. En lavere egenkapitalprosent gjør selskapet dårligere rustet mot perioder med tap. Det ser også ut til at selskapene nærmer seg hverandre når det gjelder kapitalstruktur. Årsaken til dette kan være at Carnival har kjøpt opp selskaper med en høyere gjeldsandel, slik at gjeldsandelen har økt i perioden. Rating av Royal Caribbean med tanke på kredittrisiko gir en konkurstrisiko på 0,4 % førstkomende år. Etter Standard & Poor's kriterier får Royal Caribbean en BBB rating. Dette er litt over gjennomsnittet for selskaper på Oslo Børs. Carnival fikk også samme rating, men har en rating hos Standard & Poor's på A-. Vi konkluderer med at det er knyttet middels selskapsrisiko til Royal Caribbean. I rentabilitetsanalysen for perioden fant vi superrentabilitet i forhold til egenkapitalkrav og netto driftskrav i alle årene bortsett fra 2001 og 2002. Selv om selskapet har et fall i lønnsomheten i midten av perioden, ser vi en positiv utvikling frem til i dag. Dekomponering av egenkapitalrentabiliteten viser at finansieringen er med på å øke rentabiliteten, noe som er positivt. En høyere gjeldsgrad fører til at Royal Caribbean har høyere finansiell risiko enn Carnival.

Egenkapitalveksten har økt siden 2001, og var i 2005 på ca 10 %. Driftsinntektene har også hatt en pen vekst i perioden, på rundt 10 % årlig. Driftskostnadene og finanskostnadene har også vokst i perioden, men kostnadsveksten har bare redusert nettoresultatet i 2001.

6 Budsjettering og fremtidsregnskap

Neste steg i verdsettelsen av Royal Caribbean er å utarbeide et fremtidsregnskap ved hjelp av innsikten vi har fått i den strategiske analysen og regnskapsanalysen.

Fremtidsregnskapet bør gi et bilde av en realistisk utvikling for selskapet, da det igjen danner grunnlaget for verdsettelsen, sammen med fremskrevne krav.

Sammenhengen mellom historisk og fremtidig lønnsomhet (internrente) er et empirisk spørsmål. Det er mange grunner til å forvente en sterk positiv korrelasjon mellom nåværende og fremtidig avkastning – i hvert fall på kort og mellomlang sikt. Årsakene til nåværende lønnsomhet vil ofte være varig. Virksomheter med lønnsomhetsproblemer vil sjelden løse disse over natten. Snuoperasjoner foretas over lang tid. Motsatt vil foretak som gjør det bra ha konkurransefortrinn, enten interne eller eksterne, som er av varig natur. I cruisebransjen kan stordriftsfordeler og godt omdømme vedlikeholdes og dermed gi grunnlag for fortsatt lønnsomhet. Konkurrenter kan bare gradvis eliminere eksisterende konkurransefordeler. Den analyse av historisk lønnsomhet og konkurransefortrinn som vi har foretatt i kapittel 5 og 6, vil derfor være til stor nytte når vi skal lage budsjett.

Penman (1991) har undersøkt hvordan rentabiliteten til amerikanske selskaper utvikler seg over tid (1969-85). Hvert år delte han inn selskapene inn i 20 porteføljer etter størrelsen på egenkapitalrentabiliteten. Utviklingen i rentabilitet de påfølgende år ble så undersøkt. Resultatet av undersøkelsen var at uansett utgangspunktet vil gjennomsnittet for hver gruppe selskaper bevege seg mot en felles verdi. Denne verdien på antas å være lik avkastningskravet. Resultatet kan forklares ut fra økonomisk teori. Høy avkastning vil tiltrekke konkurrenter. Kunder og leverandører vil også ønske seg en større andel av kaken. Det er derfor ikke lett å opprettholde ekstraordinær avkastning på permanent basis. Dessuten kan resultatet forklares ved at de verdier som skaps investeres i ny virksomhet ikke har samme høye avkastning. Dermed faller gjennomsnittsavkastningen over tid. Selskaper med en lavere avkastning enn avkastningskravet, vil enten effektivisere virksomheten eller avvikle den. Dette gjøres ikke over natten. Derfor vil utviklingen mot normal avkastning ta tid.

Nåværende avkastning på investert kapital er som regel høyst relevant som utgangspunkt for prognose over fremtidig avkastning for mellomlang sikt. Ifølge Gjesdal og Johnsen (1999) vil det være rimelig å anta at en eventuell unormal avkastning gradvis vil forsvinne etter 7-10 år dersom man ikke har annen informasjon. For Royal Caribbean mener vi at bevegelsen mot gjennomsnittet vil ta noe lenger enn 10 år, på grunn av konkurransefortrinn, som stordriftsfordeler og merkenavn.

6.1 Vekstanalyse

Vi begynner utarbeidelsen av fremtidsregnskapet med å analysere historisk vekst og lage et budsjett for de nærmeste årene. Veksten analyserer vi over tid og i forhold til Royal Caribbeans største konkurrent, Carnival. Vi gjennomførte en analyse av veksten under punkt 5.7.4 i regnskapsanalysen. Dette kan gi oss en pekepinn om veksten i fremtiden.

6.2 Budsjettering

For å utarbeide et fremtidsregnskap har vi budsjettert utviklingen til viktige budsjett drivere fra i år og frem til budsjett horisonten, hvor selskapet antas å gå inn i steady state. I praksis vil dette si at vi har gjort antagelser om utviklingen til viktige nøkkeltall fra 2006 til 2016, for så å anta konstant vekst.

6.2.1 Valg av budsjett horisont

”Budsjett horisonten er det året T der en går fra budsjettering til enkel fremskrivelse av verdidriverne rentabilitet, vekst og avkastningskrav” (BUS425, 2005). Det er to forhold vi har tatt hensyn til ved valg av budsjett horisont:

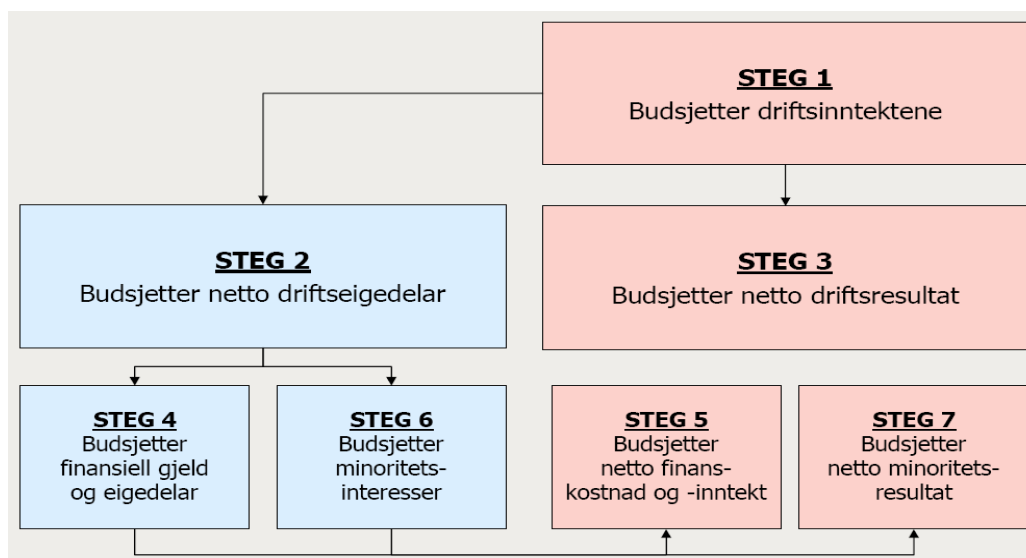
- Tidspunktet der konstant vekst er en rimelig forutsetning
- Kvaliteten på regnskapsføringen

Royal Caribbean fører regnskap etter USGAAP. Dette medfører at en stor del av de immaterielle verdiene ikke er balanseført i regnskapet. I tillegg til den regnskapsførte

6 Budsjettering og fremtidsregnskap

verdiskapningen har selskapet sannsynligvis høy verdiskapning gjennom oppbygging av merkevarenavn. Vi har forsøkt å tilbakeføre avskrivningene av goodwill og merkenavn, da vi tror dette gir et bedre bilde av virkeligheten. En budsjettperiode på 10-15 år kan være en god horisont ved kontantstrømbasert verdsettelse (Koller, Copeland og Murrin, 2000). Vi har valgt en budsjett horisont som går frem til 2016.

6.2.2 Rammeverk for budsjettering



Figur 6.2.2.1 Rammeverk for budsjettering (BUS425, 2005)

Enkel budsjettmodell

Vi bruker en enkel budsjetteringsmodell for utarbeidelse av fremtidsregnskap over budsjett horisonten fra 2006 til 2016. Begrunnelsen for å bruke denne modellen er at det er enklere å konsentrere seg om de viktigste faktorene dersom antall budsjett drivere begrenses. Det lite trolig at en mer kompleks budsjettmodell vil gjøre budsjettet bedre, selv om det ser mer nøyaktig ut. I tillegg blir det vanskelig å holde orden på all usikkerhet i en slik kompleks modell.

Budsjett driverene

Budsjettet til Royal Caribbean avhenger i hovedsak av syv budsjett drivere og budsjetteringen skjer derfor i syv steg:

6 Budsjettering og fremtidsregnskap

- Driftsinntektsveksten	$DI_t = (1 + \mathbf{div}_t) * DI_{t-1}$
- Omløpet til netto driftseiendeler	$NDE_{t-1} = DI_t / \mathbf{onde}_t$
- Netto driftsmargin	$NDR_t = \mathbf{ndm}_t * DI_t$
- Finansiell gjeldsdel	$FG_t = \mathbf{fgd}_t * NDE_t$
- Finansiell eiendelsdel	$FE_t = \mathbf{fed}_t * NDE_t$
- Finansiell gjeldsrente	$NFK_t = \mathbf{fgr}_t * FG_{t-1}$
- Finansiell eiendelsrentabilitet	$NFI_t = \mathbf{fer}_t * FE_{t-1}$

Utviklingen i budsjettdriverne

Flere av budsjettdriverne forutsetter vi konstante. For driftsinntektsvekst og netto driftsmargin har vi tre budsjettpunkter; kort sikt (2006), mellomlang sikt (2010) og lang sikt (2016). For disse to budsjettdriverne antar vi lineær utvikling mellom punktene på mellomlang og lang sikt. For de første årene har vi satt inn estimater fra DnB NOR Markets. Fra og med 2016 antar vi at selskapet går inn i en tilstand med konstant vekst.

Årsaken til at vi deler opp i tre ulike budsjettpunkter er at det er enklere å budsjettere nøyaktig på kort sikt, her kan vi blant annet benytte konsensusestimater fra meglere. På mellomlang sikt forutsetter vi som regel at nøkkeltallene vil ligge på historisk nivå. På lang sikt forsøker vi å finne en realistisk horisontverdi. Denne baserer seg på at selskapet ikke kan vokse raskere enn realøkonomien på lang sikt. Vi forsøker i budsjetteringen å legge til grunn et nøkternt positivt syn på Royal Caribbean.

6.2.3 Driftsinntektsveksten

Regnskapet til Royal Caribbean viser en driftsinntektsvekst på 7,6 % i 2005, en god del lavere enn veksten i 2004 som var 20,4 %. Gjennomsnittlig driftsinntektsvekst fra 1999 til 2005 var 10,8 % ved å benytte et vektet snitt (tallene kan ses i tabell 5.7.4.3). Figur 5.7.4.2 viser at driftsinntektsveksten svinger rundt 10 %. Den strategiske analysen avdekket at det er flere forhold som tilsier at driftsinntektsveksten vil holde seg de nærmeste årene. På verdensbasis er cruise den raskest voksende ferieformen. Det blir stadig flere pensjonister i den vestlige verden og dagens pensjonister er mer formuende

6 Budsjettering og fremtidsregnskap

enn tidligere generasjoner. Fordelaktig demografisk endring i alder og inntekt vil gi bransjen sterk vekst i tiden fremover. Det er også en tendens til at den økte velstanden fører til at de som har jobb, tar ut den økte velstanden i lenger ferie.

Tradisjonelt har cruise vært rettet mot middelaldrende. De senere årene har cruiseselskapene aktivt henvendt seg mot et yngre marked. Det er ikke lenger bare damer med blått hår som er målgruppen, opplyser General Manager Anna-Maija Isachsen i Royal Caribbean til DN. Hovedkundegruppen er folk mellom 30 og 50 år. Det satses dessuten mer på barnefamilier. Disse økte med 25 % i fjor ("Cruise er fremtiden", DN 27-04-06). Royal Caribbean har dermed skapt et nytt marked som er i sterk vekst.

Analysen av den økonomiske veksten i USA og Europa avdekket at det er grunn til å tro at denne vil øke. I tillegg vil også det private konsum øke i nær fremtid. Dette gir også grunn til å tro at driftsinntektsveksten vil holde seg oppe. Det introduseres også en rekke nye reiser i Middelhavet. Det er i dag bare 50-100.000 nordmenn som har vært på cruise. Royal Caribbean satser på å få flere nordmenn ut på cruiseferie. Fokuset for selskapet i fremtiden er vekst i Europa. Selskapet har hatt stor suksess så langt, og det er et enormt marked. Interessen for cruiseferie er voksende både i Norge og i Norden. I fjor var veksten på 20 prosent i Norden. Nordmenn reiser gjerne i Middelhavet om sommeren, mens Karibia er mest populært på høsten og i vintersesongen. Royal Caribbean er markedsledende både i Norge og Norden og har vel en tredjedel av det nordiske markedet ("30.000 norske på cruise i 2006", HegnarOnline, 27-02-06). Cruisereferiene hadde i alt 50.000 nordiske passasjerer i fjor og dette vil doble seg innen fire år tror General Manager Anna-Maija Isachsen i Royal Caribbean ("Cruisefeberen herjer", HegnarOnline 26-04-06).

Et annet vesentlig moment er inngangsbarrierer i bransjen. Som vi kom frem til i den strategiske analysen, er det moderate etableringshindringer og det er sannsynlig at de store aktørene kan skjerme seg godt mot konkurranse fra nye aktører den nærmeste tiden. Viktige etableringsbarrierer er stort kapitalbehov og skalafordeler. De store aktørene har dessuten opparbeidet seg sterke merkenavn. Et tredje etableringshinder vil være innpass

6 Budsjettering og fremtidsregnskap

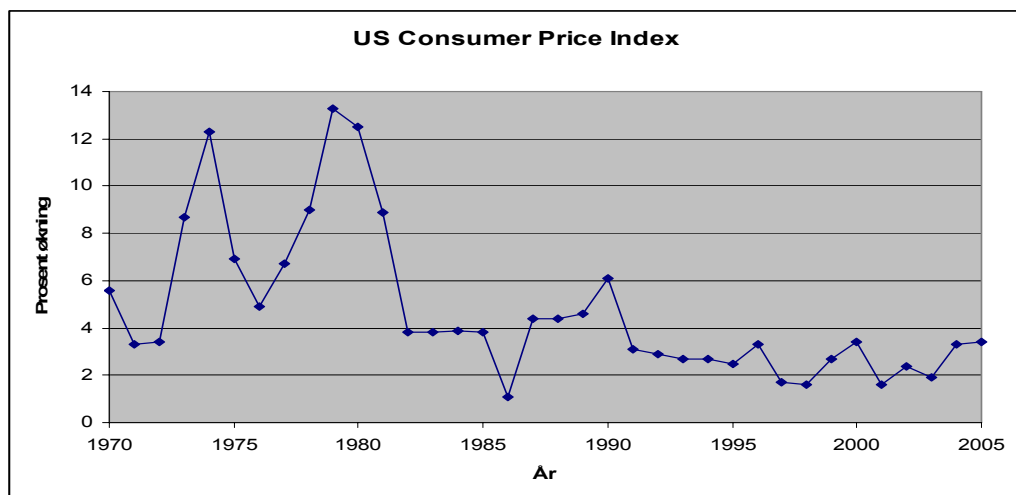
hos reisebyråene. For stort utvalg hos et reisebyrå kan forvirre kundene og det kan derfor være vanskelig å få innpass for en ny aktør. De etablerte aktørene kontrollerer også havnefasilitetene og kan derfor holde aktører borte fra de mest populære havnene.

I DnB NOR Markets' anbefalte aksjer – uke 17, 2006 (www.dnbnor.no/markets) ser vi at DnB NOR sine analytikere opererer med en forventet driftsinntektsvekst på henholdsvis 7,3 % og 8,4 % i 2006 og 2007. Vi benytter oss av disse estimatene. Med bakgrunn i den strategiske analysen og regnskapsanalysen antar vi at veksten vil opprettholdes på 10 % fra 2008 og frem til 2010. Vi viser en alternativ beregning av driftsinntektsvekst, der vi tar hensyn til kapasitet, i slutten av dette avsnittet.

På lang sikt kan ikke Royal Caribbean klare å opprettholde en vekst som er mye høyere enn veksten i realøkonomien. Vi velger derfor å la driftsinntektsveksten på lang sikt falle til 5 %. Dette innebærer en antakelse om inflasjon på rundt 3 % og en realvekst på 2 % for selskapet. Den historiske realveksten i USA har ligget rundt 3,5 % (www.odinfond.no). Realveksten for Royal Caribbean kan maksimalt være 3,5 %. Vi antar at den vil være noe lavere i 2016, og setter den til 2 %.

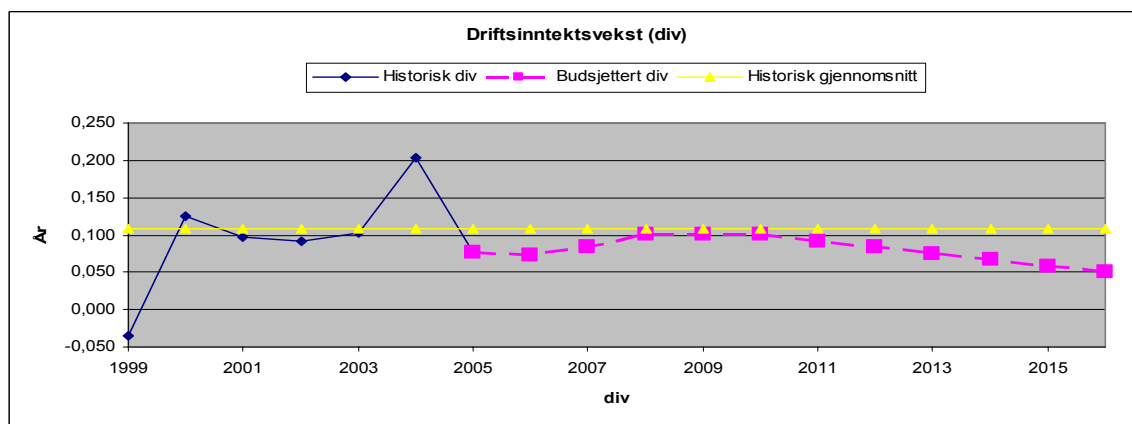
Antakelsen om 3 % inflasjon begrunner vi med historiske tall og forutsetning om fortsatt oppgang i økonomien fra den strategiske analysen. U.S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics har lagt ut en oversikt over utviklingen i USAs konsumprisindeks siden 1913. Vi ser nærmere på veksten i indeksen fra 1970 og frem til 2005 i figuren under. Veksten på 1970-tallet skyldes spesielle forhold og vi innsnevrer derfor analyseperioden til de siste 20 årene. Vi ser at den gjennomsnittlige veksten i konsumprisindeksen fra 1985 og frem til 2005 er 3 %.

6 Budsjettering og fremtidsregnskap



Figur 6.2.3.1 Vekst i konsumprisindeks i USA fra 1970 til 2005 (Tall fra www.bls.gov/cpi)

Ved å la veksten utvikle seg lineært mellom budsjettpunktene, får vi en utvikling for driftsinntektsveksten som vist i figuren nedenfor.



Figur 6.2.3.2 Budsjettet driftsinntektsvekst

En alternativ kapasitetsbetraktning

Ved utgangen av 2005 hadde Royal Caribbean 29 skip, med en total kapasitet på 63.200 passasjerer. Flere skip er under bestilling, og ett er allerede levert i 2006. Tabellen nedenfor viser estimert kapasitet for Royal Caribbeans flåte fremover. Med total kapasitet mener vi totalt antall senger.

6 Budsjettering og fremtidsregnskap

År	Nye skip	Kapasitet	Total kapasitet
2006	Freedom of the Seas	3600	66800
2007	Freedom Class II	3600	70400
2008	Freedom Class III + Celebrity	6450	76850
2009	Genesis	5400	82250
2010	Genesis Class II (?)	5400	87650

Tabell 6.2.3.1 Kapasitet Royal Caribbean 2006-2010

Tabellen nedenfor viser gross yield; driftsinntekter fordelt på available passenger cruise days (APCD). APCD er et mål på kapasitet, som antar belegg på to personer per lugar og multipliserer dette med antall cruisedager i perioden. Antall cruisedager i løpet av et år er færre enn antall dager i året, pga at skipene ikke er i bruk hele perioden. Som vi ser har gross yield variert noe i perioden 1999 til 2005. Det er ingen klar tendens, men de to siste årene ser vi at gross yield har økt.

År	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Driftsinntekter (i 1000)	2546152	2865846	3145250	3434347	3784249	4555375	4903174
APCD	10723205	12471083	15070305	17332806	19439238	21439288	21733724
Gross yield (per passasjer)	237,44	229,80	208,71	198,14	194,67	212,48	225,60
Økning i gross yield		-3,22 %	-9,18 %	-5,06 %	-1,75 %	9,15 %	6,18 %

Tabell 6.2.3.2 Gross yield 1999-2005

Vi forsøker å finne en utleiegrad for kapasiteten. Som et mål på utleiegrad benytter vi utleiedøgn. Dette finner vi ved å dividere antall passasjerer, for hvert år i perioden 1999-2005, på total kapasitet. Av tabellen nedenfor kommer det frem at gjennomsnittlig antall utleiedøgn ligger nokså stabilt over 50. Gjennomsnittet for årene i perioden er 52,7 døgn utleie per år.

År	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Passasjerer	1704034	2049902	2438849	2768475	2996607	3405227	3476287
Kapasitet	34300	40100	45854	53042	58232	60308	63200
Gjennomsnittlig antall utleiedøgn	49,7	51,1	53,2	52,2	51,5	56,5	55,0

Tabell 6.2.3.3 Antall utleiedøgn

Vi må nå finne ut hva som er gjennomsnittslengden for et cruise, per passasjer. Vi finner antall passasjerdøgn og passasjerer i årsrapportene 1999-2005. Gjennomsnittlig antall

6 Budsjettering og fremtidsregnskap

dager er passasjerdøgn dividert på passasjerer. Occupancy er et mål på belegg, der en dividerer faktiske passasjerdøgn på APCD. Siden det er mulig at flere enn to passasjerer deler en lugar, vil beleggsprosenten kunne ligge over 100 %. Vi ser at både gjennomsnittlig antall dager og occupancy er stabile nøkkeltall, på hhv 6,54 og 104,41 % for perioden.

År	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Snitt
Passasjerdøgn	11227196	13019811	15341570	18112782	20064702	22661965	23178560	
Passasjerer	1704034	2049902	2438849	2768475	2996607	3405227	3476287	
Gjennomsnittlig antall dager	6,59	6,35	6,29	6,54	6,70	6,66	6,67	6,54
Occupancy (%)	104,7	104,4	101,8	104,5	103,2	105,7	106,6	104,41

Tabell 6.2.3.4 Gjennomsnittlig cruiselengde per passasjer

Vi kan sette inn tallene vi har funnet over i en tabell, for å undersøke hvilken driftsinntektsvekst som rimelig kan forventes fra 2006 til 2010. Etter denne perioden har vi ingen informasjon om bestilling av skip, og et forsøk på å analysere vil være ren gjetting. Kapasiteten har vi beregnet i tabell 6.2.3.1, ut fra den informasjon som er tilgjengelig i nyeste årsrapport. Vi antar at historisk utleie på 52,7 døgn per år per køye vil fortsette. Vi finner da antall passasjerer ved å multiplisere kapasitet med 52,7. Vi antar videre at vi kan finne passasjerdøgn ved å multiplisere passasjerer med historisk gjennomsnittlig antall dager, som vi fant i tabellen over til å være 6,54. Occupancy beregnes ved formelen:

$$\text{Occupancy} = \text{Passasjerdøgn} / \text{APCD}$$

Vi antar at occupancy vil ligge på historisk snitt i fremtiden, på 104,41 %. Vi kan da regne oss frem til APCD ved å dividere passasjerdøgn på occupancy. For gross yield er det naturlig å anta at det nyeste rapporterte tallet er mest relevant. Vi antar derfor en gross yield på 225,6 i perioden frem til 2010. Driftsinntektene finner vi da ved å multiplisere APCD med gross yield. Vi finner så driftsinntektsveksten og kan sammenligne med den vi har antatt tidligere.

