

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, våren 2010



Masterutredning i fordypningsområdet: Finansiell økonomi

Veileder: Professor Øystein Gjerde, Institutt for foretaksøkonomi

Analyse og verdivurdering av Hurtigruten ASA



av

Eirik Teistum og Joar Alm

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon 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

Vår masterutredning har hatt som formål å analysere og verdivurdere selskapet Hurtigruten ASA. For å danne et best mulig bilde av de verdier som danner grunnlaget for selskapet valgte vi en grundig og tidkrevende undersøkelsesmetode. Verdsettelsen er derfor valgt til å være fundamental etter totalkapitalmetoden.

Vi ble på den måten veldig godt kjent med selskapet og dets verdier, gjennom en omfattende strategisk analyse avdekket vi mulige konkurransefortrinn samt selskapets interne og eksterne styrker og svakheter. En grundig strategisk analyse ga oss et godt utgangspunkt og en solid plattform å bygge den videre analysen på.

Videre valgte vi å gjennomføre en regnskapsanalyse for å avdekke underliggende økonomiske forhold både hos HRG og tre sammenlignbare selskaper innen samme bransje. Fra både strategi- og regnskapsanalysen kom det klart frem at selskapet har vært gjennom en omfattende restrukturering, og det historiske datagrunnlag ga oss derfor liten hjelp i den videre verdsettelsen. Våre estimater måtte da i stor grad begrunnes ut fra den strategiske analysen samt data fra de to seneste årene. Dette har gjort at vi etter beste evne har kombinert praktiske og teoretiske metoder på en slik måte at verdsettelsen har sentrale koblinger tilbake til den strategiske analysen.

Vår utredning konkluderer med et verdiestimat for aksjen til Hurtigruten ASA på 8,89 norske kroner (NOK). Aksjen ble handlet ved Oslo Børs 14. juni 2010 for 5,06 NOK, dette indikerer en oppside på ca 80 %. En sensitivitetsanalyse avdekket at det foreligger betydelig risiko i vårt verdiestimat, men for en risikovillig investor vil vi derfor gi en sterk kjøpsanbefaling på aksjen.

Bergen, juni 2010

Eirik Teistum og Joar Alm

KAPITTEL 1 – FORORD	5
KAPITTEL 2 – PRESENTASJON	6
OM HURTIGRUTEN ASA.....	6
HISTORIE.....	6
VISJON, VERDIER OG KUNDELØFTER.....	10
LEDELSE.....	11
EIERSTRUKTUR.....	12
AKSJEUTVIKLING	13
SKIPSFLÅTEN.....	14
PRODUKTOMRÅDER.....	15
KAPITTEL 3 – VERDSETTELSESTEORI	22
VERDSETTELSESMETODER	22
VALG AV VERDSETTELSESMETODE.....	24
KAPITTEL 4 – STRATEGISK ANALYSE	28
STATENS KJØP AV SJØTRANSPORTTJENESTER - HURTIGRUTEAVTALEN.....	28
EKSTERN ANALYSE.....	32
INTERN ANALYSE	48
SWOT- OPPSUMMERING AV STRATEGISK ANALYSE.....	57
KAPITALE 5 – REGNSKAPSANALYSE	59
PRESENTASJON AV HISTORISKE REGNSKAP.....	60
OMGRUPPERING	63
ANALYSE AV MÅLEFEIL.....	68
FORHOLDSTALL ANALYSE	69
KONKLUSJON AV REGNSKAPSANALYSE	91
KAPITTEL 6 – BUDSJETTERING AV KONTANTSTRØMMER	92
FORUTSETNINGER	92
VALG AV BUDSJETTPERIODE	93
DRIFTSINNTEKTER.....	95
DRIFTSKOSTNADER	104
PROGNOSE PÅ EBITDA	112
AVSKRIVINGER.....	113

SKATTEKOSTNAD	113
ENDRING I ARBEIDSKAPITAL	114
INVESTERINGER.....	115
GJELDSBETJENING	116
OPPSUMMERING AV BUDSJETTERTE KONTANTSTRØMMER.....	117
KAPITTEL 7 – VERDSETTELSE AV HURTIGRUTEN ASA	119
AVKASTNINGSKRAV	119
ENTERPRISE VALUE	126
NETTO FINANSIELL GJELD	128
ANDRE EIENDELER	128
SKATTEEIENDEL	128
VERDI AV EGENKAPITALEN	129
KAPITTEL 8 – ANALYSE AV USIKKERHET	130
SENSITIVITETSANALYSE	130
SIMULERING	137
KAPITTEL 9 – KONKLUSJON	144
LITTERATURLISTE:	145
APPENDIKS:	150

Kapittel 1 – Forord

Denne masterutredningen er skrevet i sammenheng med vårt avsluttende masterstudium i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole våren 2010. Vi har begge valgt en fordypning innenfor finansiell økonomi. I vår utredning har vi fått anvendt den faglige kunnskapen vi har tilegnet oss i løpet av vår 5-årige studietid. Utredningen utgjør 30 studiepoeng og omhandler en analyse og verdivurdering av Hurtigruten ASA.

Ved valg av selskap var det flere forhold som gjorde Hurtigruten ASA interessant for oss. Høsten 2009 fikk selskapets aksjekurs en svært positiv utvikling ved Oslo Børs. I kombinasjon med at aksjen er sterkt underanalysert og en betydelig handelsøkning fra investorhold, trigget helt klart vår interesse for å lage et verdiestimat. Det at selskapet har lange tradisjoner i Nord-Norge og har hovedkontor i Narvik, var ekstra motiverende for oss da vi begge to er født og oppvokst der.

Vi ønsker å rette en stor takk til vår veileder, professor Øystein Gjerde ved Norges Handelshøyskole for konstruktive tilbakemeldinger og gode råd gjennom hele prosessen. Vi vil også takke kommunikasjonsdirektør Ragnar Norum i Hurtigruten ASA for hans bidrag.

Kapittel 2 – Presentasjon

Om Hurtigruten ASA

Hurtigruten ASA er børsnotert ved Oslo Børs og har hovedkontor i Narvik, Norge. Selskapet driver reiselivs- og transportvirksomhet i Norge og i utlandet, hvorav det mest kjente produktet er Hurtigruten norskekysten. Selskapet ble til som følge av fusjon mellom OVDS og TFDS i 2006. Omsetningen for 2009 endte på i underkant av 3 400 millioner norske kroner (MNOK), og selskapet hadde totalt 1904 antall årsverk fordelt på 1572 faste pr. 31. 12. 2009 (HRG årsrapport, 2009).

Virksomheten tilbyr cruise med hurtigrutetrafikk langs norskekysten, Explorer cruise i polare farvann, og turisme på Spitsbergen. Annen virksomhet som selskapet driver er Nord-Norges største busselskap Cominor AS, driftet gjennom sin eierandel i AS TIRB. Selskapet besitter også en eierandel på 50 % i transport- og logistikkelskapet Nor Lines AS. Annen virksomhet inngår ikke i kjernevirksomheten og selskapet har hatt en positiv holdning til salg, men har pr. 2010 valgt å beholde den inntil videre.

Dette kapitlet bygger på informasjon fra selskapets årsrapporter og internettside samt kontakt med Ragnar Norum, kommunikasjonsdirektør i Hurtigruten ASA. Videre er det hentet informasjon fra internettsidene Wikipedia.no og Hurtigrutene.info, og fra HRG emisjonsprospekt (2009).

Historie

Hurtigruten ASA slik vi kjenner selskapet i dag, har sin opprinnelse helt tilbake til rundt 1860. Det hele startet i to selskaper med røtter i Nord-Norge, hvor virksomheten besto i lokal rutetrafikk med dampskip. Ofotens og Vesteraalens Dampskibsselskab ASA og Troms Fylkes Dampskibsselskab ASA danner fundamentet for det nåværende selskapet.

Ideen med hurtigrutetrafikk langs norskekysten ble lansert i 1891 av statens dampskibkonsulent August Kriegsmann Gran. Han lanserte i sitt forslag å danne en kystrute mellom Trondheim og Hammerfest med det formål å frakte passasjerer, post og gods i en effektiv og rask ekspressrute langs sjøveien. Dette var en uprøvd og ny fraktrute, og ideen ble ikke mottatt med særlig hell fra starten av. Det ble sett på som en farlig og lite attraktiv måte å

frakte passasjerer og gods grunnet manglende sjøkart, få fyrlykter og uforutsigbart vær langs norskekysten. Etter et møte med Richard With, direktøren i Vesteraalens Dampskibsselskab (VDS) i 1892 ble ideen mer aktuell. VDS skisserte et forslag for hvordan rammene i en slik avtale kunne være. Staten sendte den 21. september 1892 ut en innbydelse på å danne en postførende hurtigrute mellom Trondheim og Finnmark med en ukentlig avgang i hver retning. Sommerstid skulle ruten gå til Hammerfest, og i vintermånedene til Tromsø. 18. mai 1893 signerte staten en fireårs kontrakt med VDS om ukentlige seilinger og finansiell støtte.

Klokken var 08.30, denne søndagen 2. juli 1893, kaptein og direktør Richard With fører DS Vesteraalen ut fra kai ved Brattøra i Trondheim. Skipet setter kurs mot Finnmark med det mål å ende opp i Hammerfest 67,5 timer senere. Denne sjøreisen var nøye planlagt av kapteinen og hans los, Anders Holte. Tidsplan og seilingsled var beregnet ned i minste detalj, det var systematisk utarbeidet planer for kurser, passerings- og seilingstider. Ved hjelp av klokke og kompass kunne D/S Vesteraalen seile i all slags vær og lys.

Kaptein Richard With førte skipet i henhold til de utarbeidede planer og tilhørende klokkeslett. Vel tre dager senere, onsdag 5. juli 1893 etter 67 timers seilas ankommer DS Vesteraalen Hammerfest, 0,5 timer før annonsert ankomst. Skipet hadde da gjennomført sin første seilas mellom Trondheim og Hammerfest, ruten hadde ni anløpsteder på sin ferd. Hurtigruten var nå et faktum. En ny transporttjeneste var født, kaptein With og hans skip ble starten på en unik historie som den dag i dag, etter 117 år i tjeneste fortsatt ansees som en viktig bidragsyter langs norskekysten.

Ofotens og Vesteraalens Dampskibsselskab

Et rederi som gjennom fusjon mellom Vesteraalens Dampskibsselskab og Ofotens Dampskibsselskab (ODS) så sitt lys i 1987. Historien strekker seg derimot langt bak i tid, allerede i 1868 ble Saltens Dampskibsselskab stiftet i Bodø. På Stokmarknes i 1881, ble Vesteraalens Dampskibsselskab etablert. Noen år senere ser Ofotens Dampskibsselskab sitt lys, året var 1912 og etableringen fant sted i Narvik. Alle tre selskapene hadde lokal rutetrafikk med dampskip som sitt virke. VDS var som kjent det selskapet som etablerte Hurtigruten langs norskekysten etter den vellykkede seilasen i 1893. Konkurransen skulle tilta, og andre rederier etablerte seg langs kyststruten og i samme område i årene som kom. Ettersom ferskfisk ble en av Nord-Norges store eksportartikler ble konkurransen blant de aktører som seilte langs kysten større. Allerede i 1912 var hurtigrutetrafikken utvidet, skipene seilte nå fra Bergen i sør til Kirkenes i nord.