6 Budsjettering og fremtidsregnskap

År	Kapasitet	Passasjerer	Passasjerdøgn	APCD	Gross yield	Driftsinntekter	div	Antatt div
2006	66800	3522360,197	23042031,17	24059172,3	225,60	5427800	0,107	0,073
2007	70400	3712187,992	24283817,28	25355774,4	225,60	5720316	0,054	0,084
2008	76850	4052296,125	26508684,07	27678853,1	225,60	6244408	0,092	0,100
2009	82250	4337037,818	28371363,23	29623756,3	225,60	6683182	0,070	0,100
2010	87650	4621779,511	30234042,4	31568659,4	225,60	7121956	0,066	0,100

Tabell 6.2.3.5 Oversikt over driftsinntekter og driftsinntektsvekst

I 2006 ser vi at driftsinntektsveksten ligger noe høyere enn DnB estimatet. For resten av perioden ligger driftsinntektsveksten ved denne metoden noe lavere enn tidligere antatt driftsinntektsvekst.

Antakelsen om konstant nominell gross yield er sannsynligvis noe konservativ, da Royal Caribbean får bedre skip og etterspørselen er økende. Det er lite realistisk at inntektene per passasjer skal øke mindre enn konsumprisindeksen. Vi setter derfor inn en tabell tilsvarende 6.2.3.5, hvor vi antar at gross yield øker med 3 % per år frem til 2010, slik at realverdien av gross yield er konstant. Som vi ser i tabellen (6.2.3.6), får vi da en driftsinntektsvekst som ligger i nærheten av den vi allerede har antatt, men er noe høyere et par av årene.

År	Kapasitet	Passasjerer	Passasjerdøgn	APCD	Gross yield	Driftsinntekter	div	Antatt div
2006	66800	3522360	23042031	24059172	225,60	5427800	0,107	0,073
2007	70400	3712188	24283817	25355774	232,37	5891926	0,086	0,084
2008	76850	4052296	26508684	27678853	239,34	6624692	0,124	0,100
2009	82250	4337038	28371363	29623756	246,52	7302893	0,102	0,100
2010	87650	4621780	30234042	31568659	253,92	8015824	0,098	0,100

Tabell 6.2.3.6 Oversikt over driftsinntekter og driftsinntektsvekst, med inflasjon

Vi ser at den geometrisk gjennomsnittlige veksten i kapasitet er rundt 5,6 %. Hvis denne hadde fortsatt frem til 2016, ville vi da hatt en kapasitet på omtrent 121.500 køyer, hvis vi ser bort fra avgang av skip. Dette tilsvarer omtrent 6.405.400 passasjerer med antatt utleiegrad. Antall passasjerdøgn og APCD blir da hhv 41.891.300 og 40.122.000. Hvis gross yield fortsetter å øke med 3 % til 2016, slik at gross yield i 2016 blir 303,2, skulle driftsinntektene dette året bli 12.164.965 (i 1000). I vårt fremtidsregnskap er denne størrelsen budsjettert til 11.436.849 (i 1000). Vårt anslag er altså noe mer konservativt, størrelsene ser ut til å ha en sammenheng.

6 Budsjettering og fremtidsregnskap

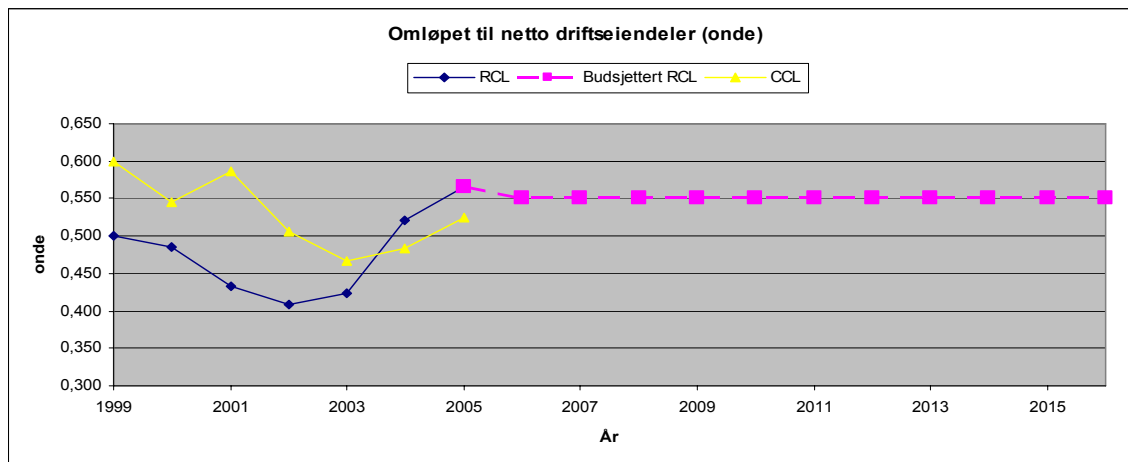
Geometrisk vekst i driftinntekten ved denne kapasitetsberegningen tilsvarer 7,2 % fra 2010 til 2016. Dette stemmer godt med vår vekstantakelse som faller lineært fra 10 % til 5 % i samme periode.

Vi kan også undersøke hvilken antakelse om kapasitetsvekst som implisitt ligger i vårt anslag for driftsinntekter frem til 2016. Vi dividerer vårt anslag på driftsinntekter i 2016 med gross yield på 303,2, for å finne APCD i 2016. APCD i 2016 blir da 37.720.478. Med en occupancy på 104,41 % tilsvarer dette 39.383.951 passasjerdøgn, eller 6.022.010 passasjerer. Implisitt antatt kapasitet blir da 114.270 køyer. Dette tilsvarer en geometrisk vekst i kapasitet på 5,52 % fra 2006 til 2016. Dette kan virke noe høyt over en så lang periode, men som vi var inne på i den strategiske analysen er bransjen i vekst. Bransjen har klart å henvende seg til en bredere kundegruppe og har både funnet geografiske markeder. I et slikt perspektiv er kanskje vekstforutsetningen rimelig.

6.2.4 Omløpet til netto driftseiendeler

Omløpet til netto driftseiendeler (onde) gjenspeiler effektiviteten i bruk av netto driftskapital. Selskap med lav effektivitet i bruken av netto driftskapital setter inn tiltak for å bedre omløpet, mens selskap med høyt omløp ikke klarer å opprettholde dette på sikt. Vi ser at Royal Caribbean historisk har ligget noe under Carnival i omløp til netto driftseiendeler, men at de fra og med 2004 ligger over konkurrenten. Hvis dette vedvarer, er det positivt for Royal Caribbean. Vi ser heller ingen grunn til at den skal gå ned igjen. Vi antar derfor at omløpet i 2006 omtrent vil tilsvare omløpet i 2005. Omløpet vil ligge konstant på 0,55 i fremtiden.

6 Budsjettering og fremtidsregnskap



Figur 6.2.4.1 Budsjettert omløp til netto driftseiendeler

6.2.5 Netto driftsmargin

Av regnskapsanalysen så vi at Royal Caribbean har en vektet gjennomsnittlig driftsmargin på rundt 16,4 %. Konkurrenten Carnival har en høyere gjennomsnittlig driftsmargin på nesten 22,6 %. I 2005 hadde Royal Caribbean en noe bedret driftsmargin i forhold til tidligere år, på 17,8 %. Det er sannsynlig at marginen kan opprettholdes som følge av etableringsbarrierer og vekst i bransjen. Et godt innarbeidet merkenavn vil også føre til at selskapet kan opprettholde en god margin, selv med konkurranse fra nye lavprisaktører. I den strategiske analysen kom vi også frem til at kundene og leverandørene hadde lav forhandlingsmakt. Dette tilsier at Royal Caribbean kan opprettholde marginen på mellomlang sikt. Der er heller ingen grunn til å tro at marginene vil bedre seg spesielt mye. Selskapet har ingen strategi for å tiltrekke seg et mer betalingsvillig segment, men satser på volummarkedet.

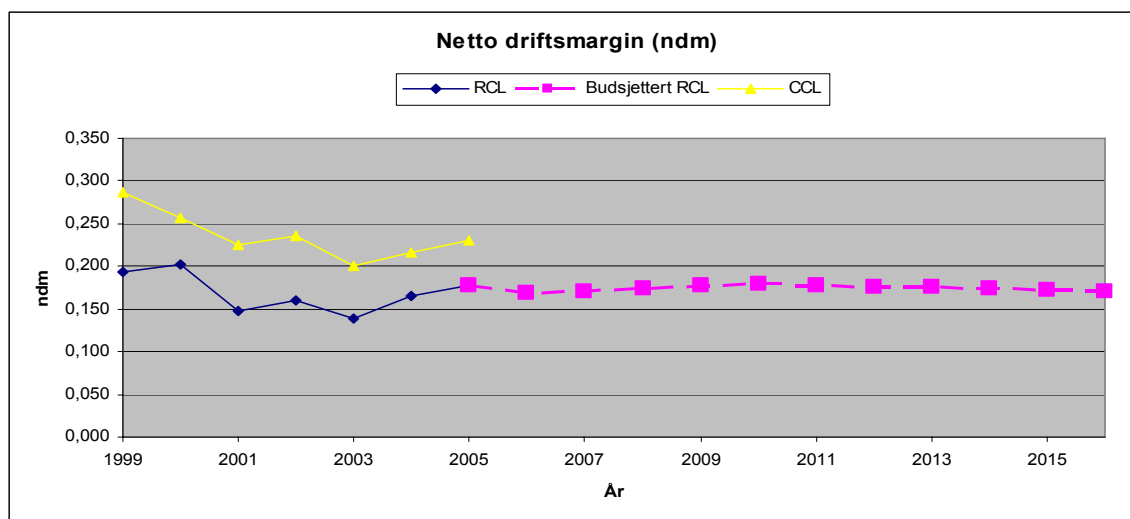
De gode tidene i verdensøkonomien løfter cruisenæringen. Lanseringen av "Freedom of the seas" har ført til en økning i billettprisene. Royal Caribbean melder også om rimelig fulle seilinger frem til mars neste år med "Freedom of the seas" ("Verdt hver eneste krone", HegnarOnline 26-04-06). Første kvartalsrapporten for 2006 viser også at Royal Caribbean har en god kostnadskontroll, tross økning i drivstoffprisene. I tillegg venter

6 Budsjettering og fremtidsregnskap

både analytikere og ledelsen i selskapet bedre marginer fremover ("RCCL fosser frem", DN 27-04-06).

Ifølge Styreformann Fain i Royal Caribbean er farten i bookingen og etterspørselen fortsatt positiv. Han mener det er grunn til å vente en fortjeneste per aksje (EPS) på 2,95-3,15 dollar. Årsaken til at selskapet klarer å opprettholde nivået på fortjenesten, selv med den siste tidens økning i drivstoffprisene, er forventet økning i billettprisene.

Vi bruker DnB NOR Markets' estimat for netto driftsmargin i 2006, på 16,8 %. Vi har med bakgrunn i strategisk analyse og historiske regnskapstall tro på at selskapet vil klare å bevege seg mot en netto driftsmargin på 18 % i 2010. På lengre sikt kan nedbygging av etableringsbarrierer føre til sterkere konkurranse og dermed press på marginen. En liten nedgang i marginen til 17 % i 2016, kan derfor være en rimelig antakelse.



Figur 6.2.5.1 Budsjettert netto driftsmargin

Beregning av kostnader for nybygging av skip

Royal Caribbean har et omfattende program for bygging av nye skip, som vi nevnte i avsnittet om driftsinntektsvekst. Hvis vi hadde kjent til kostnadene til nybyggingsprogrammet kunne vi gjort en alternativ beregning av netto driftsmargin fremover. Kostnadene knyttet til skip er sannsynligvis de vesentligste kostnadene i

6 Budsjettering og fremtidsregnskap

cruisebransjen. Disse kostnadene er mye større enn for eksempel lønn til besetning, drivstoff og forbruk om bord. En enkel betraktning av hvordan skipskostnadene utvikler seg vil kunne gi et bilde av fremtidig netto driftsmargin. Vi mangler dessverre informasjon om kostnadene knyttet til nybyggingsprogrammet, og kan derfor ikke utføre en slik analyse.

6.2.6 Finansiell gjeldsdel

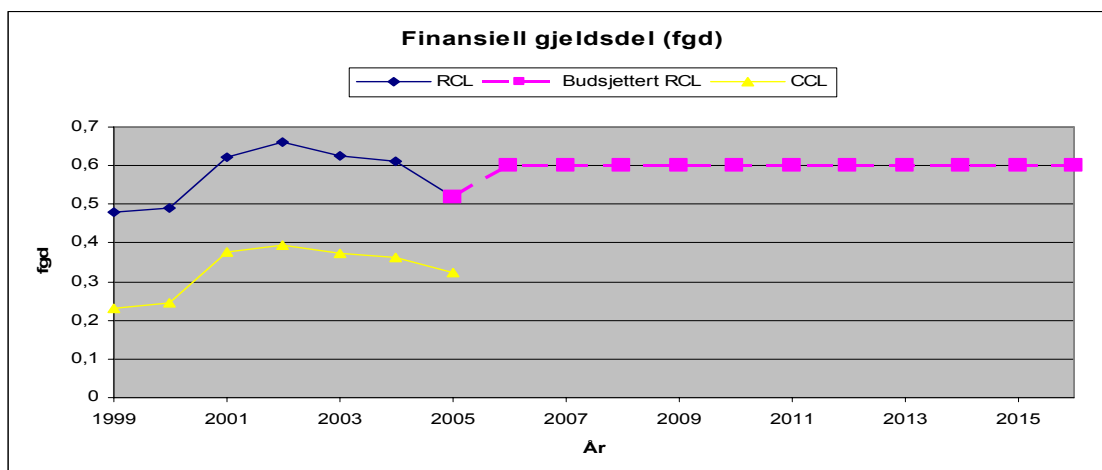
Kapitalstrukturen og dermed netto finansiell gjeldsdel i et selskap er gjerne stabil over tid, men virksomheter med mye gjeld vil ofte ønske å redusere gjelden, og virksomheter med lite gjeld kan finne det lønnsomt å øke gjeldsgraden. Selskaper med høy egenkapitalandel er mindre risikable for kreditorene og selskapene får dermed lån med gunstigere betingelser. Selskaper med lav egenkapitalandel må betale en større risikopremie på kapitalen de låner.

fgd	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Vektet
RCL	0,479	0,489	0,620	0,663	0,626	0,613	0,519	0,588
CCL	0,229	0,245	0,377	0,395	0,374	0,361	0,323	0,349

Tabell 6.2.6 Historisk finansiell gjeldsdel

Figuren nedenfor viser Royal Caribbeans og Carnivals finansielle gjeldsdel (fgd) fra 1999-2005, samt budsjettert utvikling frem til 2016. Vi antar at den finansielle gjeldsdelen vil holde seg konstant på 0,6. Carnival har jevnt over hatt en lavere finansiell gjeldsdel enn Royal Caribbean.

6 Budsjettering og fremtidsregnskap



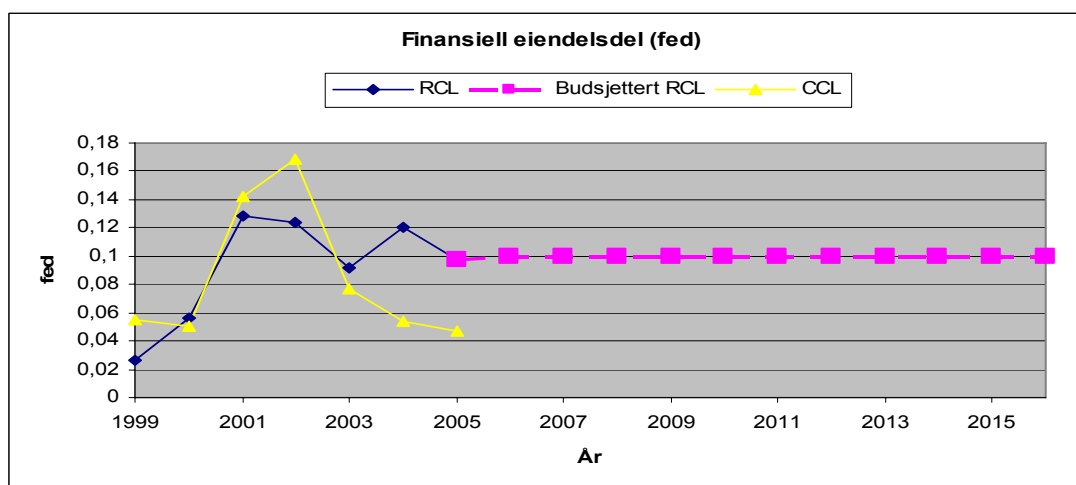
Figur 6.2.6.1 Budsjettert finansiell gjeldsdel

6.2.7 Finansiell eiendelsdel

fed	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Vektet
RCL	0,027	0,056	0,129	0,124	0,091	0,120	0,098	0,102
CCL	0,055	0,051	0,143	0,168	0,077	0,053	0,047	0,083

Tabell 6.2.7.1 Historisk finansiell eiendelsdel

Vi ser av tabellen over at Royal Caribbean har en høyere finansiell eiendelsdel enn Carnival. Det vektede historiske snittet ligger på 10,2 % og vi antar derfor at den vil holde seg stabil på 10 % frem til 2016, med samme begrunnelse som for finansiell gjeldsdel.



Figur 6.2.7.1 Budsjettert finansiell eiendelsdel

6.2.8 Finansiell gjeldsrente

Det rimelig å tro at renten på netto finansiell gjeld er lik netto finansielt krav. Årsaken til dette er at det er vanskelig å oppnå bedre rente enn markedsrenten, dersom kapitalmarkedet er velfungerende. Dessuten antar vi at netto finansiell gjeld hos Royal Caribbean er balanseført til tilnærmet virkelig verdi, siden regnskapet er ført etter USGAAP. Kravet til netto finansiell gjeld avhenger av kapitalstruktur, renteutvikling og kredittrisiko. Hos Royal Caribbean vil kravet til finansiell gjeld holde seg stabilt siden netto gjeldsgrad og kredittrisiko varierer lite. Vi forventer ikke at risikofri rente vil endre seg mye over budsjetthorisonen. Så lenge det er grunn til å tro at vilkårene for velfungerende kapitalmarked er oppfylt og at netto finansiell gjeld er oppført til tilnærmet virkelig verdi, vil finansielt gjeldskrav avhenge av risikofri rente, den systematiske risikoen til finansiell gjeld, samt en kredittrisikopremie.

Finansielt gjeldskrav kan da regnes ut med følgende oppsett:

År	2006	2007	2008	2014	2015	2016
Risikofri rente etter skatt	0,034	0,034	0,034	0,034	0,034	0,034
+ Finansiell gjeldsbeta	0,066	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100
* Risikopremie	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065
+ Kredittrisikopremie	0,008	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
= Finansielt gjeldskrav	0,047	0,054	0,054	0,054	0,054	0,054

Tabell 6.2.8.1 Budsjettert gjeldskrav

Vi vil nå presentere våre estimat på variablene risikofri rente, finansiell gjeldsbeta, risikopremien i markedet og kredittrisikopremien.

Risikofri rente

Vi ser i Datastream (29.03.2006) at USIBOR ligger på 4,96 %, mens 20-års historisk gjennomsnitt ligger på 5,22 %. Denne renten inneholder ifølge BUS425 notater et risikotillegg på ca. 10 %. Etter at vi har justert for dette risikotillegget og for skatt, får vi et estimat på risikofri rente på 3,4 % etter skatt.

Finansiell gjeldsbeta

Den finansielle gjeldsbetaen finner vi gjennom den finansielle eiendelsbetaen for regnskapsperioden 1999-2005. Denne betaen brukes for å regne seg tilbake fra netto finansiell gjeldsbeta til finansiell gjeldsbeta. Sammenhengen mellom betaene til de ulike finansielle eiendelene kan skrives:

$$\beta_{FE} * FE = \beta_{KON} * KON + \beta_{INV} * INV,$$

der FE = finansielle eiendeler, KON = kontanter og INV = finansielle investeringer

Vi antar at kontantbeta tilsvare 0, slik vi gjorde for historiske avkastningskrav i avsnitt 5.7.1. Tilsvarende antar vi en investeringsbeta på 1. Vi får da følgende sammenheng for beta til finansielle eiendeler: $\beta_{FE} = \text{Investeringer} / \text{Finansielle eiendeler}$

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	99-05	Vektet
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt	0,310	0,691	0,452	0,688	0,614	0,501	0,718	0,543	0,601
= Finansiell eiendelsbeta	0,310	0,691	0,452	0,688	0,614	0,501	0,718	0,543	0,601

Tabell 6.2.8.2 Historisk finansiell eiendelsbeta

Vi antar at finansiell eiendelsbeta i 2006 er lik det tidsvektede snittet på 0,601. Årsaken til dette er at vi har forutsatt at kapitalstrukturen skal tilsvare det vektete historiske snittet. Dette vil opprettholdes så lenge kapitalstrukturen er konstant. Siden vi forutsetter at beta til netto finansiell gjeld er 0, ved at den systematiske risikoen til finansiell gjeld balanseres av den systematiske risikoen til finansielle eiendeler, kan vi finne finansiell gjeldsbeta som i tabellen nedenfor. Den finansielle gjeldsbetaen blir da konstant på 0,10.

År	2006	2007	2008	2014	2015	2016
Finansiell gjeldsbeta	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100
* Finansiell gjeldsvekt	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
- Finansiell eiendelsbeta	0,601	0,601	0,601	0,601	0,601	0,601
* Finansiell eiendelsvekt	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Tabell 6.2.8.3 Budsjetterte betaverdier

Risikopremie

Gjennomsnittlig risikopremie på Oslo Børs fra 1958 til 2005, når en ser bort fra de 10 % høyeste og laveste verdiene, er 6,5 % (Vedlegg 13). Grunnen til at vi tar bort de høyeste og laveste verdiene er at vi har en for kort analyseperiode, og derfor må normalisere tallene. Dersom vi hadde lagt en lenger periode til grunn, for eksempel 1900 til 2005, hadde det ikke vært behov for normalisering.

I artikkelen "The Worldwide Equity Premium: A Smaller Puzzle" (Dimson, Marsh og Staunton, 2006) er det beregnet risikopremier for 17 land. Risikopremien er definert som forskjellen mellom gjennomsnittlig realavkastning for aksje- og sertifikatinvesteringer. Beregningene er gjennomført etter aritmetisk gjennomsnitt. Premiene er beregnet på grunnlag av avkastningstall for perioden 1900 til 2005. Det er store variasjoner i risikopremiene mellom land. Norge ligger ikke blant de høyeste med sine 5,7 % (vedlegg 14). Dette er før skatt. Etter skatt blir risikopremien $5,7\% + 0,28 * 2,75\% = 6,47\%$. 2,75 % er styringsrenten til Norges Bank fom 1. juni 2006.

En risikopremie på 6,5 % synes derfor naturlig for fremtiden. Dette er noe høyere enn økonomer har antatt tidligere, men kan stemme godt i et mer internasjonalt perspektiv. Gjennomsnittlig risikopremie for de 17 landene var 6,07 % før skatt. USA har en gjennomsnittlig risikopremie på 7,41 % før skatt i denne perioden. Det er naturlig å tenke seg at Norge kan få et mer internasjonalt nivå på risikopremien.

Professor Thore Johnsen ved Norges Handelshøyskole har beregnet en premie på 4,4 % før skatt i perioden 1900-2005 (Boye, Hansen, Hveem og Torgrimsen, 2006). Dette er betydelig lavere enn de andre estimatene vi har nevnt.

Vi antar en risikopremie på 6,5 % i fremtiden. Siden dette er et usikkert estimat, som er svært kritisk for verdiestimatet, vil vi foreta en sensitivitetsanalyse av denne forutsetningen. Vi vil da se hva estimert verdi blir med Thore Johnsen sitt anslag på risikopremie.

6 Budsjettering og fremtidsregnskap

Kreditrisikopremie

Kreditrisikoen fremover finner vi gjennom syntetisk rating med utgangspunkt i to nøkkeltall: Egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Disse kan gi et anslag på konkursrisiko, som gir grunnlag for å finne kreditrisikopremien. Kreditrisikopremien er en kreditrisikofaktor multiplisert med risikofri rente. Oversikt over sammenhengen mellom rating og kreditrisikofaktorer finnes i vedlegg 6. Tabellen nedenfor viser sammenhengen mellom risikofaktor og risikopremie.

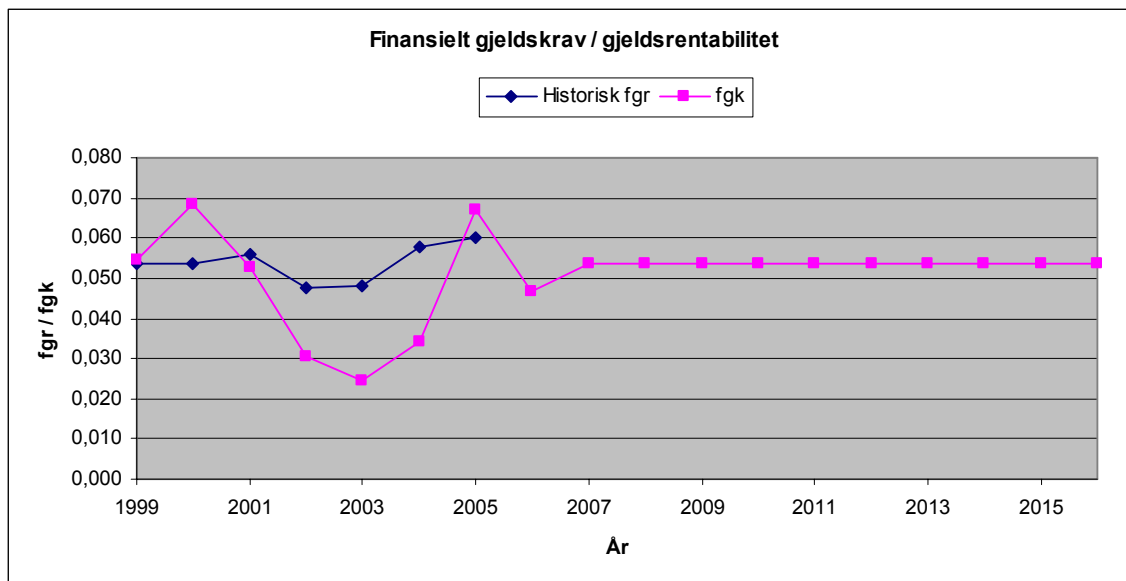
År	2006	2007	2008	2014	2015	2016
Netto driftsrentabilitet	0,089	0,088	0,088	0,083	0,082	0,081
Egenkapitalprosent	0,455	0,455	0,455	0,455	0,455	0,455
ndr-rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BB	BB
ekp-rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Gjennomsnittsrating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Kreditrisikofaktor	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400
* Risikofri rente	0,032	0,032	0,032	0,033	0,034	0,034
= Kreditrisikopremie	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,014

Tabell 6.2.8.4 Budsjettert kreditrisikopremie

Budsjettert finansiell gjeldsrente

Vi har nå funnet budsjettert finansielt gjeldskrav som fremstilt i grafen nedenfor. Vi legger merke til av at Royal Caribbean historisk har betalt en finansiell gjeldsrente over kravet. Dette er ikke bra, men vi regner med at selskapet i fremtiden vil klare å oppnå en rente lik kravet.

6 Budsjettering og fremtidsregnskap



Figur 6.2.8.1 Budsjettert gjeldskrav / gjeldsrente

6.2.9 Finansiell eiendelsrentabilitet

Vi tror ikke Royal Caribbean vil komme til å skape mer- eller mindreverdi på sine finansielle eiendeler. Det virker mer naturlig å anta at rentabiliteten på de finansielle eiendelene vil ha samme utvikling som kravet. Det finansielle eiendelskravet vil avhenge av den risikofri renten etter skatt, pluss et risikotillegg for den systematiske risikoen på eiendelene. Risikofri rente antok vi i avsnitt 6.2.8 å holde seg stabilt på 5,22 % fremover. Risikopremien etter skatt antok vi å være 6,5 %.

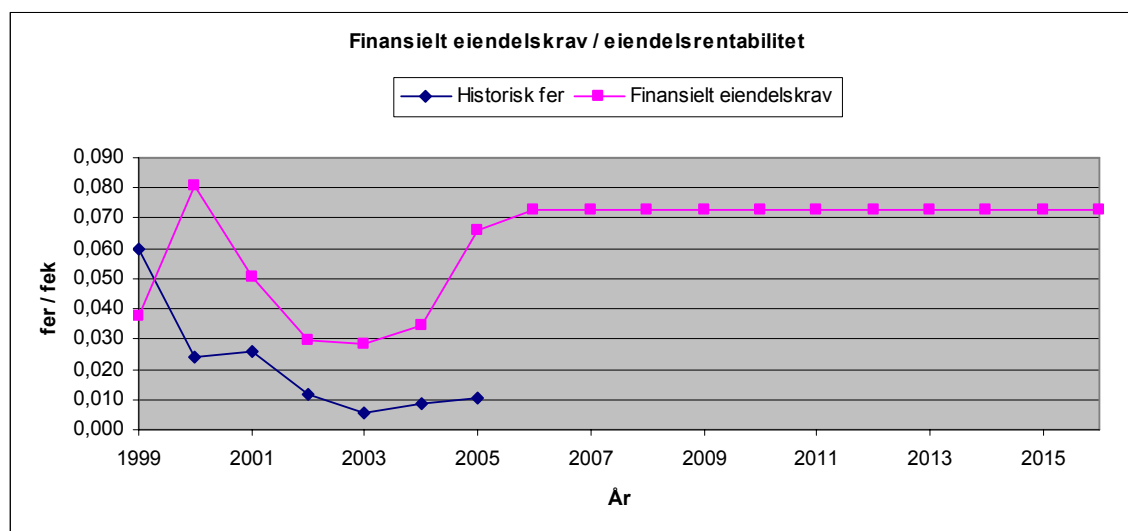
Finansiell eiendelsrentabilitet kan regnes ut slik:

År	2006	2007	2008	2014	2015	2016
Risikofri rente etter skatt	0,034	0,034	0,034	0,034	0,034	0,034
+ Finansiell eiendelsbeta	0,601	0,601	0,601	0,601	0,601	0,601
* Risikopremie etter skatt	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065
= Finansielt eiendelskrav	0,073	0,073	0,073	0,073	0,073	0,073

Tabell 6.2.9.1 Budsjettert eiendelskrav

6 Budsjettering og fremtidsregnskap

Vi får da en figur som ser slik ut:



Figur 6.2.9.1 Budsjettert eiendelskrav / eiendelsrentabilitet

6.3 Fremtidsregnskap

Vi har nå det som trengs for fremtidsregnskapet. Av plasshensyn kan vi kun vise utviklingen i 6 år. Vi velger å vise utvikling fra 2006 til 2008, for så å se på årene 2014 til 2016, som er de tre siste årene før Royal Caribbean ender opp i steady state.

Grunnlaget for fremtidsregnskapet er de budsjettdriverene vi har diskutert i avsnitt 6.2.

Tabellen nedenfor oppsummerer våre forutsetninger for utviklingen i disse budsjettdriverene.

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntektsvekst	div	0,073	0,084	0,100	0,100	0,100	0,092	0,083	0,075	0,067	0,058	0,050
Omløp til NDE	onde	0,550	0,550	0,550	0,550	0,550	0,550	0,550	0,550	0,550	0,550	0,550
Netto driftsmargin	ndm	0,168	0,171	0,174	0,177	0,180	0,178	0,177	0,175	0,173	0,172	0,170
Finansielt gjeldskrav	fgk	0,047	0,054	0,054	0,054	0,054	0,054	0,054	0,054	0,054	0,054	0,054
Finansielt eiendelskrav	fek	0,073	0,073	0,073	0,073	0,073	0,073	0,073	0,073	0,073	0,073	0,073
Finansiell eiendelsdel	fed	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100
Finansiell gjeldsdel	fgd	0,600	0,600	0,600	0,600	0,600	0,600	0,600	0,600	0,600	0,600	0,600

Tabell 6.3.1 Forutsatt utvikling i budsjettdriverene

6.3.1 Fremtidsresultat

Fremtidsresultat	2006	2007	2008	2014	2015	2016
Driftsinntekter	5259000	5702000	6272200	10291878	10892237	11436849
→ Netto driftsresultat	883512	975042	1091363	1783925	1869834	1944264
+ Netto finansinntekt	32368	75568	83124	136396	144352	151569
= Nettoresultat til SSK	915880	1050610	1174487	1920321	2014186	2095834
- Netto finanskostnad	188823	335070	368577	604787	640066	672069
= Nettoresultat til EK	727057	715539	805910	1315534	1374120	1423764
+ Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0
+ Unormalt netto finansresultat	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat	727057	715539	805910	1315534	1374120	1423764
- Fri kontantstrøm til EK	1236492	197176	235710	769752	879018	903907
= Endring i EK	-509435	518364	570200	545781	495102	519857

Tabell 6.3.1.1 Fremtidsregnskap

Driftsinntektene kommer vi frem til ved å multiplisere driftsinntektene fra foregående år med budsjettert driftsinntektsvekst, mens netto driftsresultat fremkommer ved å multiplisere driftsinntektene med budsjettert netto driftsmargin. Netto finansinntekter finnes ved å multiplisere inngående verdi av finansielle eiendeler med finansiell eiendelsrentabilitet. Netto finanskostnad finnes likedan ved å multiplisere inngående verdi av finansiell gjeld med finansiell gjeldsrente. Unormalt netto driftsresultat og unormalt netto finansresultat må per definisjon være lik null siden disse postene er unormale og derfor umulig å forutsi i fremtiden. Fri kontantstrøm til egenkapital finnes i oppsettet for kontantstrøm i 6.3.1 og 6.3.3.

6.3.2 Fremtidsbalanse

Fremtidsbalanse	2006	2007	2008	2014	2015	2016
Netto driftseiendeler	10367273	11404000	12544400	19804067	20794271	21833984
+ Finansielle eiendeler	1036727	1140400	1254440	1980407	2079427	2183398
= Sysselsatte eiendeler	11404000	12544400	13798840	21784474	22873698	24017383
Egenkapital	5183636	5702000	6272200	9902034	10397135	10916992
+ Finansiell gjeld	6220364	6842400	7526640	11882440	12476563	13100391
= Sysselsatt kapital	11404000	12544400	13798840	21784474	22873698	24017383

Tabell 6.3.2.1 Fremtidsbalanse

Netto driftseiendeler for et år kan beregnes ved å dividere neste års driftsinntekter på neste års omløp til netto driftseiendeler. Finansielle eiendeler finnes ved å multiplisere netto driftseiendeler med finansiell eiendelsdel. Finansiell gjeld regnes ut ved å

6 Budsjettering og fremtidsregnskap

multiplisere netto driftseiendeler med finansiell gjeldsdel. Egenkapital bergenes ved å trekke netto finansiell gjeld (finansiell gjeld – finansielle eiendeler) fra netto driftseiendeler.

6.3.3 Fremtidig fri kontantstrøm

Fremtidig fri kontantstrøm	2006	2007	2008	2014	2015	2016
Netto driftsresultat	883512	975042	1091363	1783925	1869834	1944264
+ Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0
- Endring i netto driftseiendeler	1062748	1036727	1140400	1091563	990203	1039714
= Fri kontantstrøm fra drift	-179236	-61685	-49037	692363	879631	904551
+ Netto finansinntekt	32368	75568	83124	136396	144352	151569
+ Unormal netto finansinntekt	0	0	0	0	0	0
- Endring i finansielle eiendeler	592662	103673	114040	109156	99020	103971
= FKS til SSK	-739530	-89790	-79953	719602	924962	952149
- Netto finanskostnad	188823	335070	368577	604787	640066	672069
+ Endring i finansiell gjeld	2164845	622036	684240	654938	594122	623828
= FKS til egenkapital	1236492	197176	235710	769752	879018	903907

Tabell 6.3.3.1 Fremtidig fri kontantstrøm

6.4 Fremskrivning av krav

6.4.1 Fremskrivning av avkastningskravet

Avkastningskravet må fremskrives frem til og utover budsjettthorisonen i 2016.

Fremgangsmåten for å finne kapitalene blir som i 5.7.1 Historiske avkastningskrav. For å verdsette delkapitalene i Royal Caribbean må vi ha følgende avkastningskrav:

- Egenkapitalkrav
- Krav til netto finansiell gjeld = krav til finansiell gjeld – krav til finansielle eiendeler
- Krav til netto driftskapital
- Krav til sysselsatt kapital

Avkastningskrav til egenkapital

Utregningen av egenkapitalkrav (ekk) blir i prinsippet som tidligere. Som grunnlag for å fremskrive kravene bruker vi avkastningskravet til egenkapital i 2005. Dette har vi beregnet i tabell 6.4.1.1. Vi har sett bort fra effektiv utbytteskatt i denne beregningen, men vi vil foreta en sensitivitetsanalyse av denne faktoren i kapittel 8.1.10

6 Budsjettering og fremtidsregnskap

Vi fant i kapittel 5.7.1 at egenkapitalbetaen i Datastream var 1,14. Denne justerte vi til 1,093 ved hjelp av Merrill Lynch metoden. Egenkapitalbetaen er avhengig av foretakets finansiering. Vi fant derfor en ny beta for hvert år i analyseperioden fra 1999 til 2005 (tabell 5.7.1.4 og 5.7.1.5). Vi benytter egenkapitalbetaen for 2005 for å beregne egenkapitalkravet samme år. Denne betaen er ikke korrekt, men vi vil senere foreta en korleksjon av avkastningskravet, slik at denne feilen blir rettet opp.

USIBOR, 3 mnd	0,052
- Risikotillegg, 10% av USIBOR	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,047
- 28% skatt	0,013
= Risikofri rente etter skatt	0,034
+ Beta for 2005	0,982
* Risikopremie etter skatt	0,065
+ Likviditetspremie	0,000
= Egenkapitalkrav	0,098

Tabell 6.4.1.1 Egenkapitalkrav for 2005

Krav til avkastning på netto finansiell gjeld

Som tidligere regnes netto finansiell gjeld ut ved følgende formel:

$$\text{nfgk} = \text{fgk} * (\text{FG} / \text{NFG}) - \text{fek} * (\text{FE} / \text{NFG})$$

Finansielt gjeldskrav (fgk) og finansielt eiendelskrav (fek) har vi allerede funnet i budsjetteringen (6.2.8 og 6.2.9).

År	2006	2007	2008	2014	2015	2016
Finansielt gjeldskrav	0,047	0,054	0,054	0,054	0,054	0,054
* Finansiell gjeldsvekt	1,123	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
- Finansielt eiendelskrav	0,073	0,073	0,073	0,073	0,073	0,073
* Finansiell eiendelsvekt	0,123	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200
= Netto finansielt gjeldskrav	0,043	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050

Tabell 6.4.1.2 Fremtidig netto finansielt gjeldskrav

Netto driftskravet

Avkastningskravet til netto driftskapital er den vektete summen av avkastningskravet til egenkapitalen og netto finansiell gjeld. For Royal Caribbean har vi:

$$\text{ndk} = \text{ekk} * (\text{EK} / \text{NDK}) + \text{nfgk} * (\text{NFG} / \text{NDK})$$

Vektingen skal i prinsippet skje ved hjelp av markedsverdier. Vi velger å benytte balanseførte verdier i første omgang, for deretter å foreta en konvergering som justerer for feilen vi gjør ved å benytte regnskapsmessige vekter. Dette er i tråd med en regnskapsbasert verdsettelse. Vi kunne også benyttet børsverdi som grunnlag for å vekte kravet til egenkapitalen. Dette gjør vi i avsnitt 7.7, med en alternativ metode som benytter seg av konstant vektet avkastningskrav (WACC).

Vi benytter egenkapitalkravet vi har beregnet i tabell 6.4.1.1 for å finne netto driftskrav i 2005. Deretter holder vi netto driftskrav konstant, med begrunnelse om konstant driftsrisiko. Egenkapitalkravet for 2006 og fremover finnes da ved hjelp av formelen for ndk over.

	2005	2006	2007	2008
Egenkapitalkrav	0,098	0,108	0,116	0,116
* Egenkapitalvekt	0,555	0,612	0,500	0,500
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,065	0,043	0,050	0,050
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,445	0,388	0,500	0,500
= Netto driftskrav	0,083	0,083	0,083	0,083

Tabell 6.4.1.3 Fremtidig netto driftskapitalkrav

Miller og Modigliani sier at verdien av et selskap er uavhengig av finansieringen, eller altså kapitalstrukturen. Det innebærer indirekte at også kravet til selskapet er uavhengig av kapitalstrukturen. Dersom vi tolker ”selskapet” som netto driftskapital, vil dette medføre at netto driftskravet er uavhengig av kapitalstrukturen.

Krav til sysselsatt kapital

Sysselsatt kapital er egenkapital pluss finansiell gjeld. Krav til avkastning på sysselsatt kapital er vektet avkastningskrav mellom egenkapital og finansiell gjeld. Det kan også regnes ut ved å vekte driftskapitalkrav i forhold til driftskapitalvekt og legge til finansielt eiendelskrav multiplisert med finansiell eiendelsvekt.

$$\text{ssk} = \text{ekk} * (\text{EK} / \text{SSK}) + \text{fgk} * (\text{FG} / \text{SSK})$$

$$\text{ssk} = \text{ndk} * (\text{NDK} / \text{SSK}) + \text{fek} * (\text{FE} / \text{SSK})$$

	2005	2006	2007	2008
Netto driftskapitalkrav	0,083	0,083	0,083	0,083
* Netto driftskapitalvekt	0,876	0,954	0,909	0,909
+ Finansielt eiendelskrav	0,073	0,073	0,073	0,073
* Finansiell eiendelsvekt	0,124	0,046	0,091	0,091
= Nettokrav til SSK	0,082	0,083	0,082	0,082

Tabell 6.4.1.4 Fremtidig krav til sysselsatt kapital

7 Verdsettelse av Royal Caribbean

Vi har nå kommet frem til både et fremtidsregnskap og fremtidige avkastningskrav. Dermed er vi klare til å gå videre med selve verdsettelsen. Det finnes i utgangspunktet tre tilnæringsmåter for å verdsette; kontantstrømbasert verdsettelse, relativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse (Damodran, 2002).

7.1 Kontantstrømbasert verdsettelse

Relativ verdsettelse er ofte metoden som brukes i praksis, men kontantstrømbasert verdsettelse er fundamentet som andre metoder bygger på. Kontantstrømbasert verdsettelse bygger på nåverdiregelen. Verdien av en eiendel tilsvarer nåverdien av fremtidige kontantstrømmer den forventes å generere.

Fra Damodaran (2002) har vi at: $Verdi = \sum_{t=1}^{T} (KS_t / (1 + r)^t)$, der T er forventet levetid for eiendelen, KS_t kontantstrøm i tid t og r diskonteringsrenten som reflekterer risikoen til kontantstrømmene.

I fundamental verdsettelse prøver vi å finne verdien av Royal Caribbean basert på fundamentale verdidrivere. Kontantstrømbaserte estimat kan variere fra markedets. Vi antar et middels effisient marked. Over tid vil markedet være effisient og kursen skal reflektere den underliggende verdien på aksjen. Dersom vårt estimat avviker fra markedets, er det mest sannsynlig at dette skyldes forskjellige antakelse om verdidriverene.

Vi har valgt å bruke egenkapital- og totalkapitalmetoden, samt en spesialmetode; fri kontantstrøm til driftsegenkapital.

7.2 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden består av to modeller:

- Utbyttmodellen
- Superprofittmodellen

7.2.1 Utbyttmodellen

I Royal Caribbeans tilfelle er netto betalt utbytte lik fri kontantstrøm til egenkapitalen. Netto betalt utbyttmodellen tilsvarer altså fri kontantstrøm til egenkapitalmodellen. Prinsippet er at verdien av egenkapitalen i dag er lik nåverdien av fremtidige utbytter.

Verdien av egenkapitalen til en virksomhet på tidspunkt 0 kan uttrykkes som følger:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{E(NBU_t)}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_t)} + \underbrace{\frac{E(VEK_T)}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_T)}}_{\text{HORIZONT-VERDIEN}}$$

der $E(NBU_t)$ er forventet netto betalt utbytte på tidspunkt t , $E(VEK_T)$ er forventet verdi av egenkapitalen i tidspunkt T og $ekkt$ er forventet avkastningskrav til egenkapitalen på tidspunkt t .

For å finne VEK_T antar vi konstant vekst i utbytte (eller konstant egenkapitalvekst og fast utbytteforhold). ”Gordon’s Growth Model” hentet fra Bodie/Kane/Marcus (2005) gir at ved konstant vekst og krav er $Verdi_0 = Utbytte_1 / (k - g)$, der k er krav og g er vekst.

Virkelig verdi av egenkapitalen i tidspunkt T+1

For å være sikre på at vi er i steady state velger vi å finne VEK_{T+1} i stedet for VEK_T . Dette gjør vi fordi vi har gjort forutsetninger om utviklingen i budsjettdriverne frem til år 2016. Det kan derfor tenkes at steady state ikke inntreffer før år 2017. Tabellen under viser utregning av nåverdi for de enkelte kontantstrømmene til egenkapitalen (utbytte) for de enkelte årene. Diskonteringsfaktoren er gitt ved $(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_t)$.

7 Verdssettelse av Royal Caribbean

År	2006	2007	2008	2016	2017
NBU = FKE	1236492	197176	235710	903907	949103
/ Diskonteringsfaktor	1,108	1,237	1,380	3,317	3,702
= NV av kontantstrøm	1115842	159458	170825	272489	256401

Tabell 7.2.1.1 Verdi av fremtidige kontantstrømmer

$$NV(VEK_{2016}) = NBU_{2017} / (ekk_{2017} - ekv_{2017}) / \text{diskonteringsfaktor i 2016} = 949.103 / (0,116 - 0,050) / 3,317 = \underline{4.342.779}$$

Dette er den diskonterte horisontverdien av egenkapitalen hvis en antar konstant vekst.

Verdssettelse

Vi summerer nåverdiene i tabell 7.2.1.1 for årene 2005 til 2016 og legger til nåverdien av horisontverdien for å finne verdien av egenkapitalen i dag. Denne divideres så på antall utestående aksjer for å finne et kursestimat per aksje. Dette estimatet gjelder per 31.12.2005.

Sum NV 06-17	3500232
+ Horisontverdi	4342779
= Verdien av EK	7843011
/ Utestående aksjer (i tusen)	211036
= Estimert verdi	37,16

Tabell 7.2.1.2 Estimert verdi ved netto betalt utbytte metoden

Utestående aksjer

I 2005 ser vi av årsrapporten til Royal Caribbean at antall utestående aksjer var 211.036.000 aksjer. Det vil si totalt antall aksjer i selskapet fratrukket de aksjer selskapet selv sitter på.

7.2.2 Superprofittmodellen

Verdien av egenkapitalen i dag er balanseført verdi av egenkapital i dag pluss nåverdien av fremtidig residualt resultat til egenkapitalen eller superprofitt til egenkapitalen.

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{E(NRE_t - ekk_t \cdot EK_{t-1})}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_t)} + \frac{E(VEK_T - EK_T)}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_T)}$$

der EK_0 er den balanseførte egenkapitalen på tidspunkt 0, $E(NRE_t - ekk_t \cdot EK_{t-1})$ er forventet superprofitt til egenkapitalen på tidspunkt t, $E(VEK_T)$ er forventet verdi av egenkapitalen ved horisonten T og $ekkt$ er forventet avkastningskrav i periode t (BUS425, 2005). Vi ser at begge modellene gir samme verdi av Royal Caribbean, slik de skal.

År	2006	2007	2008	2016	2017
Nettoreultat til egenkapital	727057	715539	805910	1423764	1494952
- IB Egenkapital	5693071	5183636	5702000	10397135	10916992
* Egenkapitalkravet	0,108125	0,115883	0,115883	0,115883	0,115883
= Superprofitt til EK	111494	114846	145147	218916	229862
/ Diskonteringsfaktor	1,108	1,237	1,380	3,317	3,702
= Nåverdi budsjettperiode	100615	92877	105192	65994	62098

Tabell 7.2.2.1 Nåverdi av fremtidig superprofitt

Balanseført EK	5693071
Sum nåverdier 06-17	1098169
+ Horisontverdien	1051771
= Verdien av egenkapital	7843011
/ Utestående aksjer (i tusen)	211036
= Estimert verdi	37,16

Tabell 7.2.2.2 Estimert verdi ved superprofitt til egenkapital metoden per 31.12.2005

7.3 Totalkapitalmetoden

Estimat på egenkapitalverdien kan utarbeides indirekte ved å verdsette sysselsatt kapital eller netto driftskapital for så å trekke fra verdien av finansiell gjeld eller netto finansiell gjeld. Verdien av egenkapitalen kan regnes ut ved netto driftskapitalmetoden. Verdien til egenkapitalen tilsvarer verdien til netto driftskapital fratrukket verdien på netto finansiell gjeld. En annen metode er å trekke verdien av finansiell gjeld fra verdien av sysselsatt kapital.