ODS gjennomførte sin første hurtigrutetur i 1936. På denne tiden var hurtigruten en etablert tjeneste og det var da daglige seilinger mellom sør og nord.

Etter sammenslåingen av VDS og ODS økte OVDS sin trafikk og utvidet sin virksomhet til å dekke flere tjenester. Rederiet vokste gradvis og innlemmet flere forskjellige typer transporttjenester og produkter i sitt virke. Herunder hurtigrutedrift, fergetransport, bussvirksomhet og etter hvert reisebyrå og hoteller. Saltens Dampskibsselskab ble i 1990-1991 fusjonert inn i OVDS.

OVDS fikk mye oppmerksomhet i media gjennom den såkalte "fergesaken". Rederiet og fem tidligere og daværende direktører ble i 2004 dømt for bedrageri gjennom regnskapsmanipulasjon. To av de fem ansatte ble idømt fengselstraff. OVDS ble ilagt en foretaksbot på 6 millioner kroner, rederiet ble i tillegg ilagt et krav om å betale erstatning til Statens Vegvesen og Nordland fylkeskommune for tilskuddsårene 1995-2002 på til sammen 65,6 millioner kroner. Etter gjennomgang av tidligere års regnskaper, inngikk OVDS en erstatningsavtale for årene 1992-1994 med Statens Vegvesen og Nordland fylkeskommune. Totalt beløp de idømte og avtalte erstatningskostnadene seg til rundt 110 millioner kroner. OVDS var aldri børsnotert. Rederiet var et allmennaksjeselskap og hadde en spredt eierstruktur bestående av institusjonelle og private investorer.

Troms Fylkes Dampskibsselskab ASA

Troms Fylkes Dampskibsselskab (TFDS) har sin opprinnelse tilbake til 1866. Tromsø Amts Dampskibsselskab (TADS) ble starten på lokaltrafikken med dampskip i Tromsø regionen. Driften besto i hovedsak av fergedrift med skipet DS Tromsø. Denne virksomheten ble ettersom årene gikk utvidet med flere skip og ruter. I likhet med OVDS valgte TADS å tilpasse seg etter lokale forhold. Eksporten av ferskfisk fra yttersida av Senja medførte at TADS utvidet sitt tonnasjetilbud. Skip ble skaffet med den hensikt å betjene fiskeværene og deres behov for transport i forbindelse med eksporten av fisken.

Tromsø Amts Dampskibsselskab endret i 1922 navn til Troms Fylkes Dampskibsselskab. På denne tiden var TFDS blitt et lokalt transportselskap som leverte sine tjenester både til vanns og på land. Rutebiltrafikken fikk imidlertid hard medfart gjennom økt konkurranse fra andre private aktører, men ideen visste seg å være god.

TFDS var rask til å se hvilke behov kundene så etter, komfort og behagelige reiser ble i 1931

et av TFDS trumfkort gjennom skipet M/S Lyngen. Skipet ble meget populært og var derfor benyttet som turistskip da TFDS lanserte sin turistrute til Svalbard i 1934.

Grunnet veksten i antall veier på 50- og 60-tallet valgte TFDS å utvide sitt tilbud til å omfatte bilferger. Da bilsalget ble frigitt i Norge og trafikken langs nordnorske veier stadig økte, ble flere hurtigbåtsamband nedlagt i takt med ekspanderingen i antall bilferger og tilhørende rutenett.

TFDS utviklet seg til å bli en betydelig leverandør av ferge- og hurtigbåttjenester, dette i tillegg til satsingen innen godstransport og hurtigrutedrift. Rutebilvirksomheten ble lagt til det etter hvert heleide selskapet AS TIRB. TFDS ble notert på Oslo Børs den 7. mai 2003.

Fusjon mellom OVDS og TFDS

Etter andre forsøk på å fusjonere, godkjente begge selskapene endelig fusjonsplanen på generalforsamling den 19. desember 2005. Nytt navn ble Hurtigruten Group ASA, selskapsrettslig og regnskapsmessig trådte fusjonen i kraft 1. mars 2006. Selskapet ble børsnotert samme dag.

Hovedkontoret ble lagt til Narvik og det var på forhånd avtalt at arbeidsplassene skulle fordeles 50/50 mellom Narvik og Tromsø.

Hurtigruten Group ASA ble eneste tilbyder av hurtigrutedrift langs norskekysten og eier av merkenavnet Hurtigruten. Etter fusjonen besto flåten av 11 hurtigruteskip og to avlastningsskip. Ferger og hurtigbåter var fordelt mellom fylkene Troms, Nordland og Sunnmøre og talte totalt 54 fartøy.

Selskapet var også største eier i buss-selskapet AS TIRB (senere Cominor AS) og delaktig i hoteldrift og reisebyråvirksomhet. Selskapet hadde også interesser i mindre lokale selskaper samt noe eiendom.

Generalforsamlingen valgte den 26. april 2007 å endre navn til Hurtigruten ASA (HRG), dette etter forslag fra styret.

Visjon, verdier og kundeløfter

Visjon

Selskapets visjon er: ”Ekte opplevelser i unike farvann”. Merkekjernen som bygger på visjonen skal derfor beskrives som ”Eksepsjonelt ekte!” og påvirke hele virksomheten. Det betyr at det som tilbys skal være og oppleves som ekte, ikke fabrikkert eller påtatt, men autentisk og ramsalt, tuftet på nordnorske tradisjoner og kultur.

Verdier

Trygghet

Sikkerheten settes alltid i første rekke. Det gjelder ansvar for mennesker, kultur og miljø. Trygghet på hverandre gjennom åpenhet, imøtekommenhet og respekt skal skape sikkerhet i alle aktiviteter.

Kremmerånd

Det skal tenkes økonomi i alle ledd slik at aktiviteter skal naturlig inngå i virksomheten, både på land og til vanns. Kunder skal tilbys kommersielle produkter på alle møtepunkter med Hurtigruten.

Ærlighet

For å nå visjonen skal det ikke pyntes på sannheten, men heller ha ærlighet ovenfor kunder og medarbeidere. Selskapet skal på ærlig vis forsterke opplevelsen av ekte lokal kultur, både gjennom mat, underholdning og service.

Entusiasme

For å levere et godt produkt, helst en uforglemmelig opplevelse, må det vises stor entusiasme og pågangsmot

Miljøansvarlig

Selskapets produkt er naturen og siden de operer i meget sårbare områder, både langs norskekysten og i polare farvann ønsker selskapet å ta ansvar. Det skal derfor tenkes miljø i alle aktiviteter.

Kundeløfter

Ekte opplevelser i fantastisk natur

Selskapet skal gi ekte og mektige opplevelser i nærhet til naturen.

Nærhet til den lokale kulturen

I over 100 år har selskapet gitt mulighet for å dyrke lokalsamfunnenes særegne trekk og stolthet. Med Hurtigruten blir èn delaktig i lokalsamfunnenes kultur og hverdag.

Trygghet under tøffe forhold

Seiling i unike farvann krever høy kunnskap og kompetanse. Selskapets erfaring skal sørge for at det alltid er trygt å reise selv under tøffe forhold, og gjestene skal aldri føle noe annet.

Ledelse

HRG har følgende ledelse:



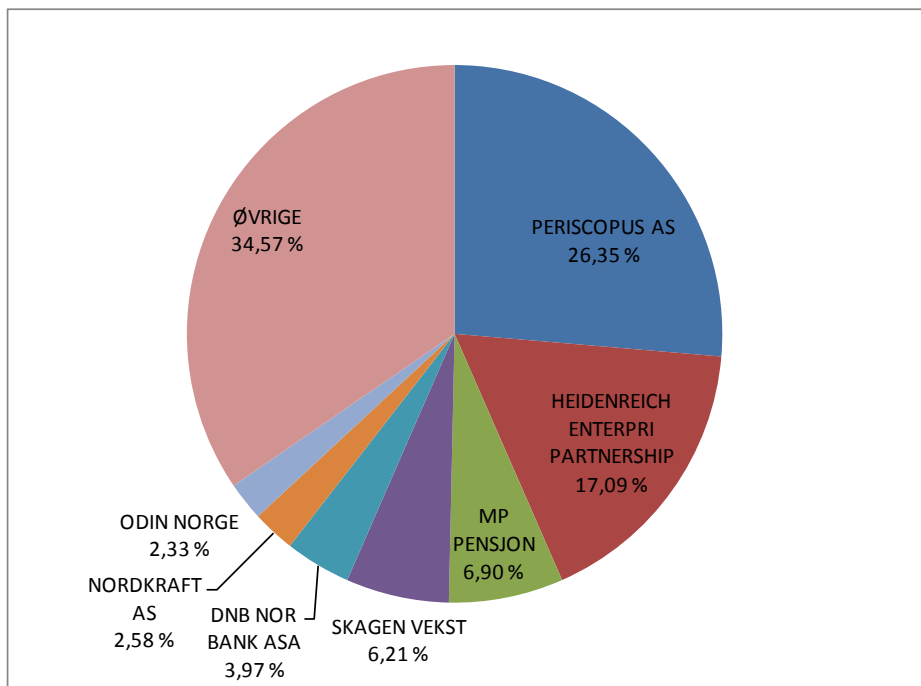
Figur 2.1: Organisasjonskart. Kilde: HRG årsrapport (2009).

Eierstruktur

De største eierne i HRG er både foretak og institusjonelle investorer. Største eier er Periscopus AS, med en eierandel på 26,35 %. Periscopus AS er kontrollert av investoren Trygve Hegnar. Han er også styreleder i HRG.

De senere år har eierstrukturen endret seg betydelig ved at den tidligere var dominert av institusjonelle investorer. Det har også vært lang tradisjon for nordnorsk eierskap. Denne tradisjon er nå noe redusert.

De foreligger en aksjonæravtale for ca 33 % av aksjene gjeldene fra 23. november 2005. Den bygger i hovedtrekk på at lokalisering av forretningskontor og hovedadministrasjon ikke skal endres, og samarbeid om valg av medlemmer til bedriftsforsamling og styre. Den er utformet slik at ingen kan overdra sine aksjer uten at erverver tiltrer avtalen. Avtalen kan endres eller opphøre tidligst 31. desember 2010. Figur 2.2 presenterer en oversikt av aksjonærer med aksjeposter over 2 % pr. 5.5.2010.