Netto driftskapital modellen: $VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0$

Sysselsatt kapital modellen: $VEK_0 = VSSK_0 - VFG_0$

Som før kan vi verdsette enten på basis av fri kontantstrøm eller superprofitt. Vi velger å gjøre begge deler. Forskjellen ligger da i hvordan en kommer frem til henholdsvis VNDK og VSSK.

7.3.1 Fri kontantstrøm fra drift

Vi begynner med å regne ut nåverdien av de frie kontantstrømmene fra driften. Vi har regnet ut fri kontantstrøm fra drift i tabell 6.3.3.1.

År	2006	2007	2008	2016	2017
Netto driftskrav	0,083	0,083	0,083	0,083	0,083
Fri kontantstrøm fra drift	-179236	-61685	-49037	904551	949778
/ Diskonteringsfaktor	1,083	1,173	1,270	2,403	2,603
= Nåverdi budsjettperiode	-165504	-52595	-38608	376394	364934

Tabell 7.3.1.1 Nåverdi av fremtidige kontantstrømmer

Horisontverdien i 2016 regnes ut på tilsvarende måte som i egenkapitalmetoden. Fri kontantstrøm fra drift i 2017 divideres på netto driftskrav fratrukket veksten til netto driftskapital. Veksten i steady state er 5,0 % med våre forutsetninger.

7 Verdsettelse av Royal Caribbean

Sum NV	1516802
+ Horisontverdi	11986223
+ FE 2005	444065
- FG 2005	4055519
= VEK 2005	9891571
/ Utestående aksjer	211036
= Estimert verdi	46,87

Tabell 7.3.1.2 Estimert verdi ved fri kontantstrøm til netto driftskapital per 31.12.2005

7.3.2 Superprofitt til netto driftskapital

Superprofitten til netto driftskapital regnes ut ved å trekke netto driftskrav multiplisert med inngående balanseført verdi av netto driftskapital fra netto driftsresultat.

$$\text{superprofitt}_t = \text{NDR}_t - \text{ndk}_t * \text{NDK}_{t-1}$$

Ar	2006	2007	2008	2016	2017
Netto driftsresultat	883512	975042	1091363	1944264	2041478
- Netto driftskrav	0,083	0,083	0,083	0,083	0,083
* IB Netto driftskapital	9304525	10367273	11404000	20794271	21833984
= Superprofitt netto driftskapital	111494	114846	145147	218916	229862
/ Diskonteringsfaktor	1,083	1,173	1,270	2,403	2,603
= Nåverdi budsjetperiode	102952	97922	114276	91093	88320

Tabell 7.3.2.1 Nåverdi av fremtidig superprofitt

Vi finner verdien til egenkapitalen ved å ta utgangspunkt i balanseført verdi av netto driftskapital, legge til nåverdi av superprofitt til kapitalen fra 2006 til 2016, legge til horisontverdien og trekke fra verdien til netto finansiell gjeld.

Balanseført netto driftskapital	9304525
Sum NV	1297639
+ Horisontverdi	2900861
+ FE 2005	444065
- FG 2005	4055519
= VEK 2004	9891571
/ Utestående aksjer	211036
= Estimert verdi	46,87

Tabell 7.3.2.2 Estimert verdi ved superprofitt til netto driftskapital per 31.12.2005

7 Verdsettelse av Royal Caribbean

Vi ser at superprofittmodellen og fri kontantstrøm fra-drift-modellen gir samme resultat. Estimert verdi blir her 46,87 dollar per aksje mot 37,16 ved egenkapitalmetoden. At vi har en forskjell her skyldes at vektingen for å finne avkastningskrav er basert på budsjetterte, heller enn virkelige vekter.

7.3.3 Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital

For å komme frem til fri kontantstrøm til sysselsatt kapital benytter vi følgende formel:

$$\text{FKS} = \text{FKD} + \text{NFI} - \Delta\text{FE},$$

der FKS = fri kontantstrøm til sysselsatt kapital
 FKD = fri kontantstrøm fra drift
 NFI = netto finansinntekt
 ΔFE = endring i finansielle eiendeler

Disse tallene henter vi ut fra fremtidsregnskapet i tabell 6.3.1.1. Vi diskonterer kontantstrømmen til sysselsatt kapital med det avkastningskravet som ble beregnet i tabell 6.4.1.4.

År	2006	2007	2008	2016	2017
Fri kontantstrøm til SSK	-739530	-89790	-79953	952149	999756
/ Diskonteringsfaktor	1,083	1,171	1,267	2,382	2,577
= NV over budsjettperiode	-683160	-76656	-63081	399738	387896

Tabell 7.3.3.1 Nåverdi av fremtidige kontantstrømmer

Nåverdien over budsjettperioden, samt horisontverdien, utgjør verdien av sysselsatt kapital. Vi trekker fra finansiell gjeld får å finne verdien av egenkapitalen. Estimert på 47,42 dollar per aksje ligger nokså nært det vi fant i avsnitt 7.3.1 og 7.3.2, på 46,87.

Sum NV	969074
+ Horisontverdi	13093604
= Verdi av SSK	14062678
- Finansiell gjeld	4055519
= Verdi EK	10007159
/ Utestående aksjer	211036
= Estimert verdi	47,42

Tabell 7.3.3.2 Estimert verdi ved fri kontantstrøm til sysselsatt kapital per 31.12.2005

7.3.4 Superprofitt til sysselsatt kapital

Vi finner superprofitt til sysselsatt kapital som vist i tabell 7.3.4.1 og diskonterer for å finne nåverdi av fremtidig superprofitt.

År	2006	2007	2008	2016	2017
NRS	915880	1050610	1174487	2095834	2200625
- Krav til SSK	0,083	0,082	0,082	0,082	0,082
* SSK t-1	9748590	11404000	12544400	22873698	24017383
= Superprofitt til SSK	111494	114846	145147	218916	229862
/ Diskonteringsfaktor	1,083	1,171	1,267	2,382	2,577
= NV budsjettperiode	102996	98046	114518	91907	89184

Tabell 7.3.4.1 Nåverdi av superprofitt til sysselsatt kapital

For å komme frem til verdien av egenkapitalen følger vi oppsettet som er vist i tabell 7.3.4.2. Summen av den balanseført inngående verdien av sysselsatt kapital, nåverdien av fremtidig superprofitt frem til steady state og horisontverdien av videre drift i steady state, utgjør verdien av sysselsatt kapital. Vi trekker fra finansiell gjeld for å komme frem til verdien av egenkapitalen. Estimert verdi på 47,42 dollar per aksje stemmer med fri kontantstrøm til sysselsatt kapital metoden i avsnitt 7.3.3.

Balanseført SSK 2005	9748590
+ Sum NV	1303634
+ Horisontverdi	3010454
= Verdi av SSK	14062678
- Finansiell gjeld	4055519
= Verdi EK	10007159
/ Utestående aksjer	211036
= Estimert verdi	47,42

Tabell 7.3.4.2 Estimert verdi ved superprofitt til sysselsatt kapital per 31.12.2005

7.4 Verdiestimatet

7.4.1 Første verdiestimat

Egenkapitalmetoden	37,16
Netto driftskapitalmetoden	46,87
Sysselsatt kapital metoden	47,42
Gjennomsnitt	43,82
* Utestående aksjer	211036
= Verdi egenkapital	9247247

Tabell 7.4.1 Første verdiestimat - oversikt

I samletabellen over ser vi at vårt gjennomsnittlige kursestimat er 43,82 dollar per aksje. Dette tilsvarer en verdi på egenkapitalen i selskapet på omtrent 9.247 millioner dollar. Vi ser at det er store forskjeller mellom egenkapitalmetodene og totalkapitalmetodene. Årsaken til dette er at vi har vektet avkastningskravet med balanseførte vekter. Vi vil gjennomføre en konvergering i avsnitt 7.5, hvor vi vil justere vektene slik at metodene gir sammenfallende verdi.

7.4.2 Justert fremtidsregnskap

Verdsettelsesmodellene vi har benyttet over, er i utgangspunktet ekvivalente og skulle gitt sammenfallende estimat. Årsaken til avvikene er avkastningskravet, da vi har benyttet vekter til balanseført verdi og ikke virkelig verdiestimat. Dette er i strid med forutsetningen bak vektet avkastningskrav, der vektene skal være basert på virkelig verdi.

Første verdiestimat ble funnet ved å bruke et avkastningskrav basert på regnskapsmessige vekter (tabell 7.4.1). Vi har så utarbeidet et nytt budsjett basert på gjennomsnittet av de første verdiestimatene. Avkastningskravene vektet på nytt. Med de oppdaterte avkastningskravene verdsettes virksomheten på nytt. Det nye gjennomsnittlige verdiestimatet bruker vi til å utarbeide et nytt budsjett. Kravene oppdateres på nytt og verdsettelsen gjøres igjen. Denne prosessen fører til at verdiestimatene konvergerer, slik at de ulike metodene gir samme verdiestimat for egenkapitalen. Implisitt har vi da funnet et estimat på de virkelige vektene, slik at forutsetningen for WACC er tilfredsstilt.

7 Verdsettelse av Royal Caribbean

Justert regnskap

	2004	2005	2006	2007	2008
Fri kontantstrøm frå drift		366623	-179236	-61685	-49037
+ Endring i netto driftseiendeler			1246152	1231997	1321571
= Netto driftsresultat			1066916	1170312	1272534
+ Netto finansinntekt			32368	75568	83124
= Nettoresultat til sysselsatt kapital			1099284	1245880	1355658
- Netto finanskostnad			188823	335070	368577
= Nettoresultat til egenkapital			910461	910809	987081
- Fri kontantstrøm til egenkapital			1236492	197176	235710
= Endring i egenkapital			-326031	713634	751371
Netto driftseiendeler	12212061	12858701	14104853	15336850	16658421
+ Finansielle eiendeler	1260052	444065	1036727	1140400	1254440
= Sysselsatte eiendeler	13472113	13302766	15141580	16477250	17912861
Egenkapital	8255978	9247247	8921216	9634850	10386221
+ Finansiell gjeld	5216135	4055519	6220364	6842400	7526640
= Sysselsatt kapital	13472113	13302766	15141580	16477250	17912861

Tabell 7.4.2.1 Justert regnskap

Vi begynner med å justere finansregnskapet (2004-2005) ved å sette inn for estimert verdi av egenkapitalen i 2005. Denne er beregnet i tabell 7.4.1. Verdien av netto driftskapital i 2005 blir da lik balanseført verdi fra finansregnskapet pluss merverdien til egenkapitalen. Dette er differansen mellom estimert verdi egenkapital og bokført egenkapital.

Vi kan så justere fremtidsregnskapet. Netto driftsresultat i 2006 finnes ved å multiplisere balanseført inngående netto driftskapital med netto driftskrav for 2006. Netto driftseiendeler i 2006 finner vi ved å ta inngående verdi fratrukket endringen i netto driftseiendeler. Endringen i netto driftseiendeler er lik netto driftsresultat minus fri kontantstrøm fra drift. Egenkapitalverdien i 2006 er balanseført egenkapital pluss merverdi i netto driftseiendeler (verdi i justert fremtidsregnskap minus verdi i opprinnelig fremtidsregnskap). Slik fortsetter vi frem til 2018.

7.4.3 Justerte fremskrevne krav

Med utgangspunkt i justert fremtidsregnskap kan vi nå regne ut nye avkastningskrav, slik vi gjorde i 6.4.1. Vi setter inn egenkapitalkravet i 2005. Vi finner dermed driftskravet for 2005 og setter dette konstant fremover. Krav til egenkapital fra og med 2006 følger da av netto driftskravet.

7 Verdsettelse av Royal Caribbean

	2005	2006	2007	2008	2016	2017
Egenkapitalkrav	0,098	0,104	0,108	0,109	0,112	0,112
* Egenkapitalvekt	0,676	0,719	0,632	0,628	0,600	0,599
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,065	0,043	0,050	0,050	0,050	0,050
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,324	0,281	0,368	0,372	0,400	0,401
= Netto driftskrav	0,087	0,087	0,087	0,087	0,087	0,087

Tabell 7.4.3.1 Netto driftskrav

Krav til sysselsatt kapital regnes ut som følger:

	2005	2006	2007	2008	2016	2017
Netto driftskrav	0,087	0,087	0,087	0,087	0,087	0,087
* Netto driftskapitalvekt	0,906	0,967	0,932	0,931	0,926	0,926
+ Finansielt eiendelskrav	0,073	0,073	0,073	0,073	0,073	0,073
* Finansiell eiendelsvekt	0,094	0,033	0,068	0,069	0,074	0,074
= Nettokrav til SSK	0,086	0,086	0,086	0,086	0,086	0,086

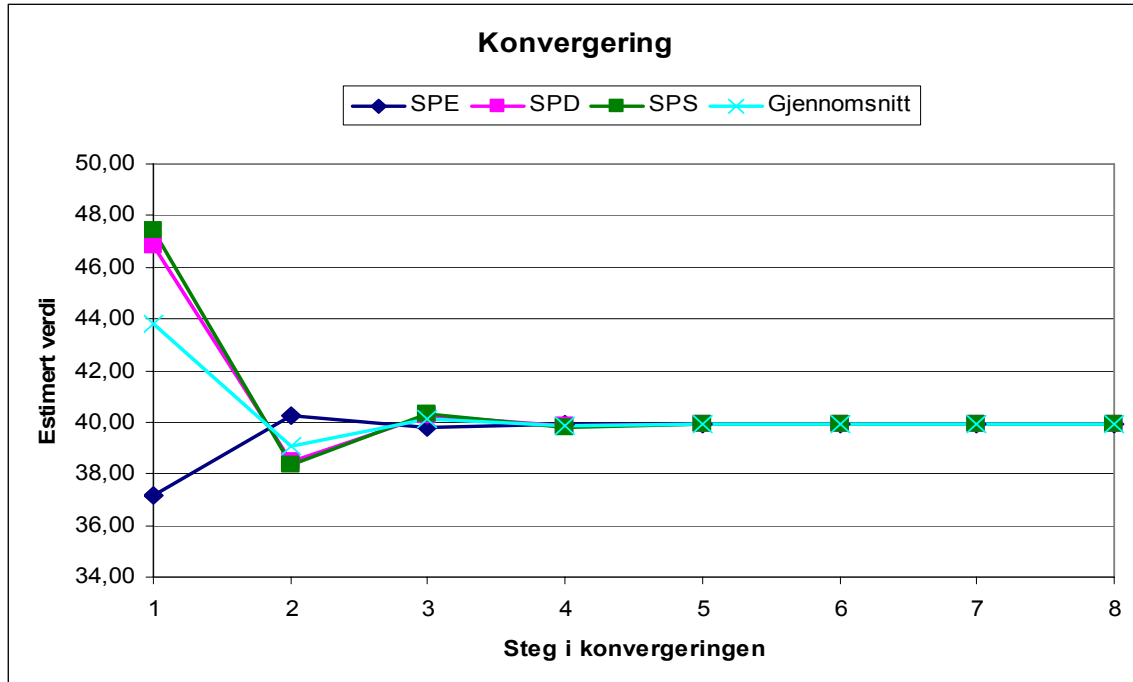
Tabell 7.4.3.2 Krav til sysselsatt kapital

Merk at ved utregningen av disse kravene er det kun vektene som blir forskjellige, de opprinnelige kravene til for eksempel finansiell gjeld og finansielle eiendeler blir som før.

7.5 Konvergens i verdiestimat

Resultatene under er fremkommet ved å gjøre oppdatere fremtidsregnskapet syv ganger. For hver oppdatering endres vektene for gjeld og egenkapital. Steg 1 er første verdiestimat basert på balanseførte vekter. Steg 8 er endelig verdiestimat basert på oppdaterte vekter. Vi ser at alle metodene til slutt konvergerer til nøyaktig 39,91 dollar per aksje.

SPE står for superprofitt til egenkapital, SPD superprofitt til netto driftskapital og SPS superprofitt til sysselsatt kapital. Grafisk ser konvergeringsprosessen slik ut:



Figur 7.5.1 Konvergens i verdiestimatet

Tallene kan leses ut nøyaktig fra tabellen nedenfor.

Steg	SPE	SPD	SPS	Gjennomsnitt
1	37,16	46,87	47,42	43,82
2	40,28	38,49	38,36	39,05
3	39,82	40,27	40,30	40,13
4	39,94	39,83	39,82	39,86
5	39,91	39,94	39,94	39,93
6	39,92	39,91	39,91	39,91
7	39,91	39,92	39,92	39,92
8	39,91	39,91	39,91	39,91

Tabell 7.5.1 Konvergens i kursestimatet

Vårt endelige verdiestimat blir 39.91 dollar per aksje den 31.12.2005.

Verdiestimatet, fremskrevet med egenkapitalkravet frem til i dag 01.04.2005 tilsier en aksjekurs (med enkel rente) på $39,91 * (1 + 0,105 * (3/12)) = 41,0$ dollar. Vi bruker da egenkapitalkrav på 10,5 %. Når vi videre i oppgaven drøfter "vårt kursestimat", mener vi dette konvergente kursestimatet som i utgangspunktet er 39,91 dollar. I sensitivitetsanalysene har vi analysert virkningen på dette kursestimatet.

7.6 Relativ verdsettelse

Diskontert kontantstrømanalyse er den mest nøyaktige og fleksible metoden for verdsettelse. En analyse blir likevel aldri mer nøyaktig enn forutsetningene den bygger på. Feil i estimering av hoveddriverne for selskapsverdi, som for eksempel rentabilitet, vekst og avkastningskrav, kan føre til feil verdsettelse og strategiske tabber.

En analyse hvor man sammenligner nøkkeltall hos selskapet med nøkkeltall for komparative selskap kan være nyttig. En slik analyse kan hjelpe til å teste hvor fornuftige våre forventninger om fremtidig kontantstrøm er. Den kan også hjelpe til å forklare forskjeller mellom et selskaps resultater og konkurrentenes, samt bidra i diskusjoner om hvorvidt selskapet er strategisk posisjonert til å skape mer verdi enn andre aktører. Relativ verdsettelse kan også gi en innsikt i hvilke faktorer som er viktige for å skape verdier i ulike bransjer (Koller, Goedhart og Wessels, 2005).

7.6.1 Multiplikatormodeller

To av de mest nyttige multiplikatorene innen aksjeinvesteringer er enterprise value i forhold til earnings before interest, taxes and amortization (EV/EBITA) og enterprise value i forhold til bokført verdi av enterprise value (EV/Bokført EV). Enterprise value er verdien av egenkapitalen i et selskap pluss rentebærende gjeld minus verdien av eventuelle finansplasseringer.

Vi begynner med å se på EV/EBITA for vårt estimat av Royal Caribbean og den faktiske EV/EBITA for Carnival. Markedsverdien av egenkapitalen for Carnival finner vi ved å multiplisere aksjekursen med antall utestående aksjer. For Royal Caribbean multipliserer vi vårt konvergente estimat med utestående aksjer.

7 Verdsettelse av Royal Caribbean

	RCL estimat	CCL
Aksjekurs 04.05.06	39,91	53,47
* Utestående aksjer	211036	806000
= Markedsverdi egenkapital	8423422	43096820
+ Rentebærende gjeld	4055519	6769000
- Finansielle eiendeler	444065	1187000
= Enterprise value	12034876	48678820
/ EBITA	871565	2639000
= EV/EBITA	13,81	18,45

Tabell 7.6.1.1

Vi ser at Carnival har en EV/EBITA på 18,45. Vårt estimat på Royal Caribbean gir en EV/EBITA på 13,81. Hvis Royal Caribbean skulle prises til samme multiplenummer som Carnival skulle kursen vært $(18,45 / 13,81) * 41,33 = 55,22$. 41,33 er den faktiske børskursen til Royal Caribbean 04.05.06. DnB NOR har et estimat på justert EV/EBIT på 15,3 (vedlegg 14).

Det er imidlertid urealistisk å anta at Royal Caribbean vil kunne prises til like høye multiplenummer som Carnival. Blant annet har Carnival en større markedsandel, en høyere vekst i driftsinntekter og en bedre netto driftsrentabilitet. Den lavere multiplenummeret hos RCL gjenspeiler sannsynligvis disse forskjellene.

Vi skal nå se på EV/Bokført EV. Bokført EV kan regnes ut som nedenfor.

	RCL	CCL
Bokført EK	5554465	16972000
+ Rentebærende gjeld	4055519	6769000
- Finansielle eiendeler	444065	1187000
= Bokført EV	9165919	22554000
Estimert EV	12034876	48678820
/ Bokført EV	9165919	22554000
= EV/Bokført EV	1,31	2,16

Tabell 7.6.1.2

Som forventet scorer Carnival høyere på denne multiplenummeret også. Med tilsvarende prising skulle kursen på Royal Caribbean aksjen vært $(2,16 / 1,31) * 41,33 = 68,15$ dollar.

7 Verdsettelse av Royal Caribbean

Også forskjellen her gjenspeiler sannsynligvis Carnivals fordeler mht markedsandel, vekst og rentabilitet. At forskjellen er såpass stor for multiplen kan likevel virke rart. Det er mulig Royal Caribbean har en for lav prising i forhold til Carnival.

I Royal Caribbeans første kvartalsrapport i 2006 er det tydelig at selskapet har gjort det bedre enn Carnival den siste tiden. Det er derfor mulig at Royal Caribbean burde prises til en premium i stedet for en rabatt i forhold til Carnival. Analytikere mener nå at prisingen av selskapet i forhold til Carnival kanskje ikke er helt riktig ("Imponerende", DN 22-04-06).

7.7 Alternativ metode for verdsettelse av total kapital

I vår fundamentale verdsettelse av Royal Caribbean har vi i utgangspunktet satt inn for bokført verdi av egenkapital. Her skulle vi ha satt inn for virkelig verdi av egenkapital dersom verdsettelsen skulle blitt korrekt. For å rette opp i denne feilen har vi gjort en konvergering, som forelest i regnskapsanalyse og verdsettelse (BUS425) og beskrevet tidligere.

Det kan stilles spørsmål ved om denne konvergeringen fører til et riktigere resultat. Som en kontroll på vårt konvergente estimat kan vi gjøre en alternativ verdsettelse ved hjelp av total kapitalmetoden. Vi bruker da markedsverdien av egenkapitalen per 31.12.2005 i verdsettelsen. Som total kapital benytter vi sysselsatt kapital, som tilsvarer verdien av egenkapitalen pluss rentebærende gjeld.

Verdi EK	8722118
+ Rentebærende gjeld	4055519
= Sysselsatt kapital	12777637

Tabell 7.7.1

7 Verdsettelse av Royal Caribbean

Historisk 20-årig snitt for 3-måneders USIBOR er 5,22 % og justert egenkapitalbeta er som tidligere 1,09. Egenkapitalkravet blir dermed 10,5 %, som beregnet nedenfor.

År	2006
Kortsiktig USIBOR	0,052
- 10 % risikopremie	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,047
- 28% skatt	0,013
= Risikofri rente etter skatt	0,034
+ Egenkapitalbeta	1,090
* Risikopremie til markedet	0,065
+ Illikviditetspremie	0,000
= Egenkapitalkrav	0,105

Tabell 7.7.2

Finansielt gjeldskrav er 4,7 %. Vi kan med denne informasjonen beregne kravet til sysselsatt kapital (total kapital).

Egenkapitalkrav	0,105
* EK/SSK	0,683
+ Finansielt gjeldskrav	0,047
* FG/SSK	0,317
= Krav til sysselsatt kapital	0,086

Tabell 7.7.3

Den frie kontantstrømmen til sysselsatt kapital tilsvarer den vi har kommet frem til tidligere i kapittel 6. Forskjellen blir at vi nå diskonterer med et fast avkastningskrav på 8,6 %.

År	2006	2007	2008	2016	2017	2018
FKS til SSK	-739530	-89790	-79953	952149	999756	1049744
/ Diskonteringsfaktor	1,086	1,180	1,282	2,484	2,698	2,931
= NV over budsjettperiode	-680823	-76100	-62383	383323	370538	358179

Tabell 7.7.4

7 Verdsettelse av Royal Caribbean

Beregningen av estimert verdi gjøres som tidligere.

Sum NV 06-17	1282253
+ Horisontverdi	10738739
= Verdi av SSK	12020992
- Finansiell gjeld	4055519
= Verdi EK	7965473
/ Utestående aksjer	211036
= Estimert verdi	37,74

Tabell 7.7.5

Vi ser at dette estimatet omtrent tilsvarer det vi fikk ved hjelp av mer omstendelig metode med konvergering. For å kontrollere at vi har brukt metoden riktig regner vi også ut et estimat på grunnlag av superprofittmodellen.

År	2006	2007	2008	2016	2017	2018
Nettoreultat til SSK	915880	1050610	1174487	2095834	2200625	2310656
- Krav til SSK	840621	983367	1081704	1972399	2071019	2174570
= Superprofitt	75259	67243	92783	123434	129606	136086
/ Diskonteringsfaktor	1,086	1,180	1,282	2,484	2,698	2,931
= NV over budsjettperiode	69285	56990	72394	49693	48036	46433

Tabell 7.7.6

Sum NV 06-17	880258
+ Horisontverdi	1392145
+ Balanseført verdi EK	5693071
= Verdi EK	7965473
→ Estimert verdi	37,74

Tabell 7.7.7

Superprofittmetoden stemmer med kontantstrømmetoden.

Denne alternative metoden, med å sette inn direkte for markedsverdien av egenkapitalen, gir altså omtrent likt svar som vi får ved konvergering. Den er også betydelig mindre arbeidskrevende. Estimater vi får er imidlertid nokså sensitivt overfor kravet til egenkapitalen. Dette gjelder selvsagt alle kontantstrømbaserte verdsettelse. Som vi ser av tabellen under svinger kursen sterkt i takt med kravet. Grunnen til at tabellen nedenfor

7 Verdsettelse av Royal Caribbean

viser en verdi på 37,29 dollar per aksje ved egenkapitalkrav på 10,5 %, er at vi har regnet med et mer nøyaktig krav i verdsettelsen, som er noe lavere enn 10,5 %.

Krav til EK	Estimert verdi
0,090	66,35
0,095	54,39
0,100	44,94
0,105	37,29
0,110	30,99
0,115	25,71
0,120	21,23

Tabell 7.7.8 Sensitivitet overfor krav til egenkapital

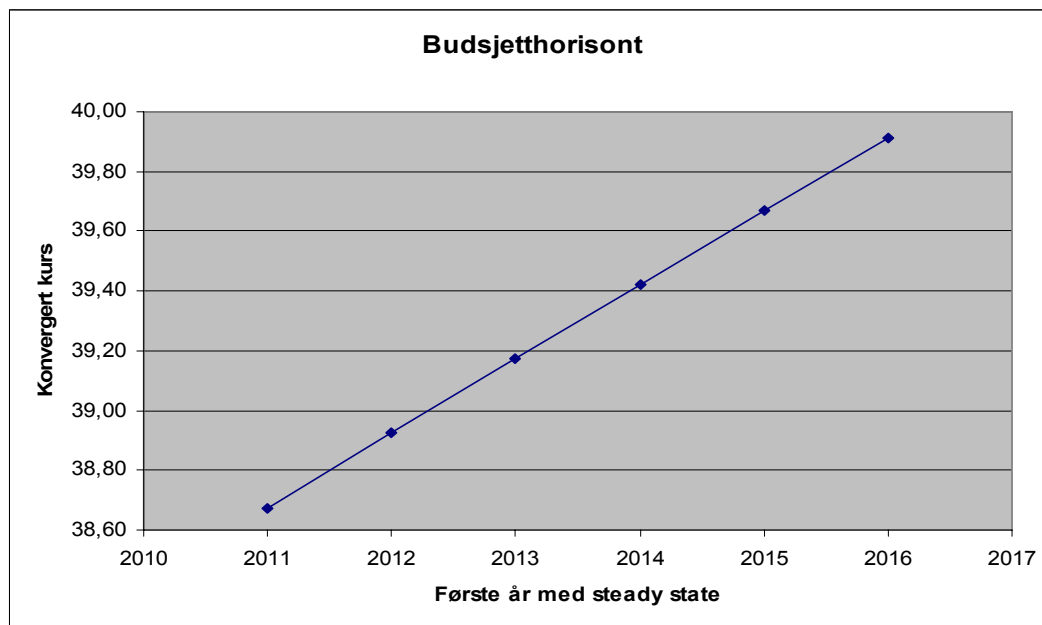
8 Usikkerhet i verdiestimatet

Verdiestimat er vanligvis et punkttestimat; forventet aksjeverdi gitt at forventet utvikling i budsjett- og verdidrivere inntreffer. Utviklingen i budsjett- og verdidrivere er derimot usikker og verdiestimatet vil ha en fordeling rundt forventningen. I praksis vil fremtidsregnskap og verdiestimat ofte være for positive. Dette skyldes at analyser gjerne utføres av meglere som ønsker å selge en aksje. Det er i meglerens interesse å gi et positivt inntrykk av aksjens verdipotensial.

Verdiestimatet vårt for Royal Caribbean blir et kursmål, heller enn et ubetinget forventet verdiestimat. Vi vil derfor gjennomføre en sensitivitetsanalyse for å få innblikk i hvor kritiske våre antakelser er for konvergent kursestimat. Følgende sensitivitetsanalyser er gjort ved å lage makroer som endrer verdien til en gitt variabel og analyserer utslaget på kursestimatet.

8.1 Sensitivitetsanalyse

8.1.1 Valg av budsjetthorisont



Figur 8.1.1.1 Konvergent kursestimat ved ulik budsjetthorisont

8 Usikkerhet i verdiestimatet

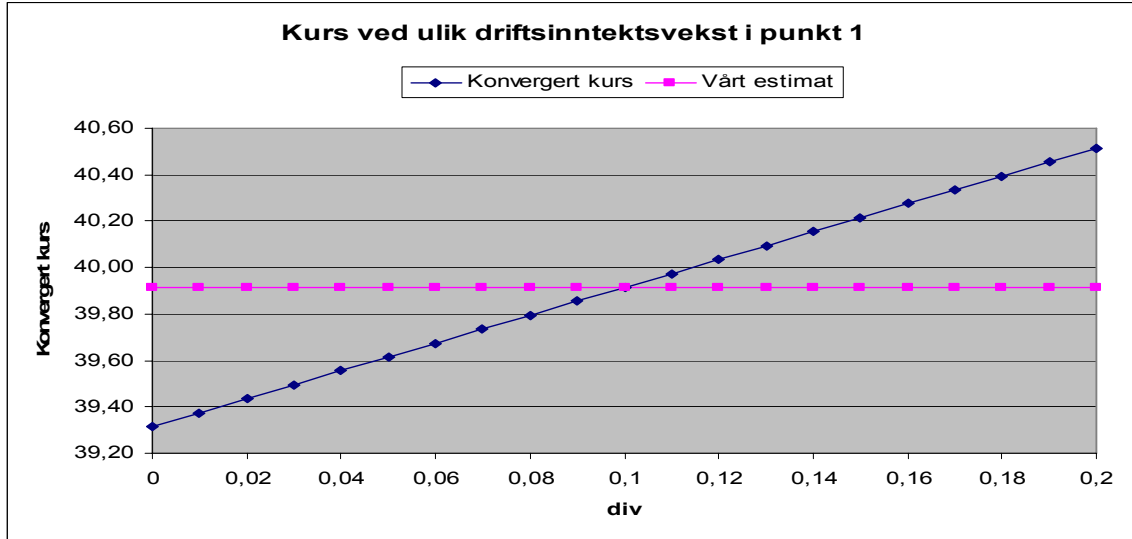
Vi har valgt en budsjetthorisont på 10 år fra 2006 til 2016. Dette vil si at steady state inntreffer i 2016. For å se hvor kritisk denne antakelsen er for kursestimatet, lagde vi en makro som satte inn budsjetthorisonter med periodeslutt fra 2011 og 2016. Det vil si at vi har kortere periode med høy vekst før steady state inntreffer. Vi har antatt at veksten avtar lineært fra 10 % til 5 % i perioden 2010 til 2016. Når steady state inntreffer tidligere, får vi altså en kortere periode med høy vekst. Resultatet viser at kursen ikke er kritisk avhengig av når steady state inntreffer. Vi ser likevel at det er en klar sammenheng mellom budsjetthorisont og kurs ved at en kortere horisont fører til kortere periode med høy vekst / superprofitt og dermed en lavere kurs. Det å budsjettere med en for kort budsjettperiode kan altså føre til at man går glipp av verdiskapning og dermed får et for lavt verdiestimat, ettersom veksten i driftsinntekter er høyere i perioden før et selskap når steady state.

Grafen må ikke tolkes som at kursen går til himmels dersom vi forlenger budsjettperioden. Årsaken er at veksten vi har antatt avtar lineært mot 5 %. For vår valgte budsjettperiode har vi lagt til grunn en rekke forutsetninger som ville vært annerledes dersom horisonten var lenger. 10 år er en nokså lang horisont, så vi velger her å se hvordan en kortere horisont påvirker kursen.

8.1.2 Driftsinntektsvekst

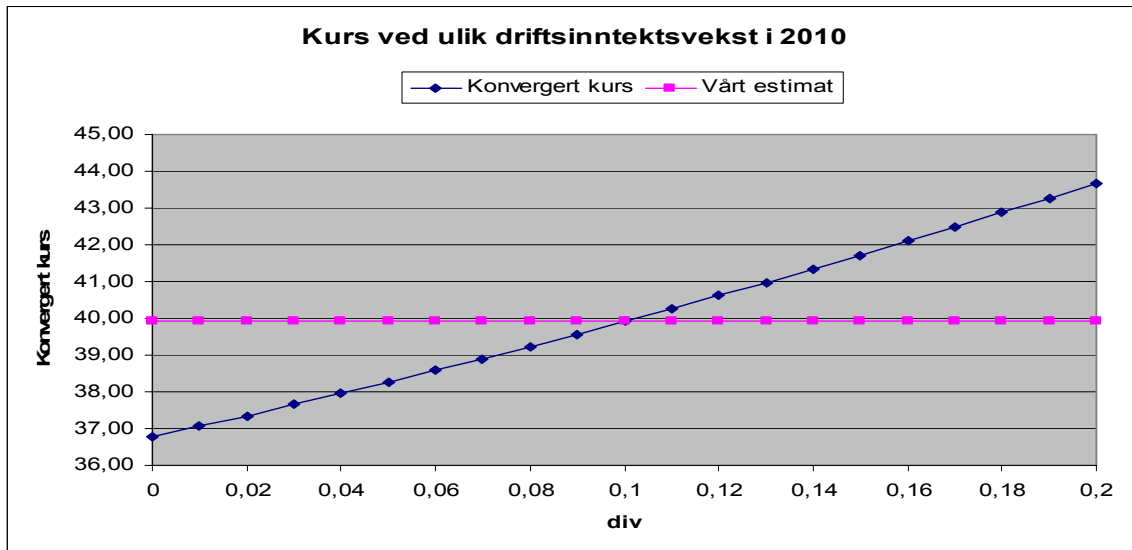
Veksten i driftsinntekter kan være vanskelig å anslå. Det vil derfor være interessant å se hvor kritisk denne antakelsen er for det endelige kursestimatet. Vi vil undersøke hvor sensitivt kursestimatet er for antakelsen om driftsinntektsvekst i 2006, 2010 og 2016. Vi har i følgende figurer satt inn en rett linje med verdi som tilsvarende vårt kursestimat. Det skal gjøre det lettere å se hvor mye konvergent kurs vil endres i forhold til vårt opprinnelige estimat hvis analysert budsjettdriver endres. Denne horisontale linjen kaller vi "Vårt Estimert". "Konvergent Kurs" er den konvergente kursen gitt ny verdi for budsjettdriveren vi analyserer.

8 Usikkerhet i verdiestimatet



Figur 8.1.2.1 Budsjettpunkt for driftsinntektsvekst i 2005

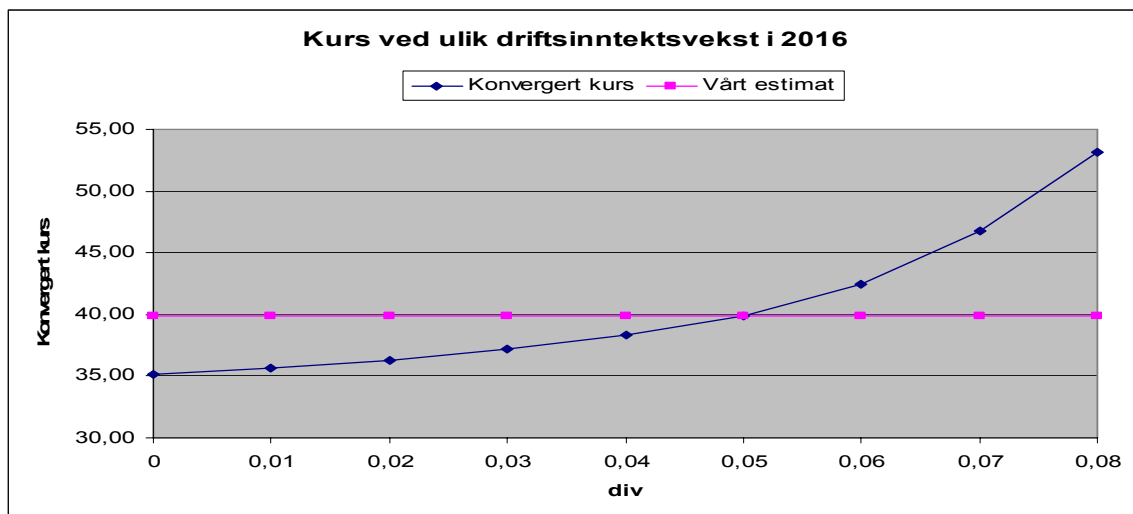
Grafen viser at endelig kursestimat ikke er særlig sensitivt overfor endring av driftsinntektsveksten i første budsjettpunkt. Vi ser av figuren under at kursestimatet er mer avhengig av budsjettpunktet i 2010. Likevel er heller ikke dette budsjettpunktet kritisk for verdsettelsen.



Figur 8.1.2.2 Driftsinntektsvekst i 2010

8 Usikkerhet i verdiestimatet

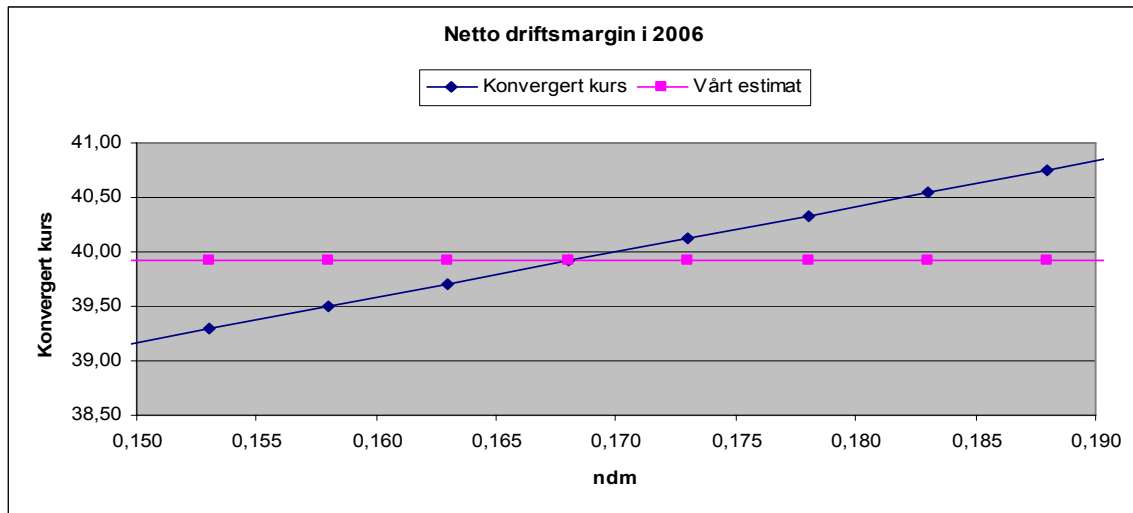
Av grafen under ser vi at driftsinntektsvekst i 2016 er viktigere. I motsetning til de nærmest lineære kurvene for de to tidligere budsjettpunktene ser vi at kursestimatet endrer seg betraktelig ved en endring i driftsinntektsvekst her. Dette kan forklares ved at denne variabelen er svært viktig for horisontverdien i 2016 som er beregnet ved samtlige verdsettelsesmetoder. Da horisontleddet er en betydelig del av verdien av selskapet er det naturlig at veksten i steady state er avgjørende for verdsettelsen. Vi ser en antydning til meget sterk kursøkning dersom driftsinntektsveksten stiger mot eller over 6 %. Dette skyldes at egenkapitalveksten da beveger seg nærmere egenkapitalkravet.



Figur 8.1.2.3 Driftsinntektsvekst i 2016

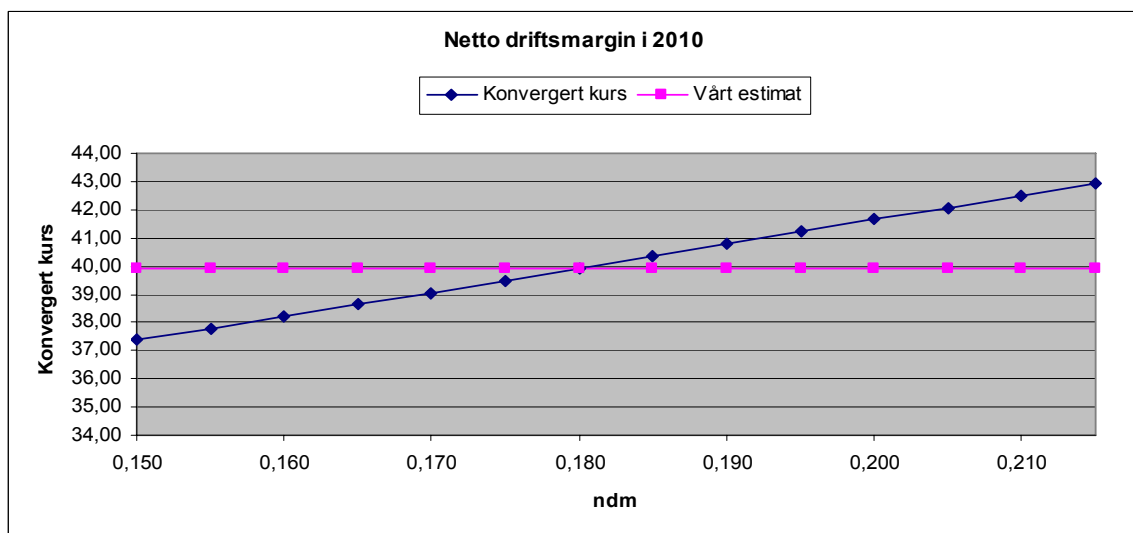
8.1.3 Netto driftsmargin

En annen variabel som vi ser er viktig er netto driftsmargin, som vi har budsjettert i 2006, 2010 og 2016. Mellom 2010 og 2016 antar vi en lineær utvikling. Vi ser av grafen under at netto driftsmargin i 2006 ikke har stor betydning for kursestimatet.



Figur 8.1.3.1 Netto driftsmargin i budsjett punkt 1 (2005)

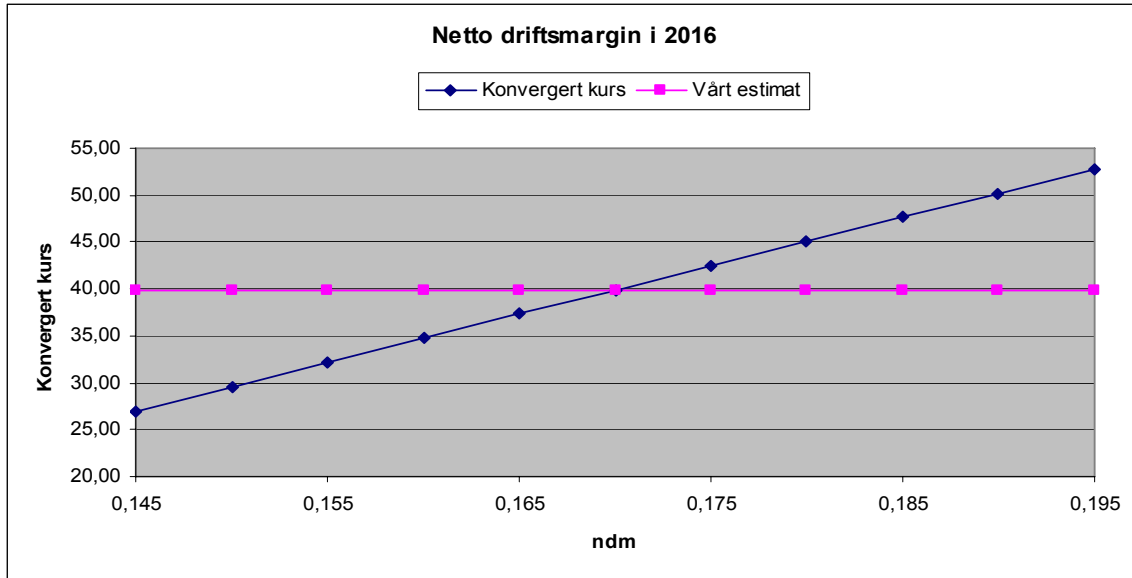
Utslaget i kursestimat blir noe større hvis vi endrer driftsmarginen på mellomlang sikt. Men heller ikke den antatte marginen her kan sies å være kritisk.



Figur 8.1.3.2 Netto driftsmargin i 2010

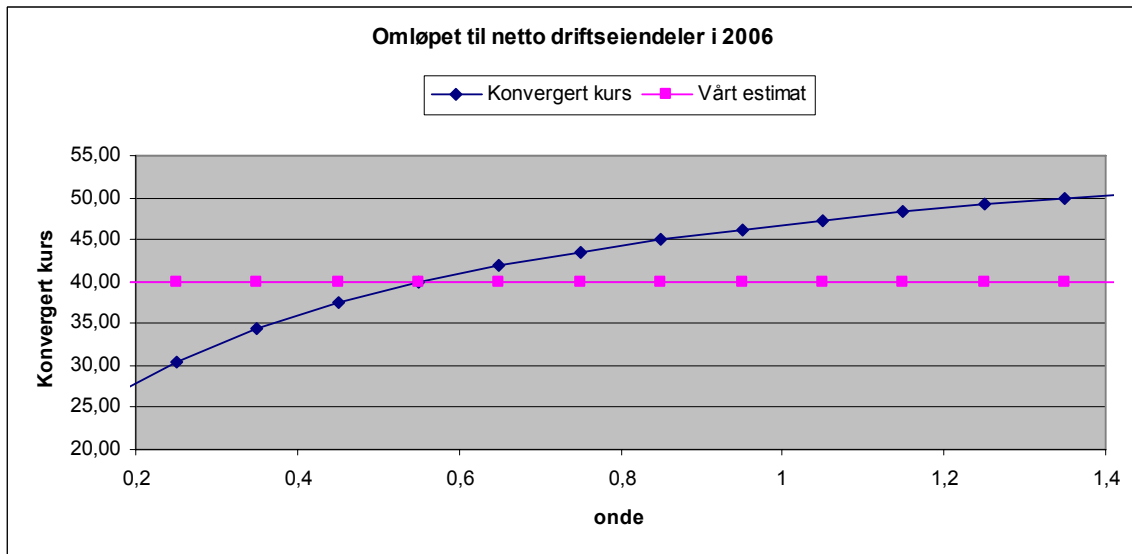
8 Usikkerhet i verdiestimatet

Netto driftsmargin på lang sikt er en kritisk variabel. Selv ved små endringer her ser vi meget store utslag i kursestimatet. Det skal ikke store endringer til i netto driftsmargin før vi får store utslag i kursen.