Figur 2.2: Eierandeler i HRG. Kilde: Hurtigruten.no

Aksjeutvikling

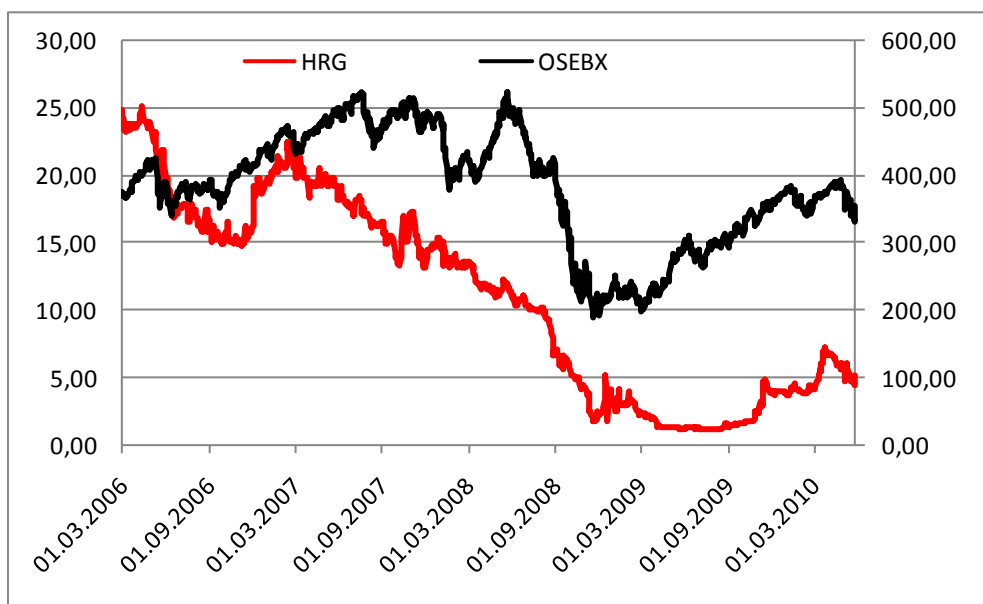
Selskapet ble notert ved Oslo Børs som et ledd i fusjon mellom OVDS og TFDS, og første noteringsdag var 1. mars 2006. Det har vært gjennomført flere kapitaltilførsler som følge av emisjoner i selskapet. Figur 2.3 under viser justerte kurser ved Oslo Børs fra notering til 27. mai 2010.

Kursutviklingen over perioden har ikke vært spesielt korrelert med Oslo Børs, og kan karakteriseres som dyster. Det siste året har derimot aksjen steget kraftig, fra bunnotering til dagens kurs (14.juni 2010) har aksjen gitt over 400 % i avkastning.

Aksjen har i perioder hatt likviditetsgaranti fra investeringsbanken Carnegie ASA grunnet lav omsetning. Denne ordningen er nå avviklet fordi utviklingen i volum og prisspread har vært positiv for aksjen.

Laveste kurs i perioden var 8. juli 2009 med kr 1,14.















Høyeste kurs i perioden var 25. mars 2006 med kr 25,4.



Figur 2.3: Historisk aksjekurs HRG. Kilde: Oslobors.no

Skipsflåten

Selskapet besitter en flåte som pr. 2010 består av 14 skip. Alle skipene er tilpasset for seilinger i polare farvann med tilhørende funksjoner. Hvert enkelt skip har sitt eget særpreg i form av forskjellige farger, materialer og design. De er utstyrt med salonger, konferansefasiliteter, lugarer/suiter, restauranter, kafeer/barer, bibliotek og suvenirerbutikker. Tabell 2.1 under presenterer fakta for skipsflåten.

Skip	Byggeår	Antall			Brutto tonn	Fart	Produkt Område	
		Pass.	Køyer	Biler				
	M/S Fram	2007	318	318	0	11.647	13	Explorer cruise
	M/S Midnatsol	2003	1000	644	45	16.140	15	Norskekysten
	M/S Trollfjord	2002	822	646	45	16.140	15	Norskekysten
	M/S Finnmarken	2002	1000	628	47	15.530	15	Charter
	M/S Nordnorge	1997	691	457	45	11.386	15	Norskekysten
	MS Polarlys	1996	737	479	35	11.341	15	Norskekysten
	M/S Nordkapp	1996	691	481	45	11.386	15	Norskekysten
	M/S Nordlys	1994	691	475	45	11.204	15	Norskekysten
	M/S Richard With	1993	691	466	45	11.205	15	Norskekysten
	M/S Kong Harald	1993	691	483	45	11.204	15	Norskekysten
	M/S Vesterålen	1983	510	306	35	6.261	15	Norskekysten
	M/S Polar Star	1969	100	100	0	4.998	11	Spitsbergen
	M/S Lofoten	1964	400	155	0	2.621	15	Norskekysten
	M/S Nordstjernen	1956	400	149	0	2.191	15	Norskekysten

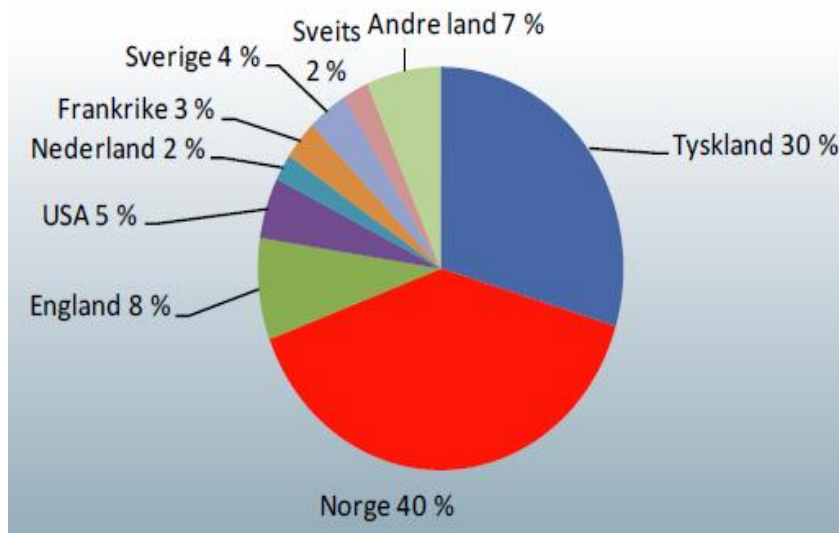
Tabell 2.1: Presentasjon og fakta av skipsflåten. Kilde: Hurtigruten.no

Produktområder

HRG har definert følgende fire produktområder som inngår i deres virksomhet:

- Hurtigruten norskekysten
- Explorer cruise
- Spitsbergen
- Øvrig virksomhet

Selskapets viktigste markeder for produktområdene er Skandinavia, Storbritannia, USA, Frankrike og Tyskland. De er også hovedmarkedene for Hurtigruten norskekysten. Totalt representerer disse 5 markedene ca 90 % av omsetningen for passasjersalg. For Explorer cruisene i Antarktis har Tyskland og USA vært de viktigste markedene. USA er det markedet som de seneste årene har hatt størst vekst, og representerer således et svært spennende marked for fremtiden. Norge og spesielt bedriftsmarkedet er viktig for Spitsbergen, men produktområdet har også mye utenlandske gjester. Selskapet ser positivt på å nå fremvoksende markeder, spesielt Russland men også land som Kina og Asia generelt (Norum, 2010). Nedenfor i figur 2.4 presenteres en oversikt av geografisk fordeling av kundegrunnlaget i forhold til antall gjestedøgn totalt for 2009.



Figur 2.4: Fordeling i kundegrunnlag i forhold til antall gjestedøgn. Kilde: HRGs generalforsamling (2010).

Hurtigruten norskekysten

I Norge driver selskapet en kystrute som betegnes som produktområde Hurtigruten norskekysten.

Dette er det største og viktigste produktområdet for selskapet, og står for ca 68 % av omsetningen.

Ruten består av 34 daglige anløp i havner langs strekningen Bergen – Kirkenes, og betjenes med 11 skip med mulighet for redusering til 10 skip i

lavsesong. På kystruten transporteres både passasjerer og gods. Tur/retur Bergen – Kirkenes

tar 11 dager, 6 dager med nordgående og 5 med

sørgående hurtigrute. Selskapet har avtale med den norske stat om kjøp av

sjøtransporttjenester som skal gi økonomisk grunnlag for å drive kystrute hvor det ellers ikke ville vært økonomisk lønnsomt. Hurtigruten norskekysten deles inn i følgende produkter:

- Rundreiser
- Distansereiser
- Godstransport



Rundreiser

Dette produktet omhandler de som reiser en halv eller mer av en rundreise.

Reisen inkluderer innkvartering på lugar og tilbys enten med hel- eller halvpensjon. Eksempel på en hel rundreise er strekningen *Bergen – Kirkenes – Bergen*, ofte omtalt som ”klassikeren”, eller *Kirkenes – Bergen – Kirkenes*. En

halv rundreise er ofte *Bergen – Kirkenes* eller *Kirkenes – Bergen*, men fleksibiliteten er stor for å starte og avslutte reisen i andre havner. Reisende tilbys å delta på forskjellige lokale utflukter og aktiviteter langs strekningen. Rundt 40 % av omsetningen til selskapet kommer fra rundreisepassasjerer, og det fokuseres på å øke inntektene fra rundreise. Over 600 000 gjestedøgn knyttes til rundreise.



Distansereiser

Reiser som er mindre enn en halv sterkning, klassifiseres som distansereiser. Bestilling av lugar og enten hel- eller halvpensjon skjer etter eget ønske og behov. Dette gir mulighet for å reise fra havn til havn, og kundene er både lokalbefolkningen og turister som har behov for transport. Mange kombinerer en distansereise med fly, tog eller bil, og HRG tilbyr flere ulike pakketilbud i denne sammenheng. Distansereiser forekommer også i pakker enten som opplevelsesreiser eller temareiser. Utflukter tilbys på lik linje som under rundreiser. Rundt 400 000 gjestedøgn ombord relateres fra rundt 350 000 distansepassasjerer årlig.

For å øke belegget i lavsesongen, er det fra 2009 fokusert på å selge reisen "Hunting the light". Denne reisen har det spesielle nordlyset som hovedattraksjon, hvor deltakere etter eget ønske kan vekkes på natten hvis lyset viser seg. Denne spesielle attraksjon har bidratt til at prisnivået kan holdes høyere enn ved tidligere vinterkampanjer, og økt det totale belegget. Kurs, konferanse og arrangement er også et satsningsområde for selskapet, spesielt i tider med lavt belegg.



Godstransport

Selskapet tilbyr transport av gods langs norskekysten. I henhold til avtale med staten forplikter de seg til å ha en kapasitet på minimum 400 europaller på strekningen Tromsø – Kirkenes. Godskapasiteten på Hurtigruten norskekysten er solgt til og håndteres av logistikk operatøren Nor Lines AS, eiet 50 % av HRG. Frakt av varer og annet gods med hurtigruten er en effektiv og miljøvennlig transportmåte, og kundene er hovedsakelig store butikkjeder og andre frakttransportører. Reisende ved Hurtigruten norskekysten kan også velge å ta med seg bil eller annet kjøretøy på reisen.



Explorer cruise

Produktområdet betjenes av skipet M/S Fram og består av forskjellige typer cruise.

Hovedtyngden ligger innenfor Explorer cruise i polare farvann. I tillegg tilbys det cruise i Europa og til Svalbard i forbindelse med forflytningen mellom polene. Ca 8 % av selskapets totale omsetning kan relateres til dette produktområdet. For Explorer cruise kan produktet deles inn i tre områder:

- Antarktis – Explorer cruise
- Grønland – Explorer cruise
- Europa – Cruise

Antarktis

I vinterhalvåret gjennomfører skipet seilinger i Antarktis som Explorer cruise med forskjellig varighet fra 10 til 19 dager. Explorer cruisene tilbyr spektakulære møter med den sårbare naturen og dyrelivet som finnes i dette området. Eget ekspedisjonsteam holder foredrag under reisen. I tillegg arrangeres det utflukter/ekspedisjoner for å komme nærmere opplevelsene.



Alle seilingene starter i Argentina, hvor 5 av seilingene starter i Ushuaia og 1 starter i Buenos Aires. Seilingene begynner først i november og avsluttes i slutten av februar. Selskapet er behjelpelig med oversjøiske flyreiser samt hotellovernattinger hvis ønskelig i forbindelse med reise til og fra Argentina.

Noen kjente destinasjoner er Falklandsøyene, Sør-Georgia og de Chilenske fjordene. Pr. 2010 tilbys også to temacruise, Weddell Sea Adventure og Antarctic Circle Expedition.