Figur 8.1.3.3 Netto driftsmargin i 2016

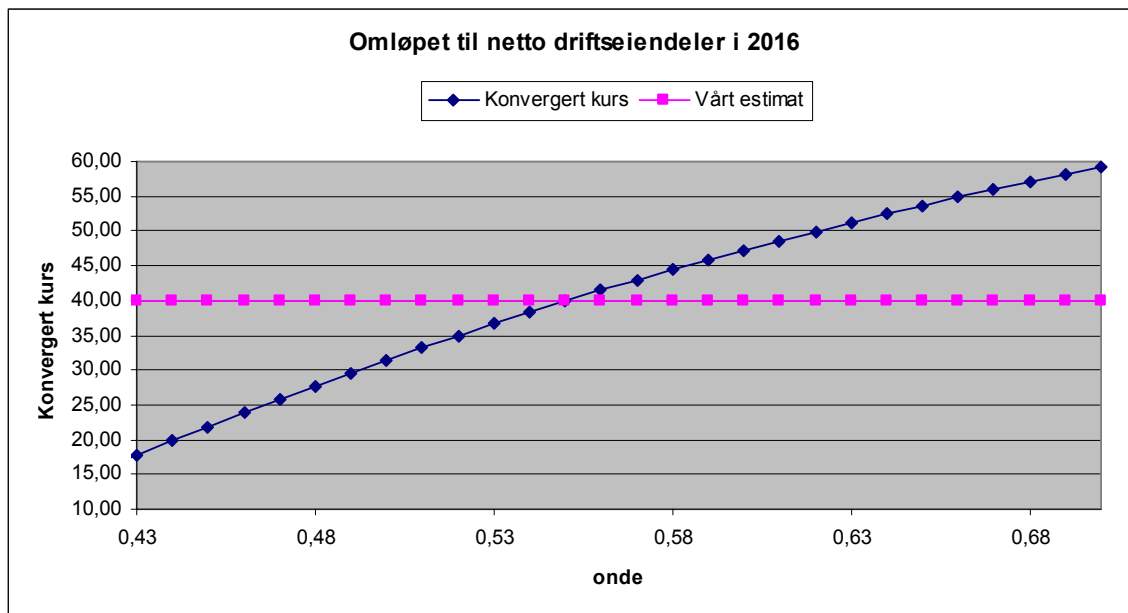
8.1.4 Omløpet til netto driftseiendeler



Figur 8.1.4.1 Omløpet til netto driftseiendeler i 2006

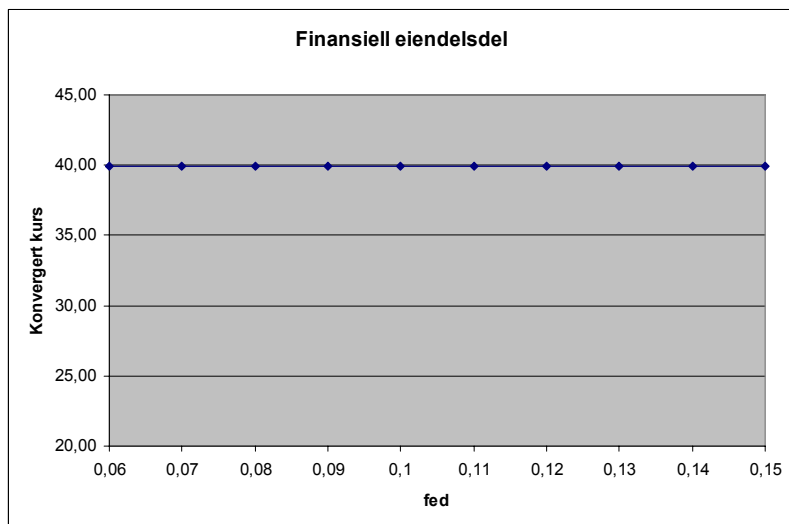
8 Usikkerhet i verdiestimatet

En liten endring i omløpet til netto driftseiendeler på kort sikt gjør liten forskjell i kursestimat. Derimot ser vi av figur 7.8.4.2 at omløpet i steady state vil ha stor betydning for kursestimat.



Figur 8.1.4.2 Omløpet til netto driftseiendeler i 2016

8.1.5 Finansiell eiendelsdel

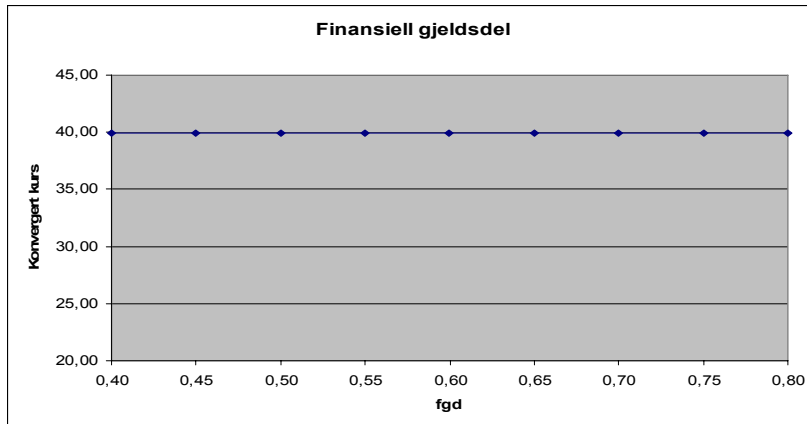


Figur 8.1.5.1 Finansiell eiendelsdel i 2016

8 Usikkerhet i verdiestimatet

Finansiell eiendelsdel har ingen betydning for kursestimatet. Dette er fordi vi har antatt at finansiell eiendelsrentabilitet er lik kravet.

8.1.6 Finansiell gjeldsdel



Figur 8.1.6.1 Finansiell gjeldsdel i 2016

Ifølge Miller & Modigliani I (Bodie, Kane og Marcus, 2005) skal ikke finansiering ha noen betydning for verdien av et selskap dersom man ser bort fra skatt og konkurskostnader. Vi ser at dette stemmer her, siden finansiell gjeldsrente er lik finansielt gjeldskrav.

8.1.7 Krav til egenkapital

Vi har til nå sett på sensitiviteten til det konvergente kursestimatet med hensyn til faktorer som har betydning for verdien av egenkapitalen. Vi vil nå se på sensitiviteten til egenkapitalkravet. Vi tar da utgangspunkt i totalkapitalmetoden fra avsnitt 7.7.

Som vi ser av tabellen under er kravet til egenkapital av stor betydning for kursestimatet.

En liten økning i for eksempel risikofri rente eller risikopremien til markedet får store utslag for estimert verdi.

8 Usikkerhet i verdiestimatet

Krav til EK	Estimert verdi
0,090	66,35
0,095	54,39
0,100	44,94
0,105	37,29
0,110	30,99
0,115	25,71
0,120	21,23

Tabell 8.1.7.1 Sensitivitet overfor egenkapitalkrav

8.1.8 Krav til egenkapital og driftsinntektsvekst

Driftsinntektsvekst	Krav til egenkapital				
	9,0 %	9,5 %	10,0 %	10,5 %	11,0 %
4,0 %	57,14	48,70	41,65	35,66	30,52
4,5 %	60,00	51,14	43,08	36,38	30,73
5,0 %	60,35	54,39	44,94	37,29	30,99
5,5 %	74,20	58,95	47,46	38,50	31,32
6,0 %	86,90	65,85	81,08	40,16	31,77

Tabell 8.1.8.1 Krav til egenkapital og driftsinntektsvekst

Som forventet øker verdiestimatet med økende driftsinntektsvekst, mens estimatet synker med økende krav til egenkapitalen. Vi ser at estimatet svinger mellom 30,52 og 86,90 som følge av simultane endringer i tofaktorsanalysen.

8.1.9 Netto driftsmargin og driftsinntektsvekst

Driftsinntektsvekst	Netto driftsmargin						
	16,0 %	16,5 %	17,0 %	17,5 %	18,0 %	18,5 %	19,0 %
4,5 %	30,55	29,85	36,78	39,89	43,01	46,12	49,24
5,0 %	30,62	34,18	37,74	41,31	44,87	48,43	51,99
5,5 %	30,72	34,87	39,02	43,17	47,392	51,47	55,62
6,0 %	30,85	35,82	40,78	45,74	50,7	55,67	60,63

Tabell 8.1.9.1 Netto driftsmargin og driftsinntektsvekst

Også her svinger estimatet i forventet retning når vi endrer de to faktorene; driftsinntektsvekst og netto driftsmargin. Estimaten ligger mellom 30,55 og 60,63.

8.1.10 Sensitivitet til utbytteskatt

Fra og med 2006, er det innført skatt på 28 % på utbytte til personlige skatteyttere, når utbyttet er over et visst skjermingsfradrag. Rentesaften, den såkalte skjermingsrenten, som skal legges til grunn ved beregning av skjermingsfradraget, skal svare til gjennomsnittrenten etter skatt siste år for 3 måneders statskasseveksler.

Skjermingsfradraget finnes ved å multiplisere aksjens kostpris med skjermingsrenten (Boye, Hansen, Hveem, Torgriksen, 2006).

På grunn av skjermingsfradrag, og utstrakt skattetilpasning for å unngå utbytteskatten, vil den effektive utbytteskatten være langt mindre enn 28 % (ingen utbytteskatt for norske aksjeselskap - bare personlige skatteyttere). Ingen vet per i dag hva som vil være den gjennomsnittlige effektive utbytteskatten i Norge. Dette vil være et empirisk spørsmål som kan estimeres i ettertid når det foreligger data. I tillegg vil utbytteskatten variere fra virksomhet til virksomhet avhengig av hvor godt eierne klarer å skjerme seg. Alt tyder likevel på at den effektive utbytteskatten vil være positiv, og sannsynligvis ganske liten. For en "marginal investor" vil effektiv utbytteskatt trolig være 0 til 5 % (BUS425, 2005).

Tilnærmet 26 % av aksjene i Royal Caribbean eies av den norske familien, Wilhelmsen. Totalt befinner 30-35 prosent av aksjene seg her i Norge. Aksjen er også notert i USA (Aftenposten 11-02-04, "Nordmenn reiser mest på cruise"). Det er ikke enkelt å vite hvem som er den "marginale investor" i Royal Caribbean, da dette kan være norske investorer eller en institusjonelle investorer i utlandet, for eksempel amerikanske fond. Dersom den marginale investor skatter til USA, vil amerikansk utbytteskatt være mest nærliggende å benytte. I USA anser man utbytte som inntekt og beskattes deretter. Dividende beskattes med 15 % for de fleste skattebetalere. Utbytte som tilfaller individer med lav inntekt beskattes med 5 %. Denne skattesatsen skal reduseres til 0 % i 2008 (www.wikipedia.org).

Etter hovedregelen skal ikke aksjeselskaper skattelegges for utbytte fra andre selskaper. Aksjer i norske selskaper, aksjer i selskaper i EU/EØS og i visse tilfeller aksjer i selskap som er etablert i høyskatteland utenfor EU/EØS, som for eksempel USA, omfattes av fritaksmetoden. Det finnes riktignok et unntak fra denne regelen. Aksjer i lavskatteland er

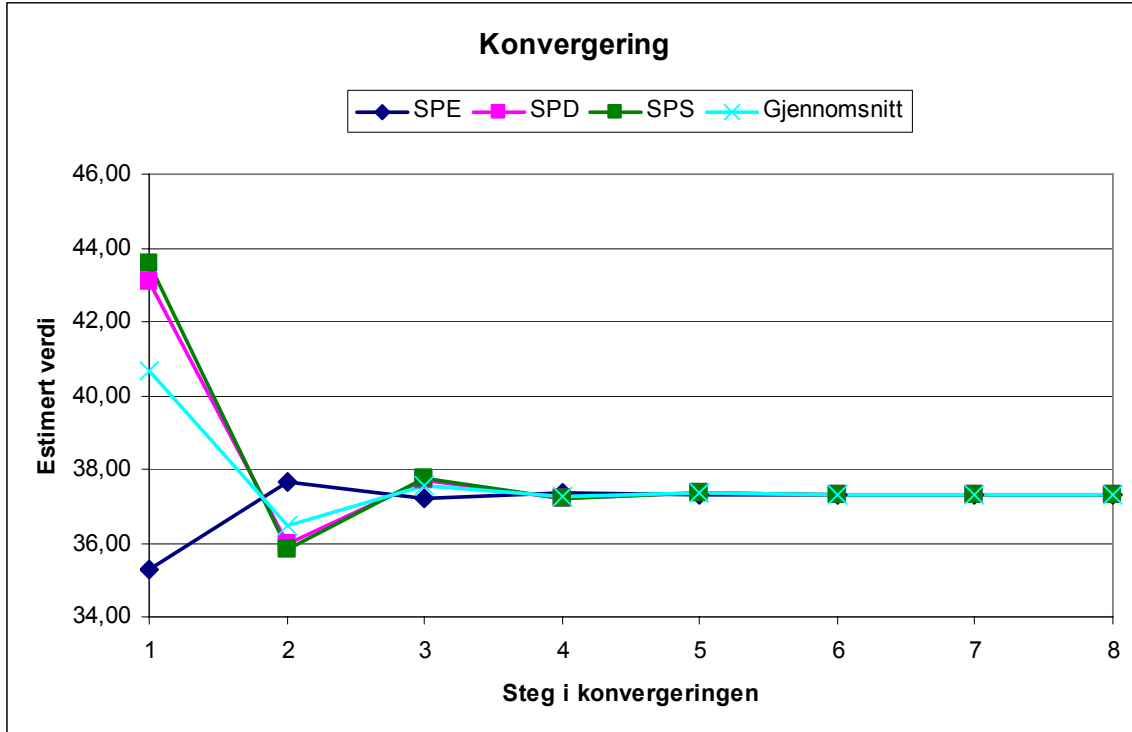
8 Usikkerhet i verdiestimatet

ikke inkludert i fritaksmodellen. Dersom et aksjeselskap eier aksjer i et selskap som er registrert i et skatteparadis, og mottar utbytte fra dette selskapet, vil utbyttet bli skattepliktig for holdingselskapet. I tillegg vil utbyttet bli skattlagt ved videre utdeling til personlig aksjonær. Småinvestorer som ikke er klar over dette, kan derfor bli overrasket av en skattesmell. På Oslo Børs er det spesielt shipping og offshoreselskaper som er registrert i lavskatteland. Mange av disse selskapene deler ut store utbytter (Skatteekspert Marianne Iversen, NA24.no). Royal Caribbean er registrert i Liberia og omfattes dermed sannsynligvis ikke av fritaksmetoden. Det kan derfor være vanskeligere å skjerme seg fra utbytteskatten for norske investorer som eier aksjer i Royal Caribbean.

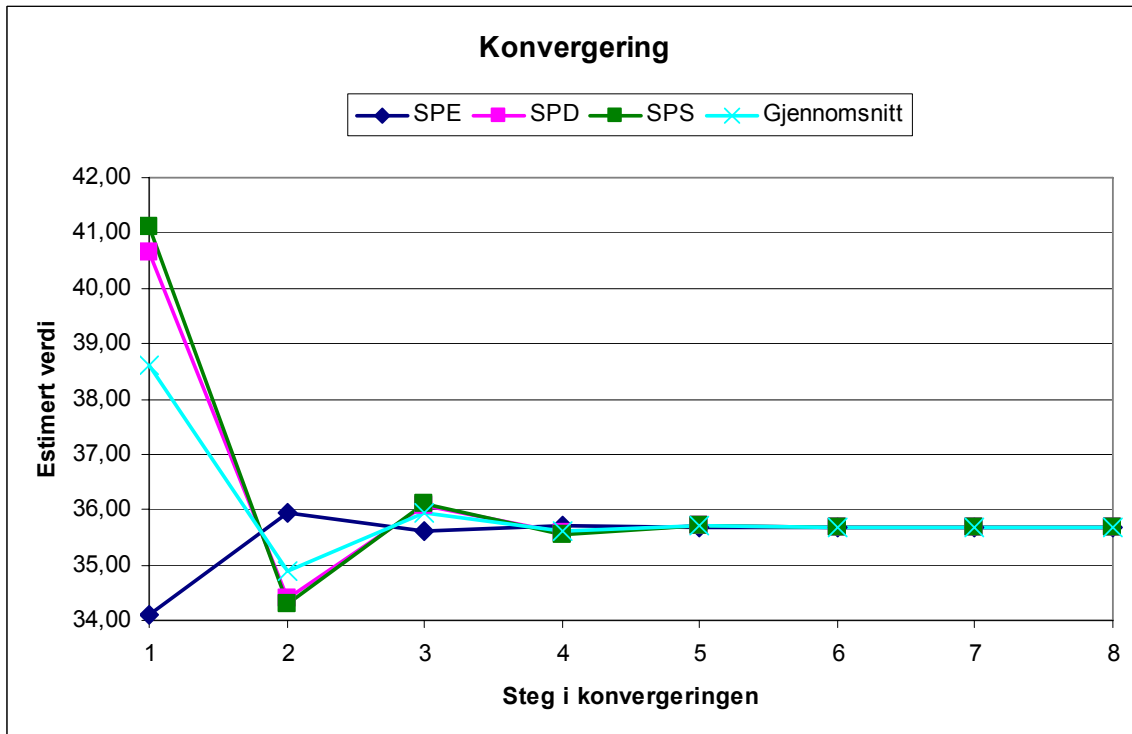
Den gjennomsnittlige effektive utbytteskatten vil bare være et estimat, da virkningen av de forholdene som vi har beskrevet ovenfor bare kan estimeres i ettertid. Vi antar at utbytteskatten for Royal Caribbean i gjennomsnitt vil være 3 %, slik at egenkapitalkravet er justert opp med en faktor på $(1/0,97)$.

Tabellen viser hvilken innvirkning effektiv utbytteskatt har på verdien av selskapet. Det konvergente estimatet reduseres fra 39,91 til 37,32 dersom vi antar at den effektive utbytteskatten i perioden blir 3 %. Dersom den effektive utbytteskatten utgjør 5 %, vil egenkapitalkravet bli justert opp med en faktor på $(1/0,95)$. Kursestimatet reduseres da til 35,69.

8 Usikkerhet i verdiestimatet



Figur 8.1.10.1 Konvergering ved 3 % effektiv utbytteskatt



Figur 8.1.10.2 Konvergering ved 5 % effektiv utbytteskatt

8.1.11 Konklusjon av sensitivitetsanalyse

Forutsetningene som ligger til grunn for vår verdsettelse vil ha direkte innvirkning på vårt endelige kursestimat. Vi har forsøkt å ta så realistiske forutsetninger som mulig ved å bruke innsikt fra regnskapsanalysen og den strategiske analysen. Sensitivitetsanalysene viser at kursestimatet er veldig avhengig av forutsetningene. Selv ved små feil i de mest kritiske antagelsene, vil vi få store utslag i kursestimat.

Vi har valgt en mellomlang budsjettperiode og det er derfor naturlig at utviklingen til budsjettdriverne på kort og på mellomlang sikt generelt har mindre innvirkning på kursestimatet enn de på lang sikt. Særlig ser vi netto driftsmargin, omløp til netto driftseiendeler, risikofri rente og risikopremie er kritiske antagelser for kursen. Disse variablene er i tillegg vanskelige å spå nøyaktig. Vi ser at det skal lite til før kursestimatet svinger mye. Det er altså usikkerhet knyttet til vårt kursestimat.

På den annen side har vi i denne sensitivitetsanalysen for det meste foretatt statiske analyser hvor vi har endret en og en variabel og holdt andre variabler konstante. Dette kan gi større utslag siden man ikke får med motvirkende effekter. Det kan for eksempel tenkes at driftsinntektsveksten øker, mens netto driftsmargin går ned. Samlet sett blir derfor usikkerheten knyttet til vårt kursestimat mindre enn det kan se ut til fra den statiske analysen. Tabellene ovenfor, hvor hensyn til to budsjett drivere, viser derimot at svingningene blir mindre når hensyn til to faktorer av gangen.

En faktor som det er knyttet mye usikkerhet til er den effektive utbytteskatten. Vi har derfor foretatt en analyse hvor vi ser på endringen i estimert verdi for henholdsvis 3 % og 5 % effektiv utbytteskatt. Ellers i oppgaven har vi forutsatt ingen effektiv utbytteskatt.

8.2 Simulering med Crystal Ball

Gjennom den statiske sensitivitetsanalysen har vi kommet frem til at vårt verdiestimat er sterkt avhengig av enkelte budsjett drivere. Dette analyserte vi ved å studere hvordan kursen responderte på en endring i en gitt budsjett driver, alt annet like. En slik statistisk analyse gir nyttig informasjon, men i virkeligheten vil flere budsjett drivere kunne variere på en gang. Vi har sett nærmere på hvordan kursen påvirkes av at flere av de viktigste budsjett driverene endres samtidig. Med dette mener vi hvordan driftsinntektsvekst, netto driftsmargin og omløp til netto driftseiendeler påvirker estimatet i vår modell. De nevnte budsjett driverene hadde betydelig innflytelse på estimatet ved statistisk sensitivitetsanalyse.

Vi benytter programmet Crystal Ball til å simulere i Excel. Konfidensintervallet er satt til 95 %. Dette innebærer en z-verdi på 1,96 (Lillestøl, 1997). Z-verdien brukes til å beregne konfidensintervall på denne måten:

$$\{\text{Nedre grense, øvre grense}\} = \{\text{Forventning} - z * \sigma, \text{forventning} + z * \sigma\},$$

der σ = standardavvik

Driftsinntektsvekst

Vi har antatt at driftsinntektsveksten er normalfordelt med forventning på 10 % på mellomlang sikt, og standardavvik på 7 %. Dette tilsvarer det historiske standardavviket mellom 1999 og 2005. For driftsinntektsveksten i steady state har vi benyttet uniform fordeling fra 4,5 % til 5,5 %. Grunnen til at vi ikke bruker normalfordeling er at egenkapitalveksten må være mindre enn egenkapitalkravet for at verdsettelsen skal gi mening.

Netto driftsmargin

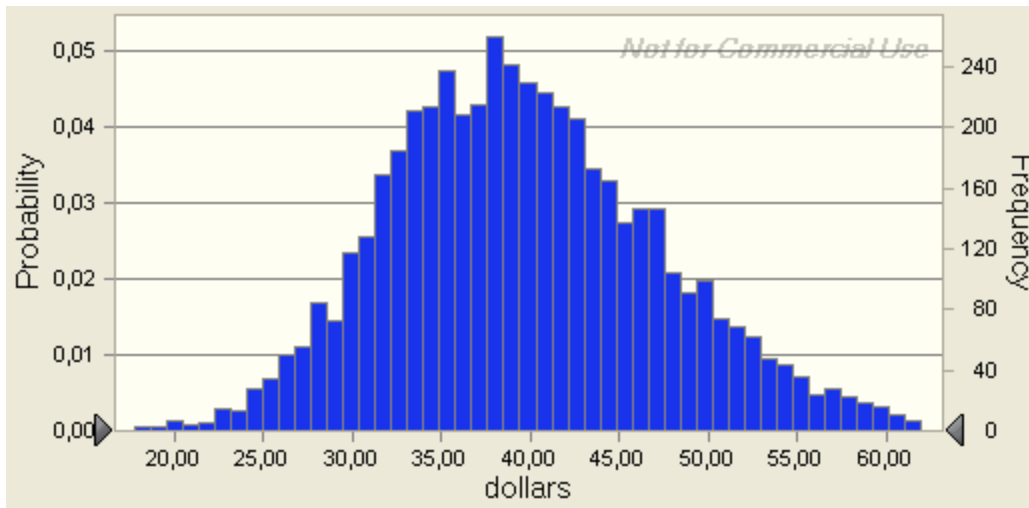
For netto driftsmargin i 2006 har vi antatt en normalfordeling med forventning 16,8 % og standardavvik 2,3 %. Standardavviket tilsvarer det historiske i analyseperioden 1999 til 2005. Vi benytter også 2,3 % som standardavvik på mellomlang sikt, men da med forventning 18 %. I steady state antar vi normalfordeling med forventning 17 %, men med standardavvik 1 %. Det er rimelig å anta at standardavviket på sikt vil være lavere enn det historiske, fordi driften stabiliserer seg over tid. Det er også viktig at den totale usikkerheten i simuleringen ikke blir for stor (BUS425, 2005).

Omløpet til netto driftseiendeler

Vi har forutsatt at omløpet både på kort og lang sikt er uniformt fordelt, fra 0,5 til 0,6. Dette kan begrunnes med at utfall innenfor et gitt intervall er like sannsynlige.

Resultatet av simuleringen

Ved å kjøre 5000 simuleringer kommer vi frem til figuren nedenfor. Forventningen er 39,86. Tilhørende standardavvik er 7,89, eller 19,8 %. Minste verdi er 16,90 og høyeste verdi er 74,64. Simuleringen viser at selv med usikkerhet i flere viktige budsjett drivere, slik vi fant i den statiske sensitivitetsanalysen, blir den totale usikkerheten mindre når vi endrer flere drivere på en gang.