Grønland

På sommeren fra juli og ut september gjennomfører M/S Fram flere typer Explorer cruise i de polare farvannene rundt Grønland. En reise til Grønland gir unike opplevelser i en dramatisk natur med betydelig innslag av historie og kultur. Det arrangeres foredrag om Grønlands biologi og geologi, samt fakta og historie ombord. Det tilbys flere utflukter som kan sammenlignes med "ekte" ekspedisjoner.

Varigheten varierer fra 8 til 15 dager og det tilbys totalt 6 forskjellige Explorer cruise. Tre starter i Reykjavik på Island og tre i Kangerlussuaq på Grønland. De fleste turene starter med fly fra København til utseilingshavn, men selskapet er også her behjelpelig med flyreiser om

ønskelig. Noen kjente destinasjoner er Diskobukten Island, Grønland, Newfoundland og Halifax.

Europa

Fra april til juni seiler M/S Fram i Europa. Det tilbys tre cruise som er lagt opp for å bli bedre kjent med Europa. De to første har et program med fokus på utflukter som gir kulturelle opplevelser samt kjennskap til en rekke byer. Det siste er temacruise med hovedvekt på å forstå klimasituasjon i samarbeid med vitenskaplige miljøer. Cruisene starter i Lisboa og ender opp på Svalbard etter å ha besøkt St. Petersburg.

Spitsbergen

Selskapet driver flere typer virksomhet på Spitsbergen. 6 % av selskapets totale omsetning kan relateres fra Spitsbergen. Virksomheten organiseres under navnet Spitsbergen Travel AS, et heleid datterselskap av HRG.

Virksomheten kan deles inn slik for Spitsbergen:

- Cruise
- Arrangementer
- Utleie
- Hotell



Cruise

Det tilbys tre typer cruise i sommerhalvåret som betjenes av det innleide skipet M/S Polar Star, og M/S Fram. M/S Fram inngår kun i Spitsbergen for en begrenset tidsperiode i sommerhalvåret. Dette i forbindelse med forflytning til Grønland for bruk i Explorer cruise. Skipet M/S Polar Star gjennomfører tradisjonelle seilinger i form av Adventure cruise og Spitsbergen-rundt hele sommeren.

Arrangementer

Det tilbys spesial tilpassede arrangementer for møter, kurs og konferanser, samt opplevelsesturer. De fleste opplevelsesturene organiseres av Spitsbergen Travel, men lokale underleverandører benyttes også ved enkelte anledninger. Turer tilbys både sommer og vinter. Eksempler er snøscootersafari, hundesledetur, isfjordsafari og nordlysafeten.

Utleie

Utleie og salg av utstyr betjenes gjennom datterselskapet Ing. G. Paulsen AS. Her kan det leies utstyr til snøscootere, båt, jakt m.m..

Hotell

Selskapet eier og driver tre hoteller i Longyearbyen, Spitsbergen Hotell, Radisson Blu Polar Hotell Spitsbergen og Spitsbergen Guesthouse. Spitsbergen Travel AS har en kapasitet som tilsvarer ca 70 % av tilgjengelig kapasitet, og har en markedsandel på ca 88 % av totalt antall gjestedøgn i Longyearbyen.

Øvrig virksomhet

Øvrig virksomhet står for ca 19 % av selskapets totale omsetning. Virksomheten består hovedsakelig av:

- Cominor AS
- Nor Lines AS
- MS Finnmarken

Cominor AS

Et heleid selskap av AS TIRB, hvor HRG har en eierandel på 71,4 % i AS TIRB. Cominor AS er Nordnorges største busselskap med hovedkontor på Finsnes i Troms fylke. Selskapet er et resultat av sammenslåing av tidligere Ofotens Bilruter, TIRB rutene og Tromsbuss.

Virksomheten til Cominor består av gods- og persontransport, og strekker seg over fylkene Nordland, Troms og Finnmark. Rutenettet betjenes av 300 rutebusser for rutetrafikk fra Alta i nord til Bodø i sør. I rutetrafikk inngår aktiviteter knyttet til flybuss, ekspressbussruter, bybuss, nattbuss, lokaltrafikk og skoleruter. De drifter også noe chartertrafikk i Norge og Norden.

Nor Lines AS

Dette er et selskap som eies 50 % av HRG. Selskapets kjerneområde er transport og logistikk på land og til vanns. Virksomheten omfatter sjøtransport, landtransport, flyfrakt, kjølfrys transport og lagertjenester, og kan betegnes som et totalsystem. Selskapet er blant de største operatørene innenfor godstransport langs den nordlige kystlinje i Europa. Selskapet disponerer 12 stykkgodskip, og rutenettet består av over 70 havner. I tillegg er de operatør for godshåndteringen på de 11 hurtigruteskipene langs norskekysten.

M/S Finnmarken

Skipet har fra slutten av april 2010 vært utleid/chartret som hotellskip ved oljefeltet Gorgon i Australia.

Leiekontrakten har en varighet på 18 måneder, hvor leier har opsjon på forlengelse av ytterligere 18 måneder.

Kontraktens verdi beløper seg på ca 700 MNOK for de første 18 måneder.



Kapittel 3 – Verdsettelsesteori

Verdsettelsesmetoder

Ved verdsettelse av et selskap vil valget i hovedsak stå mellom tre teknikker. Fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse eller opsjonsbasert verdivurdering. Alle tre har som formål å estimere verdien på selskapets egenkapital, for deretter å konkludere med hvorvidt selskapet er over- eller underpriset. De ulike teknikkene har sine særpreg og de er ikke alternativer for hverandre, men snarere supplementer. Ofte ser en at alle tre teknikkene anvendes i samme analyse, dette for å gi et best mulig estimat på verdien.

Det er derimot ingen fasitsvar på hvilken metode som gir den mest korrekte verdien. Her er det imidlertid viktig å bemerke seg at valg av verdsettelsesteknikk avhenger av blant annet bransje, selskapet, fase i livssyklusen og hvorledes det fortsatt er i drift eller under avvikling.

Videre i dette kapittelet vil vi kort presentere de tre verdsettelsesteknikkene, beskrive vårt valg av metode og tilhørende rammeverk. Beskrivelsene og forklaringer til de forskjellige teknikkens metode er hentet fra Damodaran (2002), Boye et al. (2005), Penman (2007) samt fra nettstedet Damodaran Online. Avslutningsvis vil vi forklare kort hvordan metoden anvendes.

Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse bygger på underliggende forhold, og verdivurderingen er basert på forventet fremtidig kontantstrøm diskontert med et avkastningskrav. Verdsettelsen knyttes dermed tett opp mot teori om nåverdi. Penman (2007) forklarer en fundamental analyse i fem steg. En starter i første steg med å bli kjent med selskapet, videre analyseres informasjonen og deretter utvikler en fremtidige estimater for kontantstrømmene. I steg fire konverteres estimatene til en verdivurdering. Prosessen avsluttes ved at en i steg fem presenterer en investeringsbeslutning på bakgrunn av den verdien analysen konkluderer med.

Metoden er tidkrevende og analysen går dypere enn ved bruk av de to andre metodene. Dette skyldes i hovedsak bruken av ulike variabler og mengden av datagrunnlag som er nødvendig. Metoden muliggjør også samtidig for store variasjoner i verdiestimer. En fundamental verdsettelse påvirkes i stor grad av den enkelte analytikers skjønnsmessige vurdering i utarbeidelsen av prognoser for fremtidige kontantstrømmer. En vil gjennom bruk av fundamental verdsettelse søke å danne seg et bilde av de iboende og fremtidige verdiene for et

selskap. Investeringsbeslutningen baseres derfor på hvorvidt nåverdien av selskapet er over- eller underpriset i forhold til markedsprisen.

Modeller som vanligvis benyttes innenfor fundamental verdsettelse er enten ulike former for diskonterte kontantstrømmer (DCF) eller substansverdi modeller. Det er i hovedsak tre forskjellige former av DCF modeller, hvor verdifastsettelsen enten rettes mot egenkapital, totalkapital eller punktvis verdsettelse av verdidrivende faktorer. Blant analytikere og investorer er de mest brukte metodene listet under.

- Diskonterte kontantstrømmer (DCF)
- Totalkapital/Enterprise value
- Egenkapital/Dividende
- Superprofit/Residual income modeller
- Adjusted present value

Relativ/komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse er en verdivurdering med basis i hvordan ett eller flere selskaper prises i forhold til en verdidriver. Det vil si at verdien utledes fra variabler tilhørende sammenlignende selskaper eller bransjen generelt. Vanlige variabler i en komparativ verdsettelse er størrelser som kontantstrøm, bokverdi, inntjening og salg. Det er to framgangsmåter for komparativ verdsettelse, direkte og indirekte. Multiplikatormodeller betegnes ofte som en direkte framgangsmåte, en tar da utgangspunkt i bransjen eller selskap som er sammenlignbare. Verdien utledes ved at en benytter de aktuelle aktørers forholdstall i kalkuleringen. Ofte anvendes multiplene pris/bok, pris/fortjeneste og EV/EBIT. Ved indirekte framgangsmåte vil en benytte substansverdimodellen, en vil da verdsette selskapets egenkapital og gjeld etter sammenlignbare markedsverdier for tilsvarende eiendeler.

Det en bør bemerke seg ved bruk av komparativ verdsettelse er at det er relativt lett å trekke konklusjoner som nødvendigvis ikke alltid gjenspeiler virkeligheten. Slik at ved utstrakt bruk av for eksempel multipler som eneste beslutningsparameter i en investeringsprosess, vil en legge til grunn at markedet er effisient, altså at komparative selskaper/bransjer er priset riktig. I praksis er komparativ verdsettelse den teknikken som oftest er i bruk. Forklaringen har nok sammenheng med dens enkelhet, og samtidig en betydelig lavere tids - og kostnadsprofil sammenlignet med for eksempel fundamental verdsettelse. Metoden blir også ofte brukt som et supplement til andre verdsettelsesmetoder. Det er da vanlig å både benytte prognoser og

estimerer som underliggende kilde, samt multiplikatormodeller hvor tilsvarende selskapers markedsverdier danner grunnlaget.

Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse er en metode hvor en verdsetter et selskaps fleksibilitet ved hjelp av opsjonsprising. Det vil si at en i tillegg til fundamental verdsettelse av egenkapital benytter opsjonsmodeller til å vurdere verdien av en fleksibilitet. En fleksibilitet knyttes ofte opp mot stor usikkerhet og fundamental kontantstrømanalyse har en tendens til å undervurdere aktiva som gir ekstra verdi ved bestemte hendelser. Eksempel på en slik fleksibilitet kan være et oljeselskaps mulighet for å bore etter olje, og hvordan utfallet av boring vil påvirke verdien til selskapet. En slik fleksibilitet er ofte omtalt som en realopsjon.

Fleksibiliteten verdsettes ofte ut fra to forskjellige tilnærminger, avhengig av hvilken type fleksibilitet det er. En kan basere verdsettelsen på opsjonspringsmodeller, eller en kan benytte seg av beslutningstre. Hvilken type en velger er avhengig av informasjon som er tilgjengelig, og hvilken type fleksibilitet det er. Eksempelvis vil opsjonspringsmodeller egne seg godt i bransjer som er råvareavhengig, da observerbare priser for underliggende aktiva ofte er tilgjengelig. Beslutningstre egner seg godt til verdsetting av teknologisk risiko. Denne typen risiko forbindes regelmessig med lite tilgjengelig informasjon, samtidig som påliteligheten av kontantstrøm estimerer ansees å være lavere enn ved for eksempel oljebransjen.

Valg av verdsettelsesmetode

Som vi har nevnt tidligere i dette kapittelet vil valg av verdsettelsesmetode avhenge av faktorer som bransje, fase i livssyklus og om selskapet er i drift eller under avvikling. Vi har en stor utfordring gjennom vårt valg av selskap da dagens HRG er et forholdsvis ferskt selskap med tanke på relevante historiske data. Denne utfordringen gjenspeiles også ved det faktum at det er få eller ingen direkte målbare konkurrenter av lik karakter. Slik at en analyse basert på komparativ verdsettelse med utgangspunkt i bransje og konkurrenter vil vanskeliggjøre validiteten ved bruk av den type metodikk. HRG er inne i en svært krevende og viktig prosess, hvor omstilling og restrukturering av så vel selskapets finanser som selve driften av de enkelte produktområdene spiller en sentral rolle. Det er med utgangspunkt i dette at vi anser avvikling som et lite reelt alternativ. Selskapet har i tillegg signalisert deres deltakelse i anbudsrunder om videre drift av kystruten Bergen – Kirkenes. Vi utelukker en

opsjonsbasert verddivurdering på bakgrunn av videre drift og ser i tillegg problemer i forbindelse med fastsettelse av volatilitet. En komparativ verdsettelse er heller ikke relevant siden vi mangler fullt ut sammenlignbare selskaper.

Vår metode er derfor valgt til å være en fundamental verdsettelse. Den mener vi er mest hensiktsmessig til tross for dårlig datagrunnlag. Etter store omstruktureringer og videre forbedring i alle ledd vil det være hensiktsmessig å plassere selskapet i en kombinasjonsfase mellom vekst og modning. Livssyklusen i kombinasjon med fortsatt drift forsterker bruken av denne metoden. Med bakgrunn i overnevnte faktorer ser vi derfor dette som den mest solide fremgangsmåten, og vi tar utgangspunkt i metoden som har vært hovedfokus i faget Regnskapsanalyse og verdsettelse/ Bedriftsverdsettelse og strategisk regnskapsanalyse (BUS 425). Fagene er holdt av første årsteamanuensis Kjell H. Knivsflå og førsteamanuensis Finn Kinserdal ved Norges Handelshøyskole. Denne metoden har med basis i en DCF modell som formål å estimere egenkapitalverdien gjennom beregning av Enterprise value, og omtales på norsk som total kapitalmetoden.

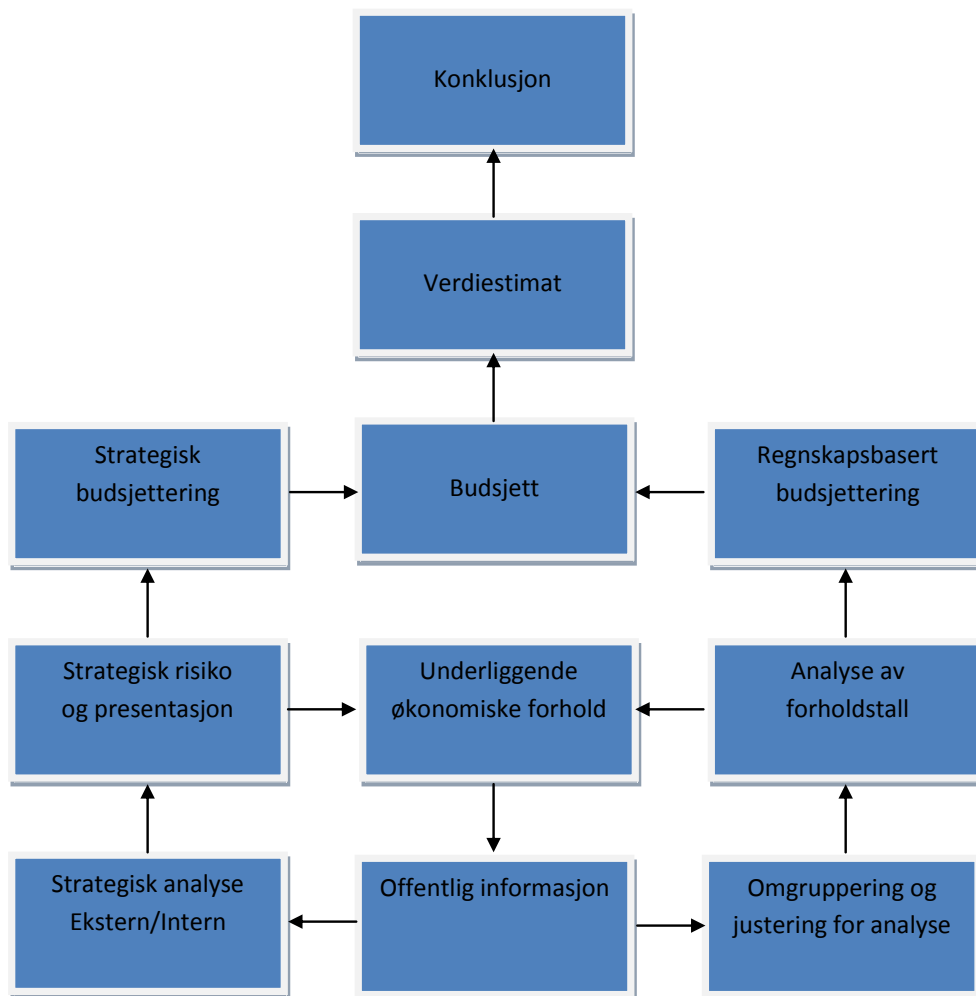
Ved å diskontere de fremtidige kontantstrømmer fra driften med et avkastningskrav som representerer selskapets kapitalytelse, fremkommer Enterprise value. For å finne verdien av egenkapitalen må det gjøres fratrukk for netto finansiell gjeld, og legges til verdien av andre eiendeler. Andre eiendeler kan være eiendeler som ikke knyttes til selve driften eller er holdt for salg, og er således ikke representert i de fremtidige kontantstrømmene. Det korrigeres for verdien av skatterelaterte eiendeler. Denne posten er hovedsakelig knyttet til betydelige fremførbare underskudd. Under i tabell 3.1 er total kapitalmetoden presentert.

Enterprise Value
+/- Verdi netto finansiell gjeld
+/- Verdi andre eiendeler
+/- Verdi av skatteeiendel
= Verdi EK

Tabell 3.1: Total kapitalmetoden. Kilde: Damodaran (2002).

Rammeverk for fundamental verdsettelse:

Vi har valgt å legge til grunn et rammeverk bestående av fem steg. Metoden er relativt omfattende og tidkrevende, men vil gi en helhetlig og god innsikt i selskapet. Enkelte avvik fra rammeverket vil kunne forekomme i vår verdsettelse.



Figur 3.1: Rammeverk for fundamental verdsettelse. Kilde: Knivsflå (2006).

Det er gjennom steg 1 at en blir kjent med selskapet. Utgangspunktet er offentlig informasjon, og en vil søke å danne seg et bilde av den strategiske posisjonen gjennom en ressurs- og bransjeorientert analyse. Vi vil i denne delen av prosessen analysere selskapet internt og eksternt ved hjelp av ulike teoretiske tilnærminger. Dette for å kartlegge muligheter og trusler i omgivelsene samt styrker og svakheter.

Steg 2 innbefatter en omfattende analyse av historiske regnskaper. Likt steg 1 vil offentlig informasjon gjennom eksempelvis kvartals- og årsrapporter danne grunnlaget for analysen. Regnskapene må omgrupperes og justeres for eventuelle målefeil, og analysen er en såkalt investororientert og har dermed som mål å fremheve verdirelevant informasjon.

Regnskapsanalysen kartlegger de økonomiske underliggende forhold, og relevante forholdstall innenfor blant annet risiko og lønnsomhet vektlegges og anvendes i den videre prosessen.

Etter analysene i foregående steg skal en i steg 3 anvende relevant informasjon samt egne skjønsmessige vurderinger, og på bakgrunn av dette budsjettere og presentere fremtidige kontantstrømmer.

Selve verdsettelsen finner sted i steg 4 og er basert på de budsjetterte og fremskrevne kontantstrømmene fra steg 3. Metodikken i verdsettelsen er beskrevet stegvis i verdsettelseskapittelet. Analysen konkluderer i steg 5 med en handelsstrategi og en bør da kunne gi anbefaling om kjøp, hold eller salg av aksjen.

Kapittel 4 – Strategisk analyse

I denne strategiske analysen av HRG ønsker vi å foreta en analyse av eksterne og interne forhold. Analyse av eksterne forhold gjøres for å avdekke muligheter og trusler som finnes i selskapets omgivelser. Interne forhold analyseres for å kunne avdekke hvilke sterke og svake sider selskapet har for å drive virksomhet i omgivelsene. Den strategiske analysen er basert på offentlig tilgjengelig informasjon og kontakt med Norum (2010). Vi har også benyttet oss av Hill og Jones (2008), Jacobsen og Lien (2001), Roos et al. (2005), Solvoll (2008) og Landsdelsutvalget (2008).

Vi begynner med en presentasjon av hurtigruteavtalen mellom selskapet og den norske stat fordi den omhandler både interne og eksterne forhold. For å analysere de eksterne forholdene vil vi benytte modellverktøyene PESTEL og Porters 5 krefter. Ved de interne forholdene benyttes KIKK- modellen for å identifisere mulige ressurser til konkurransefortrinn. Disse evalueres i en SVIMA- analyse. For å oppsummere den strategiske analysen benytter vi en tabell basert på SWOT - rammeverket.

Statens kjøp av sjøtransporttjenester - Hurtigruteavtalen

Det ble i desember 2004 inngått en avtale mellom staten og HRG som omhandlet kjøp av sjøtransporttjenester på kystruten Bergen – Kirkenes for perioden 2005-2012 (Samferdselsdepartement, 2010). Denne avtalen omfatter virksomheten knyttet til Hurtigruten norskekysten og dets forpliktelser til å betjene kyststrekningen og tilhørende havner som inngår i ruteplanen. Staten har i tillegg en avtale som omhandler kjøp av plass for gods nord for Tromsø. Det ble i avtalen spesifisert at HRG skal seile med 11 skip hele året med daglige anløp i hver havn langs ruteplanen. Skipene som inngår i avtalen skal ha passasjersertifikat for minimum 400 passasjerer, ha køyekapasitet i lugar til 150 passasjerer og kapasitet til å frakte minimum 150 europaller gods. Selskapet er på sine seilinger langs norskekysten pålagt å tilby lønnsbetingelser på norske vilkår til sitt sjømannskap.

Hurtigruteavtalen hadde en ramme for perioden 2005-2012 på 1 900 MNOK målt i 2005-kroner (Landsdelsutvalget, 2008).

ÅR	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
MNOK	217,5	247,5	247,5	240	236,8	236,8	236,8	236,8

Tabell 4.1: Avtalt godtgjørelsen målt i 2005-kroner. Kilde: Landsdelsutvalget (2008).

Utdrag fra avtale:

”Det legges samtidig til grunn at rederiet ikke skal svare merverdiavgift av statens kjøp. Prisreguleringen for overnevnte godtgjørelse skal prisomregnes i henhold til indeks sammensatt av undernevnte elementer.