Figur 8.2.1 Usikkerhet i verdiestimatet

8 Usikkerhet i verdiestimatet

I figuren nedenfor gjengir vi statistiske data fra simuleringen.

	Statistic	Forecast values
▶	Trials	5 000
	Mean	39,86
	Median	39,13
	Mode	---
	Standard Deviation	7,89
	Variance	62,21
	Skewness	0,4765
	Kurtosis	3,38
	Coeff. of Variability	0,1979
	Minimum	16,90
	Maximum	74,64
	Mean Std. Error	0,11
	Filtered Values	0

Figur 8.2.2 Statistiske data

Figuren nedfor viser hvor mye hver budsjettdriver bidrar til den totale usikkerheten i simuleringen. Som vi ser er netto driftsmargin og omløp til netto driftseiendeler i 2016 de absolutt viktigste faktorene. Driftsinntektsvekst i 2010 og netto driftsmargin i 2010 har også noe betydning.

Netto driftsmargin i 2016	45,30 %
Omløp til netto driftseiendeler i 2016	35,90 %
Driftsinntektsvekst i 2010	9,70 %
Netto driftsmargin i 2010	6,70 %
Netto driftsmargin i 2006	1,20 %
Omløp til netto driftseiendeler i 2006	0,80 %
Driftsinntektsvekst i 2016	0,40 %

Tabell 8.2.1 Bidrag til usikkerheten

9 Konklusjon

Problemstillingen vår har vært å finne en realistisk verdi for Royal Caribbean ved hjelp av strategisk analyse og regnskapsanalyse. Den strategiske analysen har vi gjennomført for å avdekke forhold som ligger utenfor regnskapstallene. Regnskapsanalysen har vi gjennomført både for Royal Caribbean og deres største konkurrent, Carnival. Dette har vi gjort for å forsøke å danne oss et så godt grunnlag som mulig for budsjettering og fremtidsregnskap.

Den strategiske analysen avdekket at Royal Caribbean er den nest største aktøren i det globale cruisemarkedet, med Carnival som største konkurrent. Cruisemarkedet har i det siste gjennomgått en konsolidering, og dette skaper etableringshindringer. Cruise er den ferieformen som er i sterkest vekst på verdensbasis. Royal Caribbean har en sterk merkevare og er kjent for kvalitet. Den sterke merkevaren og etableringshindringene i bransjen, samt økende etterspørsel, kan gi Royal Caribbean høy vekst og god lønnsomhet i fremtiden.

For å ha et sammenligningsgrunnlag for Royal Caribbeans nøkkeltall, har vi gjennomført tilsvarende regnskapsanalyse for Carnival. Regnskapsanalysen viste at Royal Caribbean har en høyere gjeldsgrad enn Carnival. Rentedekningsgraden hos Royal Caribbean er derfor vesentlig lavere enn hos Carnival. Historisk sett har Carnival også bedre netto driftsrentabilitet enn Royal Caribbean. Begge selskapene har dårlig likviditetsgrad 1, men dette tar ikke hensyn til ubrukte trekkmuligheter. Royal Caribbean har noe høyere likviditetsgrad 1 enn Carnival. I gjennomsnitt har Carnival en bedre kredittrating enn Royal Caribbean. Begge selskapene har imidlertid kredittrating BBB. Hos Standard & Poors' har Carnival en rating på A-, mens Royal Caribbean har BBB-. Dette skyldes at vår modell er noe forenklet og ikke bruker + og – rating. En rating på BBB tilsvarer en konkurssannsynlighet på 0,4 %.

I fremtidsregnskapet antar vi at selskapet fortsetter driften med uendret kapitalstruktur. Vi antar videre at det ikke er noen merrentabilitet på finansielle eiendeler og finansiell gjeld.

9 Konklusjon

Dermed vil finansiell eiendelsrentabilitet tilsvare finansielt eiendelskrav og finansiell gjeldsrentabilitet tilsvare finansielt gjeldskrav. Vi forutsetter at veksten frem til 2010 i stor grad vil være den samme som det historiske snittet, men bevege seg lineært mot 5 % i 2016 og videre. Driftsmarginen antar vi også vil tilsvare den historiske, men vi tar høyde for at det vil bli litt press på marginen fra og med 2010. Omløpshastigheten til netto driftskapital har vi forutsatt uendret fra i dag.

Verdsettelsesmodellene vi har benyttet, forutsetter vektning til virkelig verdier. Ved hjelp av en konvergeringsprosess har vi justert fra regnskapsmessige til virkelig vektning og dermed fått samsvarende kursestimat for de ulike modellene. Estimater vi har kommet frem til på 39,91 dollar per 31.12.2005, fremskrevet til 41,00 dollar den 01.04.2006. Den 26. mai 2006 er den faktiske kursen 35,93 dollar. Vi mener at aksjen kan være undervurdert til denne kursen. Vi har også estimert en verdi ved hjelp av en alternativ metode som baserer seg på sysselsatt kapital og benytter konstant avkastningskrav (WACC) og hvor kravene vektet til børsverdi for egenkapital og regnskapsmessig verdi for gjeld. Verdiestimater vårt fra denne metoden ble 37,43 dollar per aksje den 31.12.2005.

Vi har sett på to forskjellige multiplikatormodeller, EV/EBITA og EV/EV bok. Vårt kursestimat for Royal Caribbean tilsvarer en EV/EBITA på 13,81 og en EV/EV bok på 1,31. Tilsvarende multipler for Carnival er henholdsvis 18,45 og 2,16. Vi synes Carnival priset til nokså høye multipler i forhold til Royal Caribbean. Det er mulig at Royal Caribbean er underpriset i forhold til Carnival, med tanke på tallene Royal Caribbean har levert den siste tiden.

Vi har avsluttet verdsettelsen ved å se litt nærmere på sensitiviteten til våre estimater, i forhold til våre antakelser om viktige budsjett drivere. Denne analysen har vist at våre estimater er nokså sensitive overfor flere av de antakelsene vi har tatt. Det er imidlertid naturlig å tenke seg at når flere endringer inntreffer samtidig, kan disse dra i forskjellig retning.

9 Konklusjon

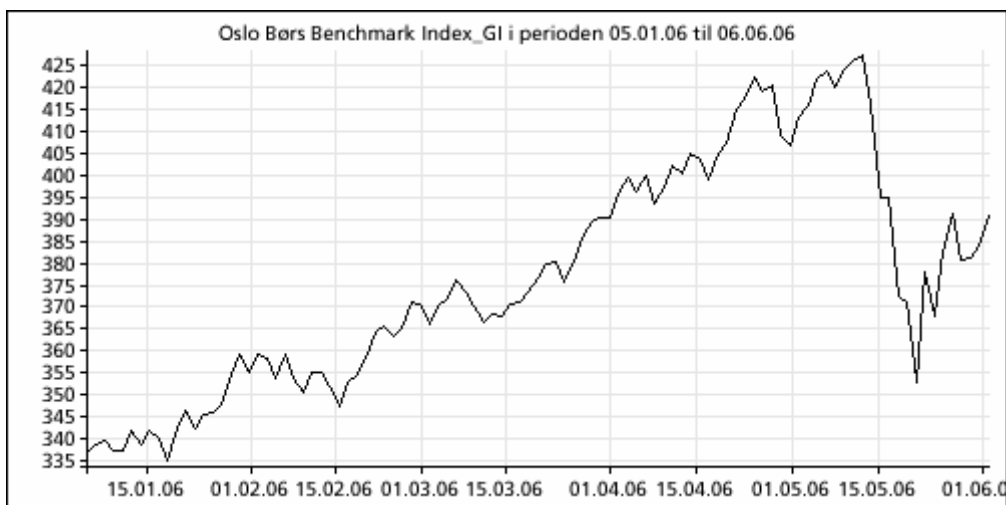
Figuren nedenfor viser siste to års utvikling i aksjekursen på New York Stock Exchange. Vi ser at kursen har falt dramatisk den siste tiden, men vi tror ikke dette har noe å gjøre med fundamentale forhold som inntjening eller lønnsomhet, men heller at det er knyttet til et generelt børsfall.



Figur 9.1 Kursutvikling i Royal Caribbean (www.hegnar.no)

Vi ser nærmere på den siste tids utvikling. Oslo Børs falt nesten 17,6 % fra toppnoteringen rundt midten av mai, til bunnoteringen en ukes tid senere. Til sammenligning falt Royal Caribbean samme tidsrom med 18,6 %. Tallene kan leses grovt fra figurene nedenfor.

9 Konklusjon



Figur 9.2 Utviklingen i OSEBX den siste tid (www.hegnar.no)



Figur 9.3 Utviklingen i Royal Caribbean den siste tid (www.hegnar.no)

10 Referanser

Litteratur

Banken K. og Bush T., ”Analyse av finansregnskapet”, Oslo, Tano Aschehaoug, 4.utgave 1996

Barney J.B., ”Gaining and Sustaining Competitive Advantage”, Upper Saddle River, Prentice Hall, 2.utgave 2002

Bodie Z., Kane A., Marcus A.J., ”Investments”, Singapore, Mc Graw-Hill, 6.utgave 2005

Boye, Hansen, Hveem og Torgrimsen, ”Personlig økonomi 2006”, Cappelen Akademiske Forlag, 23. utgave 2006

Damodaran A., ”Investment valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset”, New York, Wiley, 2.utgave 2002

Gjesdal F., Johnsen T., ”Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering”, Oslo, Cappelen Akademisk Forlag, 1999

Hill C.W.L., Jones G.R., ”Strategic management theory – an integrated approach”, Boston, Houghton Mifflin Co., 5.utgave 2001

Hoff K.G., ”Bedriftens økonomi”, Universitetsforlaget, 5.utgave 2002

Kinserdal A., ”Finansregnskap med analyse”, Oslo, Cappelen Akademisk Forlag, 11.utgave 1998

Koller, Copeland og Murrin, ”Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies”, Wiley, 3. utgave 2000

10 Referanser

Koller, Goedhart og Wessels, "Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies", Wiley, 4. utgave 2005

Lillestøl, J., "Sannsynlighetsregning og statistikk – med anvendelser", Oslo, Cappelen Akademiske forlag, 5. utgave 1997

Penman S.H., "Financial Statement Analysis and Security Valuation", Boston, McGraw Hill, 2. utgave 2004

Porter M.E., "Competitive Strategy – Techniques for Analysing Industries and Competitors", Free Press, 2004

Porter M.E., "Konkurransefortrinn", Tano, norsk utgave 1992

White G.I., Sondhi A.C., Fried D., "The Analysis and Use of Financial Statements", Chichester, Wiley, 3. utgave 2003

Fagartikler

Dimson, Marsh og Staunton, "The Worldwide Equity Premium: A Smaller Puzzle", London Business School, 7 April 2006

Stemsrudhagen, "Styring av kvalitet og økonomi", Cappelen Akademisk Forlag, 1998

Iver Bragelien, I., "Resultatbasert avlønning – Muligheter og problemer", Silhuetten, 1/2001

Avisartikler

Aftenposten, 11-02-2004, "Nordmenn reiser mest på cruise"

DN, 07-02-06, "Kampen om tronen"

10 Referanser

DN, 21-04-06, "Imponerende"

DN, 27-04-06, "Cruise er fremtiden"

Hegnar, 01-02-06, "Et cruiseskip uten like"

Hegnar, 25-04-06, "Hever RCCL"

Hegnar, 26-04-06 "Cruise - en ekstrem industri"

Hegnar, 26-04-06, "Cruisefeberen herjer"

Hegnar, 26-04-06, "Verdt hver eneste krone"

Hegnar, 01-05-06, "30.000 norske på cruise i 2006"

Tekninsk Ukeblad, 06-02-06, "XXXXXX"

Databaser

Datastream, NHH-bibliotek

Rapporter

Royal Caribbean årsrapport 1998, 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005

Carnival årsrapport 1998, 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005

Nettsteder

Carnival, www.carnivalcruises.com

Celebrity, www.celebritycruises.com

DnBNOR markets, www.dnbnor.no/markets

Hegnar Online, www.hegnar.no

Konkurransetilsynet, www.konkurransetilsynet.no

10 Referanser

Norges Bank, www.norgesbank.no

NYSE, www.nyse.com

Oslo Børs, www.ose.no

Royal Caribbean, www.rccl.com

US Department of Labor, Bureau of labor statistics, www.bls.gov

Wikipedia, The Free Encyclopedia, www.wikipedia.org

Forelesningsnotater

Foretakets finansiering FIE 402 notater, 2004

Regnskapsanalyse og verdsettelse BUS 425 notater, 2005

Strategi og ledelse STR 210 notater, 2004

Strategisk regnskapsanalyse BUS 424 notater, 2004

11 Vedlegg

Vedlegg 1 Resultatregnskap – Carnival

Carnival (USD millioner)	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Passasjer billettinntekter					3346000	5039000	7357000	8379000
+ Inntekter om bord og andre inntekter					1037000	1679000	2370000	2708000
= Driftsinntekter	3009306	3497470	3778542	4535751	4383000	6718000	9727000	11087000
Kommisjoner, transportkostnader og annet					658000	1021000	1572000	1665000
+ Onboard-kostnader					116000	229000	359000	408000
+ Lønn og sosiale kostnader					458000	744000	1003000	1145000
+ Mat					256000	393000	550000	615000
+ Andre driftskostnader					842000	1427000	1973000	2384000
= Driftskostnader	1619377	1862636	2058342	2468730	2330000	3814000	5457000	6217000
Markedsføring, S&A	369469	447235	487403	618664	609000	936000	1285000	1329000
Avskrivninger	200668	243658	287667	372224	382000	585000	812000	902000
→ Driftsresultat før engangsposter	819792	943941	945130	1076133	1062000	1383000	2173000	2639000
+ Engangsposter	0	0	0	-140378	-20000	0	0	0
= Driftsresultat	819792	943941	945130	935755	1042000	1383000	2173000	2639000
+ Resultat fra tilknyttede selskap	76732	75758	37828	-44024	0	0	0	0
+ Renteinntekter	10257	41932	16506	34255	32000	27000	17000	28000
- Rentekostnader	57772	46956	41372	120692	111000	195000	284000	330000
+ Andre inntekter (kostnader)	1793	29357	8460	108649	-4000	8000	-5000	-7000
= Ordinært resultat før skatt	850802	1044032	966552	913943	959000	1223000	1901000	2330000
- Skattkostnad	3815	2778	1094	-12257	-57000	29000	47000	73000
= Ordinært resultat	846987	1041254	965458	926200	1016000	1194000	1854000	2257000
- Foreslått utbytte	230370	230370	250923	246021	246000	329000	422000	647000
= Til EK	616617	810884	714535	680179	770000	865000	1432000	1610000

11 Vedlegg

Vedlegg 2 Balanse – Carnival

Carnival (USD millioner)	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Varemerke	0	0	0	0	0	1324000	1306000	1282000
Goodwill	437464	462340	701385	651814	681056	3031000	3321000	3206000
= Sum immaterielle eiendeler	437464	462340	701385	651814	681056	4355000	4627000	4488000
Fast eiendom og skip	5768114	6410527	8001318	8390230	10115404	17522000	20823000	21312000
+ Investering i tilknyttede selskap	546693	586922	437391	0	0	0	0	0
+ Verdi av langsiktige finansielle kontrakter	0	0	0	373605	109061	0	0	0
+ Andre driftsmidler	56773	34930	141744	188915	297175	482000	458000	417000
= Sum varige driftsmidler	6371580	7032379	8580453	8952750	10521640	18004000	21281000	21729000
Varer	75449	84019	100451	91996	91310	171000	240000	250000
Kundefordringer og andre fordringer	60837	62887	95361	90763	108327	403000	409000	408000
+ Forhåndsbetalte utgifter	90764	122959	164388	113798	148420	212000	266000	370000
= Fordringer	151601	185846	259749	204561	256747	615000	675000	778000
Bankinnskudd, kontanter og lignende	143229	521771	189282	1458084	705705	1071000	660000	1178000
Verdi av kortsiktige finansielle kontrakter	0	0	0	204347	78390	275000	153000	9000
→ Sum omløpsmidler	370279	791636	549482	1958988	1132152	2132000	1728000	2215000
→ SUM EIENDELER	7179323	8286355	9831320	11563552	12334848	24491000	27636000	28432000
Aksjekapital	5955	6170	6176	6200	5868	355000	359000	359000
+ Innbetalt kapital	880488	1757408	1772897	1805248	1089125	7163000	7311000	7381000
+ Tilbakeholdt overskudd	3379628	4176498	4884023	5556296	6325850	7191000	8623000	10233000
- Unearned stock compensation	5294	9945	12283	12398	11181	18000	16000	13000
+ Akkumulert dirty surplus	24699	1116	-75059	-36932	8241	160000	541000	156000
+ Minoritetsinteresser	132684	0	0	0	0	0	0	0
- Beholdning av egne aksjer	0	0	705137	727637	0	1058000	1058000	1144000
= Sum egenkapital	4418160	5931247	5870617	6590777	7417903	13793000	15760000	16972000
Langsiktig gjeld	1563014	867515	2099077	2954854	3011969	6918000	6291000	5727000
+ Langsiktige finansielle kontrakter	0	0	0	379683	114356	0	0	0
+ Annen langsiktig gjeld	63036	82680	146332	157998	170814	470000	551000	541000
= Sum langsiktig gjeld	1626050	950195	2245409	3492535	3297139	7388000	6842000	6268000
Leverandørgjeld	168546	195879	332694	269467	268687	634000	631000	690000
+ Avdrag på langsiktig gjeld	67626	206267	248219	21764	148642	392000	681000	1042000
+ Forskudd fra kunder	638383	675816	770425	627698	770637	1358000	1873000	2045000
+ Avsatt utbytte	53590	64781	61371	61548	61612	0	0	0
+ Annen kortsiktig gjeld	206968	262170	302585	298032	290391	662000	1702000	1415000
+ Kortsiktige finansielle kontrakter	0	0	0	201731	79837	264000	147000	0
= Sum kortsiktig gjeld	1135113	1404913	1715294	1480240	1619806	3310000	5034000	5192000
EGENKAPITAL OG GJELD	7179323	8286355	9831320	11563552	12334848	24491000	27636000	28432000

Vedlegg 3 Endring egenkapital – Carnival

Carnival (USD millioner)	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Egenkapital IB	3650667	4471750	5996028	5931988	6652325	7479515	13793000	15760000
+ Årsresultat	846987	1041254	965458	926200	1016000	1194000	1854000	2257000
- Foreslått utbytte	187470	230370	230370	250923	246021	246000	329000	422000
+ Netto kapitalinnskudd	146977	736977	-722953	6933	12038	5213726	61000	-238000
+ Førings direkte mot egenkapitalen	14589	-23583	-76175	38127	45173	151759	381000	-385000
= Egenkapital UB	4471750	5996028	5931988	6652325	7479515	13793000	15760000	16972000

11 Vedlegg

Vedlegg 4 Omgruppert resultatregnskap – Carnival

Carnival (USD millioner)	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Driftsinntekter	3009306	3497470	3778542	4535751	4383000	6718000	9727000	11087000
- Driftskostnader inkl avskrivninger	2189514	2553529	2833412	3459618	3321000	5335000	7554000	8448000
= Driftsresultat egen virksomhet	819792	943941	945130	1076133	1062000	1383000	2173000	2639000
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	23263	26786	26819	30537	30136	39244	61662	74885
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	796529	917155	918311	1045596	1031864	1343756	2111338	2564115
+ Nettoresultat fra tilknyttede virksomheter	76732	75758	37828	-44024	0	0	0	0
= Netto driftsresultat	873261	992913	956139	1001572	1031864	1343756	2111338	2564115
+ Netto finansinntekt	6667	27256	10729	22266	20800	17550	11050	18200
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	879928	1020169	966868	1023838	1052664	1361306	2122388	2582315
- Netto finanskostnad	37552	30521	26892	78450	72150	126750	184600	214500
= Nettoresultat til egenkapitalen	842377	989648	939976	945388	980514	1234556	1937788	2367815
+ Unormalt netto driftsresultat	17406	-1334	-59153	-89710	84659	103203	302212	-488815
+ Unormalt netto finansresultat	1793	29357	8460	108649	-4000	8000	-5000	-7000
= Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	861576	1017671	889283	964327	1061173	1345759	2235000	1872000
- Netto betalt utbytte	40493	-506607	953323	243990	233983	-4967726	268000	660000
= Endring i egenkapital	821083	1524278	-64040	720337	827190	6313485	1967000	1212000

Vedlegg 5 Omgruppert balanse – Carnival

Carnival (USD millioner)	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Driftsrelaterte anleggsmidler	6809044	7494719	9281838	9230959	11093635	22359000	25908000	26217000
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	63036	82680	146332	157998	170814	470000	551000	541000
= Netto anleggsmidler	6746008	7412039	9135506	9072961	10922821	21889000	25357000	25676000
Driftsrelaterte omløpsmidler	227050	269865	360200	296557	348057	786000	915000	1028000
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	1013897	1133865	1405704	1195197	1329715	2654000	4206000	4150000
= Driftsrelatert arbeidskapital	-786847	-864000	-1045504	-898640	-981658	-1868000	-3291000	-3122000
→ Netto driftseiendeler (NDE)	5959161	6548039	8090002	8174321	9941163	20021000	22066000	22554000
Egenkapital	4471750	5996028	5931988	6652325	7479515	13793000	15760000	16972000
Langsiktig finansiell gjeld	1563014	867515	2099077	3334537	3126325	6918000	6291000	5727000
- Finansielle anleggsmidler	0	0	0	373605	109061	0	0	0
= Langsiktig netto finansiell gjeld	1563014	867515	2099077	2960932	3017264	6918000	6291000	5727000
Kortsiktig finansiell gjeld	67626	206267	248219	223495	228479	656000	828000	1042000
- Finansielle omløpsmidler	143229	521771	189282	1662431	784095	1346000	813000	1187000
= Kortsiktig netto finansiell gjeld	-75603	-315504	58937	-1438936	-555616	-690000	15000	-145000
→ Netto finansiell gjeld	1487411	552011	2158014	1521996	2461648	6228000	6306000	5582000
→ Netto driftskapital	5959161	6548039	8090002	8174321	9941163	20021000	22066000	22554000

Oppsett for sysselsatt kapital

Carnival (USD millioner)	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Finansielle anleggsmidler	0	0	0	373605	109061	0	0	0
+ Finansielle omløpsmidler	143229	521771	189282	1662431	784095	1346000	813000	1187000
= Finansielle eiendeler (FE)	143229	521771	189282	2036036	893156	1346000	813000	1187000
→ Sysselsatte eiendeler = NDE + FE	6102390	7069810	8279284	10210357	10834319	21367000	22879000	23741000
Egenkapital	4471750	5996028	5931988	6652325	7479515	13793000	15760000	16972000
Langsiktig finansiell gjeld	1563014	867515	2099077	3334537	3126325	6918000	6291000	5727000
+ Kortsiktig finansiell gjeld	67626	206267	248219	223495	228479	656000	828000	1042000
= Finansiell gjeld	1630640	1073782	2347296	3558032	3354804	7574000	7119000	6769000
→ Sysselsatt kapital	6102390	7069810	8279284	10210357	10834319	21367000	22879000	23741000