30 % av statens godtgjørelse står fast i perioden.

15 % av statens godtgjørelse framskrives i henhold til utviklingen i gjennomsnittlig listepriis pr. år på marin gassolje, innhentet fra Norsk Petroleumsinstitutt. Denne andelen av godtgjørelsen framregnes etter gjennomsnittsprisen for sist tilgjengelige år før reguleringstidspunktet i forhold til tilsvarende ett år tidligere.

45 % av statens godtgjørelse framskrives i henhold til utviklingen i lønnskostnader representert ved sist tilgjengelige utgave av Statistisk Sentralbyrås lønnskostnadsstatistikk for samferdselssektoren, hvor sist tilgjengelig månedsfortjeneste i alt for ansatte i sjøtransportnæringen sammenlignes med tilsvarende ett år før.

10 % av statens godtgjørelse reguleres i henhold til gjennomsnittet av NIBOR`s 6 måneders rentesats for de siste 3 måneder før reguleringstidspunktet, sett i forhold til tilsvarende ett år tidligere.”

Avtalen har en innebygd reguleringsklausul som gir anledning til reforhandlinger dersom det skulle tilkomme nye offentlige avgifter eller kostnader som belaster virksomheten i særlig grad.

På grunnlag av økte drivstoffkostnader og NOx - avgiftens belastning for selskapets økonomi, valgte selskapet i 2007 å innlede forhandlinger om økt kompensasjon og tilbakebetaling av tidligere innbetalt NOx - avgift. 27. oktober 2007 ble samferdselsdepartementet og selskapet enige om en ny og høyere godtgjørelse. Den reforhandlede avtalen innbefattet en tilbakebetaling for 90 % av NOx - avgiften betalt i 2007 og første halvår 2008 samt en årlig økt kompensasjon på 66 MNOK fra og med 2008. Den totale tilbakebetalingen beløp seg i 2008 på 125 MNOK. Kompensasjonen på 66 MNOK og 90 % av NOx - avgiften videreføres så lenge avtalen løper. Videre ble det også gitt en mulighet for å ta ut ett hurtigruteskip av avtalen fem måneder i året (vintersesongen), men skal da samtidig trekkes økonomisk for dette.

Som en konsekvens av endringer i den opprinnelige avtalen mellom staten og HRG har ESA (EFTA Surveillance Authority) uttalt at en slik endring kan stride mot konkurranselovgivningen. De har derfor varslet en gjennomgang av den nye avtalen og ser alvorlig på hvorvidt det kan være konkurransehennende effekter av en slik kompensasjon. Hovedargumentet er at en kompensasjon av NOx - avgiften og drivstoffkostnader slik de er i dag, kan oppfattes som direkte statsstøtte av en slik art at den ikke oppfyller de krav anbudskriteriene stilte i henhold til avtalen, samt EUs reglement for statsstøtte. Det er derfor til stede en sannsynlighet for at det kan komme krav fra ESA som innbefatter en endring og i verste fall en eventuell tilbakebetaling i forbindelse med den avtalte kompensasjonen.

Ved utlysning av nytt anbud for statens kjøp av sjøtransporttjenester langs norskekysten vil derfor ESAs vurdering av dagens avtale være sentral når nye kriterier skal fastsettes. Det er derfor etter utsagn fra HRG (Norum, 2010) ventet at det vil måtte utlyses flere anbud med ulike kravspesifikasjoner i hva angår antall skip og seilingsfrekvens. Det er i denne sammenheng antydning nye anbud for henholdsvis 8-10 skip og 11 skip vil være det mest sannsynlige utfallet ved den kommende anbudsrunden. Staten har imidlertid opsjon på inntil et års forlengelse for inneværende avtale, slik at ny hurtigruteavtale vil om opsjonsutøvelse være gjeldene fra 2013-2014.

Betydningen av hurtigruteavtalen for selskapet og samfunnet

Samlet for året 2009 utgjorde kontraktsinntektene for Hurtigruten norskekysten 382 MNOK. Inntektene innbefatter statens kjøp av transporttjenester på strekningen Bergen - Kirkenes og er i så henseende i henhold til avtale inngått mellom selskapet og staten. Inntektene utgjorde ca 11 % av selskapets totale driftsinntekter for videreført virksomhet, og kan derfor antas å være av betydning for fortsatt lønnsom drift. Det er derimot viktig å bemerke seg at kontraktsinntektene inkluderer overnevnte økte kompensasjon, noe som etter ESAs uttalelser kan resultere i krav om refusjon etter EUs reglement for statsstøtte.

Om en velger å rette synet mot hvordan betydning Hurtigruten har for samfunnet, ”sett utenfra”, kan en fokusere på effekter av både direkte og indirekte art. Hvis en ser på hvordan sysselsettingen påvirkes vil det være naturlig å trekke frem den direkte effekten de ansatte ombord på skipene samt landansatte gir. Det er i denne sammenheng viktig å nevne at størsteparten av selskapets ansatte er bosatt i Nordland og Troms, noe som i vesentlig grad har gitt positive skatteeffekter for fylkene og kommunene. Det er på lik linje med skatteeffekten en positiv virkning av betalt arbeidsgiveravgift, denne har riktignok fallende profil. Dette

skyldes i hovedsak innføringen av nettolønn fra og med 2007 samt reduksjon i antall ansatte de seneste to år. Det kan i denne sammenheng nevnes at det etter fusjonen har vært store diskusjoner blant lokalbefolkningen hvorvidt hovedkontor bør legges andre steder. En eventuell flytning vil kunne medføre en økning av kostnader tilknyttet arbeidsgiveravgift. Eksempelvis ved å flytte hovedkontoret til Tromsø vil arbeidsgiveravgiftens økning utgjøre ca 14 MNOK årlig (Norum, 2010).

Som en indirekte effekt av HRGs seilinger langs norskekysten vil det være naturlig å fremheve sysselsetningen som oppstår i form av reiselivsrelatert virksomhet. Det er som nevnt tidligere i utredningen flere opplevelser/utflukter arrangert i samarbeid med lokale selskaper. Det ble i 2007 anslått at en indirekte effekt av hurtigrutedriften utgjorde ca. 180 årsverk langs kysten med en omsetningsverdi for hotell-, service og opplevelsesbedriftene på nærmere 90 MNOK (Solvoll, 2008).

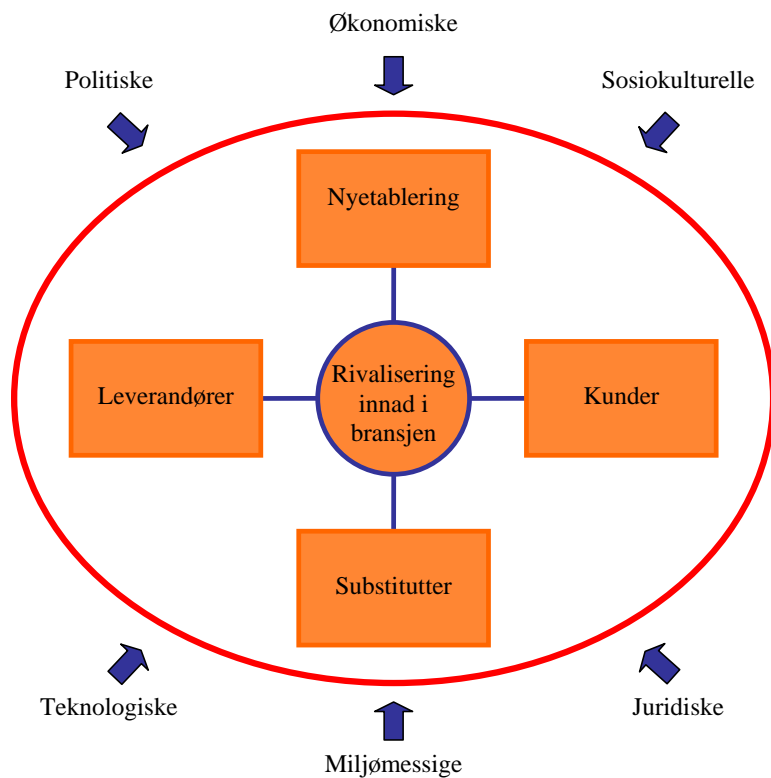
Det er i denne sammenheng interessant å se på hvilken effekt HRGs passasjerer har for handelsnæringen langs kysten. En rapport utarbeidet av Transport økonomisk institutt fastslo i 2008 hvor mye utenlandske turister legger igjen i Norge i løpet av et år. Anslagsvis vil en gjennomsnittlig turist ha et døgnforbruk på 700 NOK. Med utgangspunkt i antall gjestedøgn for rundreisepassasjerer som i 2008 var 590 000, kan en anta at Hurtigrutens gjester hadde et totalt forbruk på 413 MNOK utover kostnaden med selve reisen (Solvoll, 2008).

Hurtigruteanløpene og tilhørende terminaler langs kysten sysselsetter omkring 100 årsverk og ved halvparten av havnene står Hurtigruten for over 60 % av de totale havneinntektene. Dette gjelder spesielt for havnene i Nord-Norge. Anslagsvis ble det i 2007 lagt igjen rundt 60 % av totale havne- og ekspeditørkostnader i Nord-Norge.

Det er altså betydelige positive effekter ved hurtigrutens tilstedeværelse langs norskekysten mellom Bergen og Kirkenes. Vi har imidlertid valgt å utelate dypere diskusjoner og analyser om hvordan hurtigruteavtalen påvirker den samfunnsøkonomiske lønnsomheten, dette på bakgrunn av utredningens formål og begrensninger.

Ekstern analyse

Vi vil i denne eksterne analysen identifisere muligheter og trusler i selskapets omgivelser. Videre vil den eksterne analysen søke å avdekke hvordan selskapet håndterer og utnytter disse omgivelsene samt hvordan selskapets konkurransevne påvirkes. Som nevnt blir denne eksterne analysen gjennomført ved hjelp av to modellverktøy. Under følger en modell i figur 4.2 som viser interaksjonen mellom verktøyene.



Figur 4.2: Kombinasjon av modellverktøyene PESTEL og Porters 5 krefter. Kilde: Hill og Jones (2008).

PESTEL – analyse

Alle selskaper opererer innen et såkalt makromiljø som påvirkes gjennom politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske forhold. Forandringer i dette miljøet kan påvirke hver enkelt av Porters 5 krefter, noe som kan resultere i at selskapets konkurransevne endres. En PESTEL-analyse bidrar hovedsaklig med innsikt på fire ulike områder som kan oppsummeres med følgende spørsmål: Hvordan påvirker omgivelsene oss? Hvilke av disse faktorene er viktigst nå og i fremtiden? Hvordan kan vår bedrift møte disse utfordringene på en best mulig måte? Hvordan påvirker vår bedrift miljøet rundt oss? (Roos et al., 2005). I tabell 4.1 har vi listet opp faktorer i omgivelsene som vi mener berører selskapet.

Politiske forhold	Økonomiske forhold	Sosiokulturelle forhold
<ul style="list-style-type: none">• Skatter og avgifter• Hurtigruteavtale• Politisk stabilitet	<ul style="list-style-type: none">• Økonomisk utvikling• Drivstoff• Disponibel inntekt	<ul style="list-style-type: none">• Demografi• Sosial mobilitet• Konsum
Teknologiske forhold	Miljømessige forhold	Juridiske forhold
<ul style="list-style-type: none">• Fokus på teknologi• Nye innovasjoner	<ul style="list-style-type: none">• Klimaendringer• Økte energikostnader• Ansvarlighet	<ul style="list-style-type: none">• Miljøvernlovgivning• Arbeidsreguleringer• Konkurranselovgivning

Tabell 4.1: Faktorer i omgivelsen til selskapet.

Politiske forhold

De politiske forholdene påvirker betingelser gitt fra myndigheter i selskapets omgivelser. Endringer kan få store konsekvenser for en bransje. Ulikheter mellom land/regioner gir i større eller mindre grad betydning for et selskaps handlingsrom og inntjening.

Finanspolitikken har stor betydning for selskapet, og endringer får konsekvenser for lønnsomheten. Direkte skatter og avgifter som påløper avhengig av driften, og som er uavhengig av resultat og omsetning har størst betydning. For HRG er spesielt endringer i nettolønnsordningen, NOx-avgift og arbeidsgiveravgift eksempler på skatter og avgifter som betyr mye for fremtiden. Nettolønnsordningen har vært og er fortsatt omdiskutert, for 2008 utgjorde denne en reduksjon i lønnsutbetalinger for HRG på rundt 97 MNOK. Tilsvarende medfører ordningen reduserte skatteinntekter på ca 20 MNOK pr. år for stat og kommune. En endring eller bortfall i denne ordningen vil for HRG bety økte lønnskostnader. Kostnadmessig har derfor ikke selskapet mulighet til å konkurrere mot utenlandsk arbeidskraft som gjennomgående benyttes av internasjonale cruisereederier.

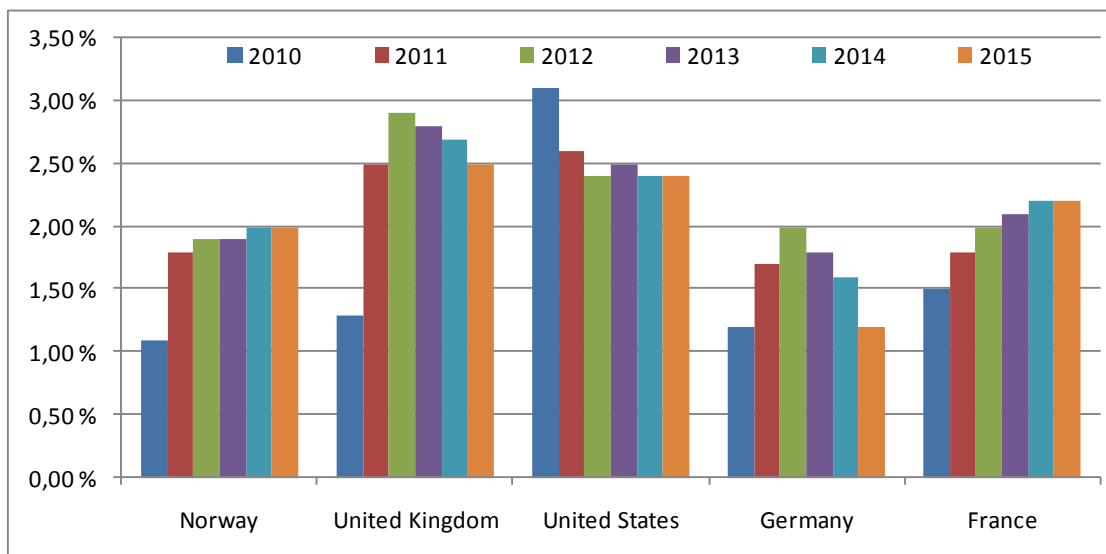
Hurtigruteavtalen går ut på at staten foretar kjøp av transporttjenester for at selskapet skal drive kystruten Bergen – Kirkenes, og er meget viktig i forhold til distriktpolitikken. Det er

forventet at staten i løpet av 2010 legger ut kystruten på et nytt tilbud for neste periode. Kriteriene for tilbudet ventes å påvirkes av politiske forhold, så vel fra distrikt som nasjonalt hold.

Miljø- og klimautfordringer i fremtiden berøres av miljøpolitiske forhold. Politikernes ønske om økt turisme og dets ringvirkninger for samfunnet, er blant annet en handelspolitisk oppgave. Det å ha stabile og forutsigbare politiske forhold gir selskapet muligheter for å tenke langsiktig og er således svært viktig.

Økonomiske forhold

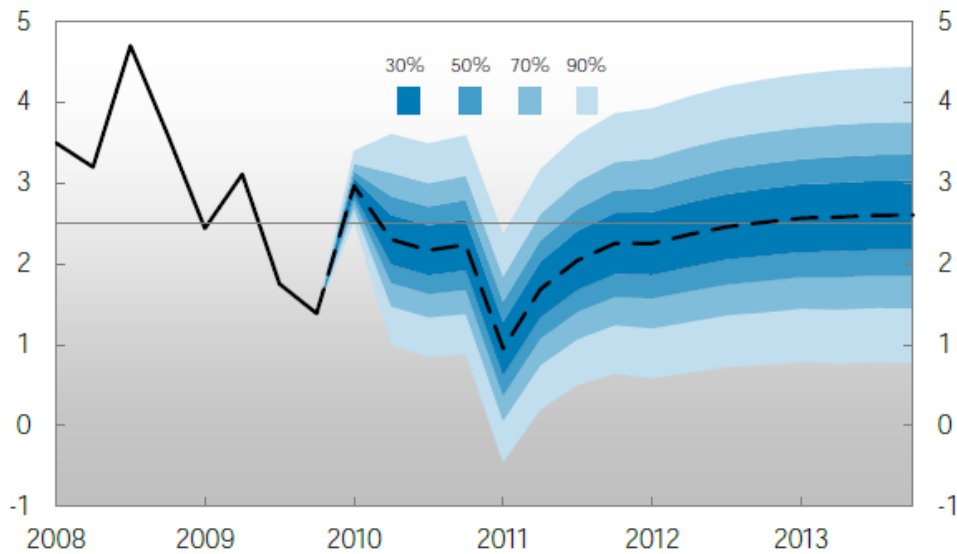
De viktigste markedene for selskapet er Norge, Storbritannia, Tyskland, USA og Frankrike. Den økonomiske utvikling i disse landene og globalt er således veldig viktig for fremtiden til selskapet. Etter finanskrisen i 2008 ble den økonomiske veksten svekket globalt i 2009. Året ble preget av dystre utsikter som følge av betydelig fall i både konsum og investeringer. Etter 20 år med økonomisk vekst i Norge fikk vi i 2009 første år med fall (Dnb NOR Markets, 2010).



Figur 4.3: Prognoser på utvikling i BNP. Kilde: IMF (2010).

I følge International Monetary Fund (IMF) gjengitt i figur 4.3 ovenfor er konjunkturutsiktene for fremtiden positive. BNP-utviklingen forventes å snu fra negativ i 2009 til positiv utvikling i fremtiden. For Norge forventes det en relativt svak vekst i 2010, men økende til over 2 % i 2014. Generelt i 2010 ser utviklingen for Storbritannia, Tyskland og Frankrike ut til å være litt bedre enn Norge. For perioden 2011-2014 spås betydelige vendepunkt, med vekst på rundt 2 % årlig. Fra 2011/2012 forventes det at økonomien begynner å normalisere seg. Det er kun

Tyskland hvor utviklingen ventes noe svakere enn resten av landene, mens USA ventes å være det landet med sterkest vekst i 2010.

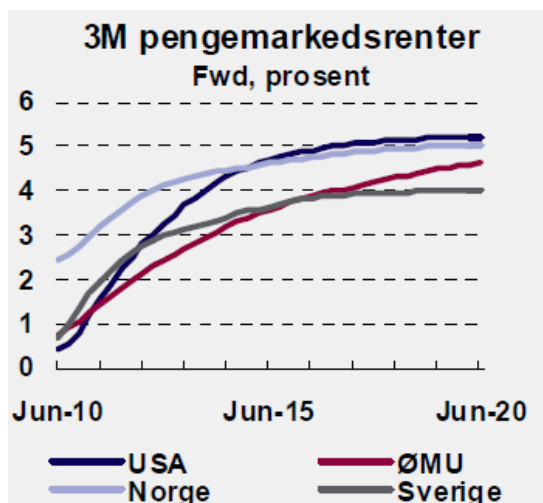


Figur 4.4: Anslag på KPI i referansebanen for Norge. Kilde: Norges Bank (2010).

Etter at inflasjonen i Norge begynte å falle fra midten av 2008 ble det registrert en oppgang på slutten av 2009. Norges Banks forventninger gjengitt i figur 4.4 ovenfor, tilsier en svak utvikling i inflasjon for 2010 og 2011. For øvrig legger Norges Bank til grunn et inflasjonsmål på 2,5 %, og ifølge anslagene ventes det at målet nås rundt 2012.

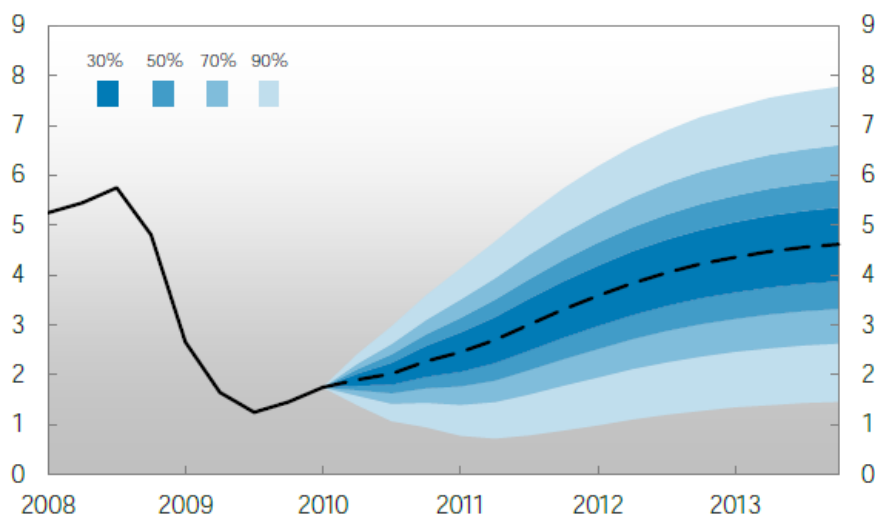
På kort sikt forventes det at inflasjonspulsene vil være lave for industrilandene. En prisvekst på under 2 % er forventet frem til 2013 (DnB NOR Markets, 2010). Høy arbeidsledighet gir mindre press fra arbeidsmarkedene på prisene.

Lav økonomisk vekst grunnet finanskrisen førte til at sentralbanker i verden har brukt styringsrenten som et pengepolitisk virkemiddel for å stabilisere og bedre vekstutsiktene. Dette har gitt lave styringsrenter i både USA og Europa på rundt 1 %. Det har gitt en lavere styringsrente i Norge som pr. juni 2010 er 2,25 %.



Figur 4.5: Observerte forward pengemarkedsrenter. Kilde: DnB NOR Markets (2010).

Forventningene til styringsrenter kan indikeres ved å ta utgangspunkt i observerte forward pengemarkedsrenter fratrukket en risikopremie. Prisingen av forward pengemarkedsrenter er presentert i figur 4.5 ovenfor, og forteller at det på kort sikt foreventes lave styringsrenter, samt at det på lengre sikt prises inn flere rentehevinger. Som vi ser av figur 4.6 under, indikeres det at styringsrenter vil kunne være tilbake på normalt nivå om 4-5 år. Dette gir en god indikasjon på renteutviklingen og veksten, og at det kan derfor forventes at økonomiene stabiliserer seg.