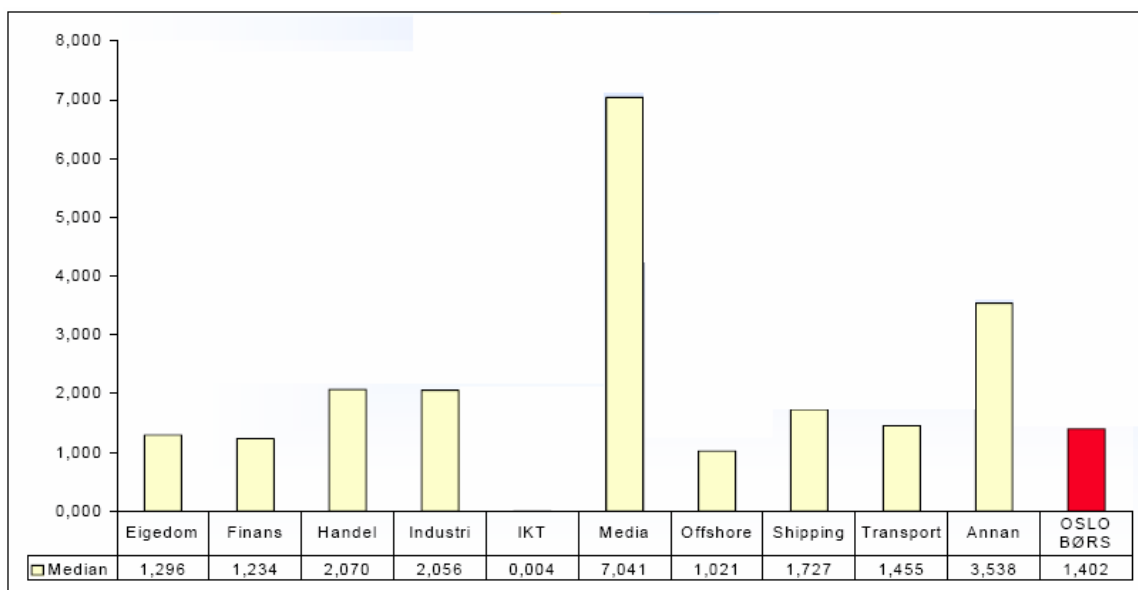
11 Vedlegg

Vedlegg 6 Syntetisk rating

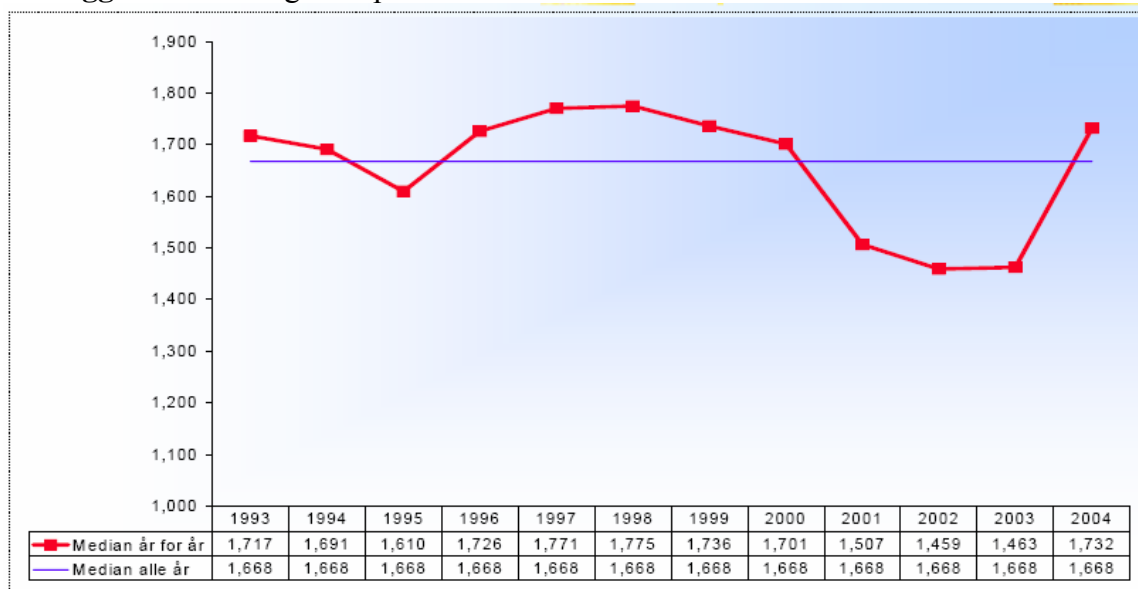
Syntetisk rating	lg1	rdg	ekp	ndr	Arlig konkurssannsynlighet	Kredittrisikofaktor
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350	0,0001	0,100
	8,900	11,600	0,895	0,308		
AAA	6,200	6,300	0,850	0,266	0,0012	0,150
	4,600	4,825	0,755	0,216		
AAA	3,000	3,350	0,660	0,166	0,0024	0,250
	2,350	2,755	0,550	0,131		
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096	0,0037	0,400
	1,450	1,690	0,380	0,082		
BB	1,200	1,220	0,320	0,068	0,0136	0,600
	1,050	1,060	0,270	0,054		
B	0,900	0,900	0,220	0,040	0,0608	1,000
	0,750	0,485	0,175	0,026		
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012	0,3085	3,000
	0,550	-0,345	0,105	-0,002		
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016	0,5418	9,000
	0,450	-1,170	0,030	-0,030		
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044	0,7752	27,000
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058		
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072	0,9999	1000,000

Hentet fra forelesningsnotater i BUS425

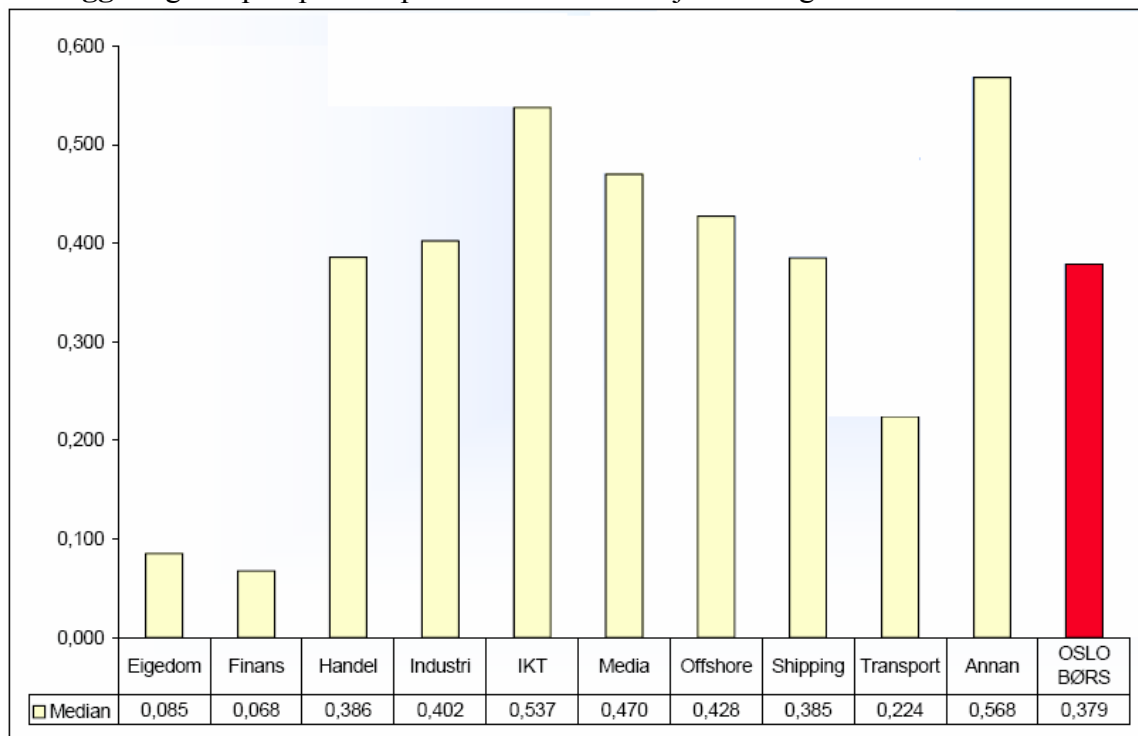
Vedlegg 7 Rentedeckningsgrad på Oslo Børs 1999-2004



Median rentedeckningsgrad på Oslo Børs 1999-2004 er 1,402 basert på 1412 selskapsår. Medianen i 2004 er 2,164 (BUS 425).

Vedlegg 8 Likviditetsgrad 1 på Oslo Børs 1993-2004

Median likviditetsgrad 1 var 1,668 på Oslo Børs i årene 1993-2004. I 2004 var medianen 1,732. Tallet på observasjoner er 2159 selskapsår (BUS425).

Vedlegg 9 Egenkapitalprosent på Oslo Børs – Bransjefordeling

Egenkapitalprosent på Oslo Børs i ulike bransjer (BUS425).

11 Vedlegg

Vedlegg 10 Krav til finansielle eiendeler – Carnival

Carnival (USD millioner)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Kontantkrav	0,032	0,041	0,032	0,013	0,008	0,007	0,020
* Kontantvekt	1,000	1,000	0,716	0,790	0,796	0,812	0,992
+ Finansielt fordringskrav	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Finansiell fordringsvekt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
+ Investeringskrav	0,088	0,099	0,074	0,037	0,041	0,061	0,084
* Investeringsvekt	0,000	0,000	0,284	0,210	0,204	0,188	0,008
= Krav til finansielle eiendeler	0,032	0,041	0,044	0,018	0,015	0,017	0,021

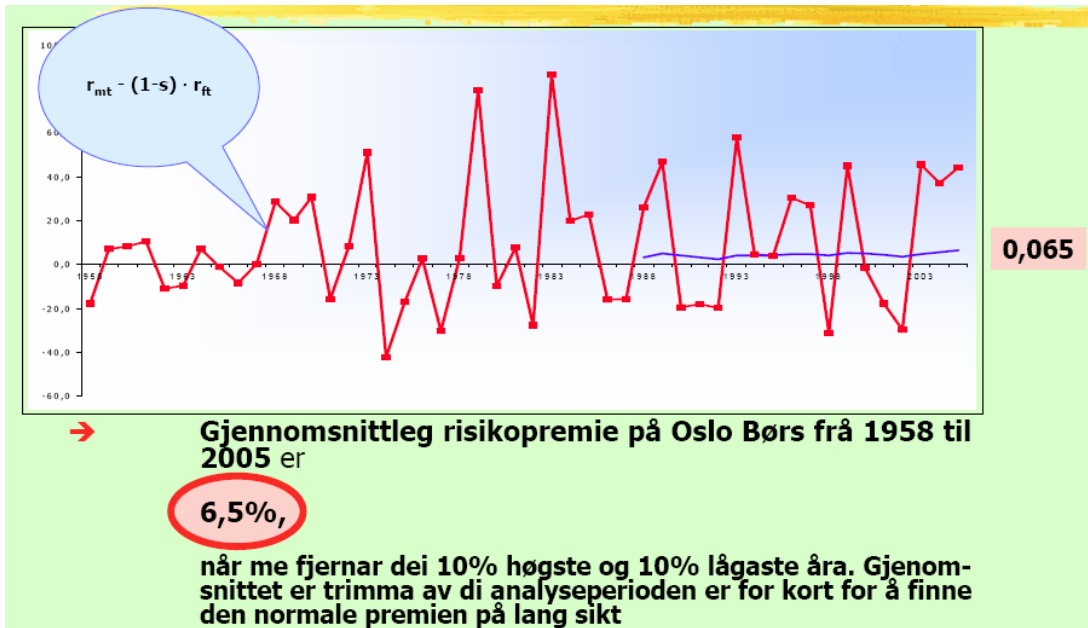
Vedlegg 11 Krav til finansiell gjeld – Carnival

Krav til finansiell gjeld	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Syntetisk rating	A	BBB	A	BBB	BBB	BB	BBB
Risikofri rente etter skatt	0,032	0,041	0,032	0,013	0,008	0,007	0,020
+ Premie for kredittrisiko	0,014	0,023	0,011	0,010	0,013	0,032	0,026
+ Finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,107	0,089	0,042	0,028	0,001
* Risikopremie	0,056	0,058	0,042	0,024	0,033	0,054	0,064
= Krav til avkastning på finansiell gjeld	0,046	0,064	0,047	0,025	0,023	0,041	0,046

Vedlegg 12 Krav til netto finansiell gjeld – Carnival

Krav til netto finansiell gjeld	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Krav til finansiell gjeld	0,046	0,064	0,042	0,023	0,022	0,040	0,046
* Finansiell gjeldsvekt	1,313	1,260	1,608	1,740	1,259	1,174	1,170
- Krav til finansielle eiendeler	0,032	0,041	0,044	0,018	0,015	0,017	0,021
* Finansiell eiendelsvekt	0,313	0,260	0,608	0,740	0,259	0,174	0,170
= Krav til netto finansiell gjeld	0,051	0,070	0,041	0,026	0,023	0,043	0,050

Vedlegg 13 Fremtidig risikopremie



Hentet fra BUS425

Vedlegg 14 Risikopremie 1900-2005

11 Vedlegg

Annualized Equity Premiums for 17 Countries, 1900–2005

% p.a. Country	Historical Equity Premium Relative to Bills				Historical Equity Premium Relative to Bonds			
	Geometric Mean	Arithmetic Mean	Standard Error	Standard Deviation	Geometric Mean	Arithmetic Mean	Standard Error	Standard Deviation
Australia	7.08	8.49	1.65	17.00	6.22	7.81	1.83	18.80
Belgium	2.80	4.99	2.24	23.06	2.57	4.37	1.95	20.10
Canada	4.54	5.88	1.62	16.71	4.15	5.67	1.74	17.95
Denmark	2.87	4.51	1.93	19.85	2.07	3.27	1.57	16.18
France	6.79	9.27	2.35	24.19	3.86	6.03	2.16	22.29
Germany*	3.83	9.07	3.28	33.49	5.28	8.35	2.69	27.41
Ireland	4.09	5.98	1.97	20.33	3.62	5.18	1.78	18.37
Italy	6.55	10.46	3.12	32.09	4.30	7.68	2.89	29.73
Japan	6.67	9.84	2.70	27.82	5.91	9.98	3.21	33.06
Netherlands	4.55	6.61	2.17	22.36	3.86	5.95	2.10	21.63
Norway	3.07	5.70	2.52	25.90	2.55	5.26	2.66	27.43
South Africa	6.20	8.25	2.15	22.09	5.35	7.03	1.88	19.32
Spain	3.40	5.46	2.08	21.45	2.32	4.21	1.96	20.20
Sweden	5.73	7.98	2.15	22.09	5.21	7.51	2.17	22.34
Switzerland	3.63	5.29	1.82	18.79	1.80	3.28	1.70	17.52
U.K.	4.43	6.14	1.93	19.84	4.06	5.29	1.61	16.60
U.S.	5.51	7.41	1.91	19.64	4.52	6.49	1.96	20.16
Average	4.81	7.14	2.21	22.75	3.98	6.08	2.11	21.71
World-ex U.S.	4.23	5.93	1.88	19.33	4.10	5.18	1.48	15.19
World	4.74	6.07	1.62	16.65	4.04	5.15	1.45	14.96

* Germany omits 1922–23

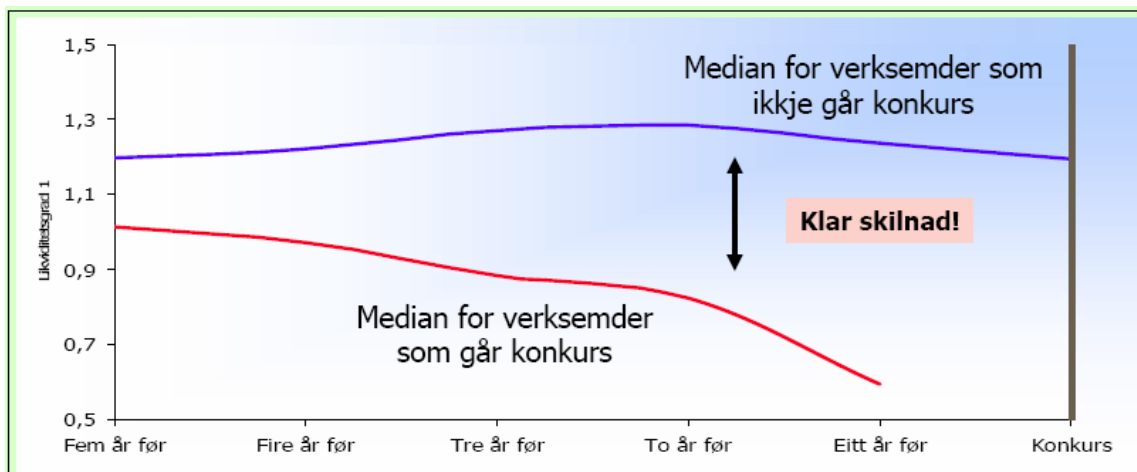
The Worldwide Equity Premium: A Smaller Puzzle (Dimson, Marsh, and Staunton 2006)

Vedlegg 15 DnB NOR Markets' analyse av Royal Caribbean

		2002	2003	2004	2005	2006e	2007e
Salgsinntekter	USDm	3,434	3,784	4,555	4,903	5,259	5,702
EBIT	USDm	551	526	754	867	885	1,025
EPS	USD	1.82	1.45	2.40	3.45	3.25	3.68
P/E Justert	X	9.3	28.7	24.4	15.1	14.2	12.6
EV/EBIT justert	X	14.7	22.8	20.9	15.3	15.0	13.0
EBIT margin	X	16.0 %	13.9 %	16.6 %	17.7 %	16.8 %	18.0 %

Hentet fra ukerapporten for uke 17, 2006

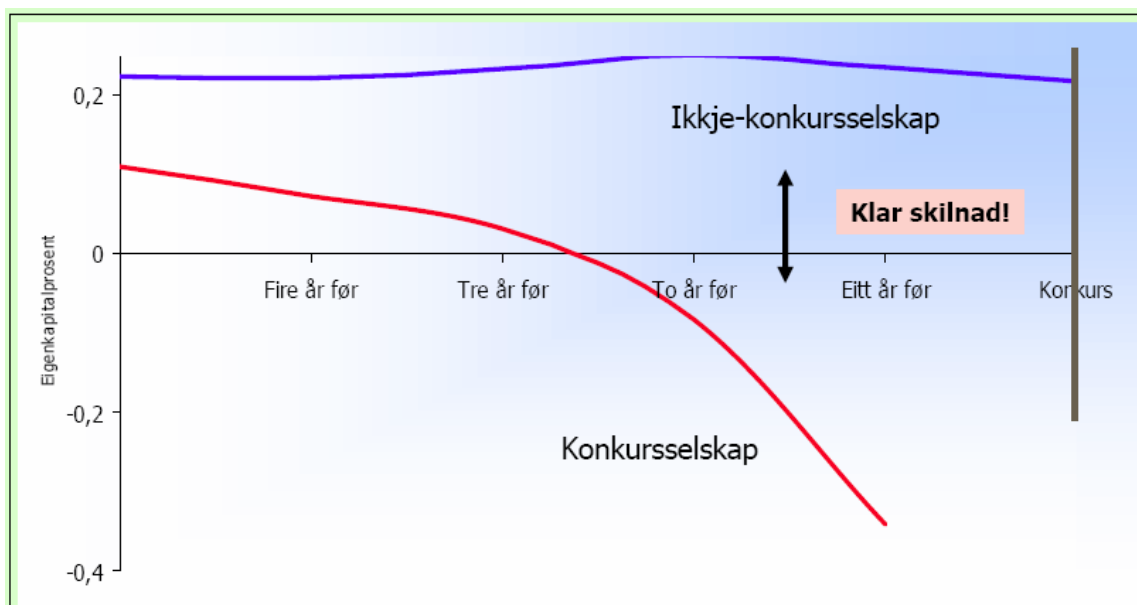
Vedlegg 16 Likviditetsgrad 1 før konkurs



Median likviditetsgrad 1 for **eit utval** på 200 verksemdar som går konkurs – og eit utval på 3000 verksemdar som ikkje går konkurs i 1999. Data er trekt med utgangspunkt i Rekneskapsregisteret i Brønnøysund (og gjort tilgjengelege av D&B)

Hentet fra BUS425

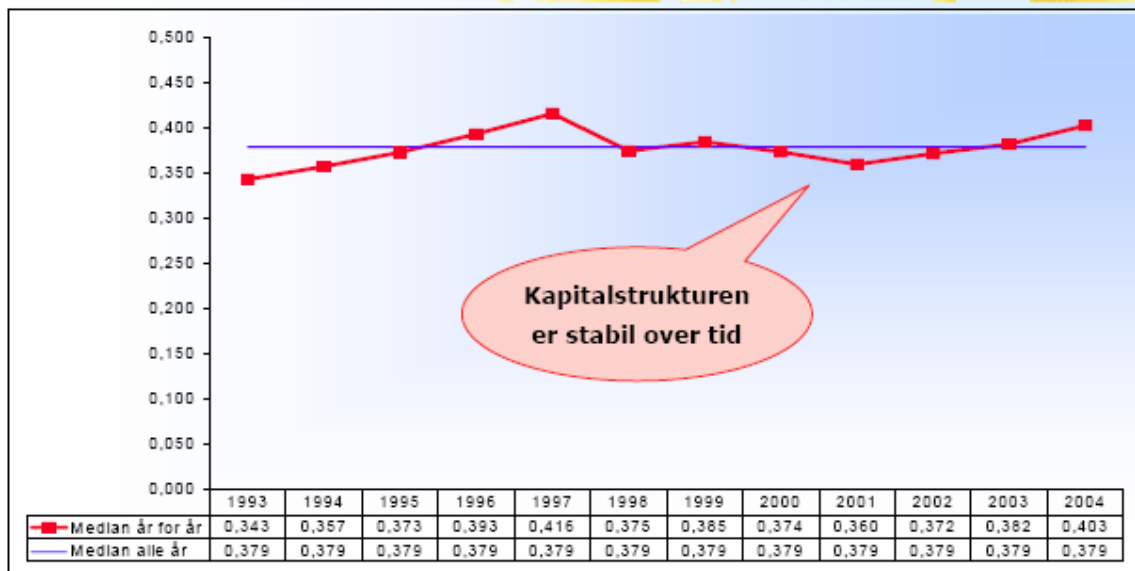
Vedlegg 17 Egenkapitalprosent før konkurs



Merk at konkursselskap har **negativ median egenkapital** over to år før konkursåret

Hentet fra BUS425

Vedlegg 18 Egenkapitalprosent på Oslo Børs i perioden 1993-2004



- Median egenkapitalprosent i høve til total kapital på Oslo Børs i åra 1993 - 2004 er **37,9%**; i 2004 var medianen **0,403**. Datagrunnlaget er 2263 selskapsår

Hentet fra BUS425

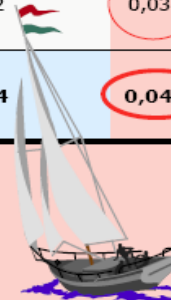
Vedlegg 19 Historisk risikopremie 2000-2005 – BUS425 estimat

BUS425 - ESTIMATET

RISIKOPREMIEN 2000 - 2005

Vekt	t	2000	2001	2002	2003	2004	2005	00-05
2/3	Årleg risikopremie 58-t	0,051	0,045	0,036	0,047	0,055	0,065	0,050
1/3	Årleg risikopremie 95-t	0,073	0,037	0,000	0,005	0,052	0,062	0,037
→	RISIKOPREMIEN	0,058	0,042	0,024	0,033	0,054	0,064	0,046

... Dette er **den normaliserte risikopremien** over rekneskapsanalyseperioden, men den framoverskodande risikopremien er 6,5%; jamfør førelesing 15



12 Oversikt over forkortelser

Forkortelser

DAM – Driftsrelaterte anleggsmidler

DI – Driftsinntekter

div – vekst i driftsinntekter

DK – Driftskostnader

dkv – vekst i driftskostnader

DOM – Driftsrelaterte omløpsmidler

EK – Egenkapital

ekk – egenkapitalkrav

ekp – egenkapitalprosent

ekr – egenkapitalrentabilitet

eku – normalisert utdelingsforhold

ekv – egenkapitalvekst

FAM – Finansielle anleggsmidler

FE – Finansielle eiendeler

fed – finansiell eiendelsdel

fek – finansielt eiendelskrav

fer – finansiell eiendelsrentabilitet

FG- Finansiell gjeld

fgd – finansiell gjeldsdel

fgk - finansielt gjeldskrav

fgr – finansiell gjeldsrentabilitet

12 Oversikt over forkortelser

FK – finanskostnader

FKS - fri kontantstrøm

fkv – vekst i finansielle kostnader

FOM – Finansielle omløpsmidler

KDG – Kortsiktig driftsrelaterte omløpsmidler

KFG – Kortsiktig finansiell gjeld

KG – Kortsiktig gjeld

LDG – Langsiktig driftsrelatert gjeld

LFG – Langsiktig finansiell gjeld

NBU – netto betalt utbytte

NDE – netto driftseiendeler

NDK – netto driftskapital

ndk – netto driftskrav

ndm – netto driftsmargin

ndr – netto driftsrentabilitet

NDR – Netto driftsresultat

NFG – netto finansiell gjeld

nfgg – netto finansiell gjeldsgrad

nfgk – netto finansielt gjeldskrav

nfggr – netto finansiell gjeldsrentabilitet

NFK – netto finanskostnad

NRE – nettoresultat til egenkapitalen

NRS – nettoresultat til sysselsatt kapital

12 Oversikt over forkortelser

onde – omløpet til netto driftseiendeler

SPD – superprofitt til netto driftskapital

SPE – superprofitt til egenkapital

SPS – superprofitt til sysselsatt kapital

SSE - sysselsatte eiendeler

ssk – krav til sysselsatt kapital

SSK – sysselsatt kapital

TK – Totalkapital