Figur 4.6: Anslag på styringsrenten i referansebanen for Norge. Kilde: Norges Bank (2010).

Forventningene om en oppgang i økonomien for Norge styrkes når vi ser på anslagene fra Norges Bank.

Sosiokulturelle forhold

Forhold som vektlegger læring og utvikling om menneskets sosiale rammer for handling betegnes som sosiokulturelle forhold. Kjennskap til de sosiokulturelle forhold kan hjelpe et selskap til å forstå hvilke tjenester og goder som forventes å få en større/mindre etterspørsel. Dette på bakgrunn av sosiale og kulturelle betingelser som innvirker på etterspørselen.

De demografiske forholdene i verden er i kontinuerlig utvikling av de forskjellige generasjoner. En fellesnevner med generasjonene er at de stadig reiser og vil oppleve mer enn tidligere. "Førrige års ferie" er nå blitt til "årets ferier" i den form at vi ofte reiser bort på ferie, gjerne flere ganger enn den "vanlige sommerferien". De senere generasjoner utdanner seg mer, og flytter ofte gjerne inn til de store byene. Dette kan gi et savn av unike naturopplevelser, og dermed øke etterspørselen. Store barnekull fra etterkrigstiden i vesten er stadig mer formuende enn tidligere, og kan også øke etterspørsel etter hvert som de pensjonere seg. Den økonomiske utviklingen som har vært de siste to tiårene har gitt en stadig større reallønn, og større handlefrihet for konsum av både goder og tjenester. Den sosiale mobiliteten i industrilandene har de siste 3 tiårene blitt kraftig redusert, noe som har medført at stadig flere kan nyte luksusgoder som feriereiser.

HRG merker endringer i etterspørselen. Kundene ønsker ikke kun "å se" den spektakulære naturen, men heller "ta og føle" på den i form av mer aktive utflukter (Norum, 2010).

Teknologiske forhold

Teknologiske forhold omhandler faktorer som forskning og utvikling, automatisering samt teknologi som kan gi økonomiske incentiver. Disse er med på å skape ny teknologi som kan gi nye produkter eller prosesser. Teknologi kan redusere kostnader, forbedre kvaliteten og gi nye innovasjoner. Disse forholdene kan ha avgjørende betydning for selskapet i forhold til fremtidige investeringer og utvikling av strategi.

Utvikling av forskjellige typer skipsmaling, også kalt epoxy-polymer, er i en kontinuerlig prosess for å bedre skipets energituttelse. Ved å gjøre overflaten på skroget til et skip hardere, glattere og tettere kan det gli lettere gjennom vannet. Selskapet AMC har etter påføring av maling dokumentert at en hurtigbåt kan øke farten fra 51-til 54 knop ved lik energitilførsel (Dagens Næringsliv, 10.4.2010).

Flere selskaper, deriblant Roll-Royce, utvikler både motorer, design og propeller for skip som skal gi energireducerende effekter. De hadde blant annet et prosjekt med NTNU/Sintef støttet

av Innovasjon Norge, som omhandler propellutvikling for å forbedre sjøgangen i alle værforhold (TU.no, 2005).

Denne teknologiske utviklingen er en nødvendighet siden det stadig stilles strengere krav til miljø, sikkerhet og energiutnyttelse, noe som kan komme selskapet til gode.

Miljømessige forhold

Miljømessige forhold omhandler blant annet utfordrende faktorer som klimaendringer, miljøskader og miljøbevissthet. Endringer i temperatur kan skape betydelige utfordringer og begrensninger for turismen. Betydningen av miljøskadelig utslipp, fra drift eller ved uhell, kan være gjenstand for innføring av skatter eller andre virkemidler for å hindre/dempe skader som oppstår. Miljøbevissthet påvirker etterspørselen og kan føre til endrede preferanser hos kundene.

Dagens skip går på ikke-forbybar energi, og alternativene er få. Tidligere ble kull benyttet, noe som innebar større forurensning enn dagens oljebaserte drivstoff. Det finnes flere utgaver av drivstoff som kan benyttes, og det er her en klar sammenheng mellom pris og mengden av forurensning. Den vanligste typen av forurensning når drivstoffet forbrennes, er utslipp av CO₂, NO_x og SO₂. Effektene av forurensningen er sterkt knyttet til klimaendringer, som kan gi konsekvenser lokalt og globalt. Det er også knyttet store utfordringer til ulykker hvor det oppstår lekkasjer fra skipets drivstofftank, og olje renner ut i havet. Her finnes det tiltak som dobbeltskrog og oljelenser. Det er ikke utenkelig at det i fremtiden vil kunne komme lovpålagte krav i forbindelse med slike tiltak. Selskapets er helt avhengig av drivstoff, og utøver virksomheten i noen av verdens mest sårbare områder. Konsekvensene ved lekkasje i disse områdene kan bli katastrofale for dyrelivet så vel som landskapet, og derfor prege selskapets virksomhet.

Det er innført restriksjoner om at cruiseskip i Antarktis med over 500 passasjerer ikke vil få sette personer i land. Har skipene under 500 passasjerer, vil de maksimalt kunne sette 100 personer i land omgangen (Dinside.no, 2009). Med økende fokus på miljøutfordringene kan fremtiden kreve klimakvoter for utslipp, strengere regler og lover, samt klarere begrensninger på både hvor og hvordan virksomhet utøves.

HRG forsøker til enhver tid å benytte det mest miljøvennlige drivstoffet, men her setter også de økonomiske rammene begrensninger. Ved utgangen av 2. kvartal 2010 benyttes marin gassolje. Dette er blant de reneste destillerte oljene, og inneholder spesielt lite svovel.

Konkurrenter går som regel på en utgave kalt IFO180 eller IFO380. Dette er drivstoffblandinger som består av restolje fra destillering med en innblanding av destillert olje. Disse drivstoffene er mer miljøskadelig siden de har et høyere utslipp av svovel enn det HRG benytter. Et bedre alternativ er å benytte naturgass, men dette vil kreve investeringer i form av gassturbiner på skipene.

Utvikling av nye typer miljøvennlige drivstoff vil legge press på at bransjen tar de i bruk. Det kan gi høyere avgifter eller forbud på eksisterende drivstoff. Noe som kan gjøre dagens drivstoff dyrere og lite egnet for fremtiden. Det å investere i ny teknologi må gi betydelige økonomiske incentiver i forhold til fremtidige kostnader.

Uten å ta ansvar for miljøet kan produktet bli mindre ettertraktet, og på sikt forsvinne som følge av miljøendringer. HRG er medlem i organisasjoner som *International Association of Antarctica Tour Operators* og *Association of Arctic Expedition Cruise Operators*. De arbeider aktivt for å øke miljøbevisstheten blant reiselivsnæringen i unike og sårbare områder.

Kunders holdninger til at tjenester og goder tar hensyn til viktigheten av miljø, kan bli mer avgjørende for deres preferanser i fremtiden.

Juridiske forhold

De forskjellige typer juridiske lover, regler og konvensjoner, lokale som globale, kan fort endre forutsetninger for cruisenæringen. Det kan derfor oppstå en risiko i forhold til ufordelaktige endringer.

Konkurranselovgivning er et særdeles viktig område for HRG, og ESAs retningslinjer er og vil være avgjørende. En fremtidig "hurtigruteavtale" vil bli krevende fordi området har stor kompleksitet.

Det er ikke noen tvil om at det i fremtiden kommer til å stilles strengere krav til miljøet. Lovgivning og konvensjoner knyttet til miljøvern vil derfor gi utfordringer i fremtiden lik de utfordringer som selskapet til dels har i dag. International skipsfart kjennetegnes ofte av rederier med skip registrert i skipsregister av svært liberal lovgivning. Ved sterk konkurranse i fremtiden fra slike rederier, vil utfordringene fra juridiske forhold kunne bli vesentlig mer krevende for å opprettholde konkurransevnen. De viktigste lovene for arbeidstakere er arbeidsmiljøloven, ferieloven og folketrygdloven, men også likestillingsloven og aksje/allmennaksjeloven har relevante bestemmelser som har stor betydning for selskapet.

Porters 5 krefter

Michael Porter har utviklet en modell som kan benyttes ved analyse av en bestemt bransje. Modellen er bygd opp av 5 krefter som finnes i mikromiljøet til et selskap. Nyetablering, leverandører, kunder, substitutter og rivalisering innad i bransjen er de 5 sentrale kreftene som påvirker konkurransen. Med utgangspunkt i de gjøres det en analyse for å skaffe seg informasjon om hvilke trusler og utfordringer disse kreftene representere for selskapet. Resultatene av analysen kan fortelle hvor sterke disse kreftene er på konkurranseintensiviteten for selskapet. Porter argumenterte for at jo sterkere konkurransekreftene innen en bransje er, dess mer begrenset er selskapets muligheter for å øke prisene og profitten (Hill og Jones, 2008).

Nyetableringer

Porter peker på at lønnsomme markeder med god fortjeneste ofte vil tiltrekke seg selskaper med et ønske om å ta markedsandeler. Ved nyetableringer gir det ofte større konkurranse, enten på pris og/eller kvantum. Det gjør ofte markedet mindre lønnsomt for eksisterende aktører hvis de ikke klarer å blokkere for nyetablerere. For at en trussel for nyetableringer skal oppstå er det flere faktorer som spiller inn. Typiske faktorer er blant annet graden av produkt differensiering, etablerings- og exitkostnader, tilgang til salgs- og distribusjonskanaler, muligheter for skalafordeler og tilgang til nødvendige innsatsfaktorer. Teorier som omhandler perfekt konkurranse tilsier at nye selskaper vil forsøke å innta nye markeder så lenge markedet gir en avkastning vesentlig mer enn gjennomsnittet.

HRG opptrer i markeder hvor konkurranse i liten grad er regulert av noen myndigheter. De har som nevnt en avtale med den norske stat om kjøp av sjøtransporttjenester, noe som demper konkurransen av å drive en daglig kyststrute. Så lenge selskapet har denne avtalen vil det være et godt vern mot nyetableringer av konkurrerende rutenett på norskekysten.

For et selskap som driver virksomhet vil ofte enhetskostnadene falle når volumet øker. I cruisenæringen kan man derfor være avhengig av et vist volum for å oppnå lavere enhetskostnader. Uteblir volumet kan det oppstå et konkurransehinder som følge av høyere enhetskostnader. Opphav kan være at det ikke oppnås rabatt på viktige innsatsfaktorer under varekjøp som har en klar sammenheng med volumet av virksomheten. Andre årsaker kan være fraværet av muligheten for å spre faste og andre markedsrelaterte kostnader utover et stort volum. Internasjonale cruiseoperatører har betydelig lavere kostnader.

Ved en nyetablering vil en cruiseoperatør måtte anskaffe nødvendige tilganger og tillatelser for anløp til havner. Det kan være en utfordring i forhold til ledig kapasitet og konkurrenters villighet til å bruke deres terminaler. Innpass hos salgs- og distribusjonsselskaper er historisk en nødvendighet for en cruiseoperatør. Dette grunnet stor kompleksitet av reisen hvor kunder har behov for veiledning. Internett har imidlertid forandret dette gjennom bedre informasjon og økt visualisering av produktene.

Kapitalbehov ved nyetableringer av cruisevirksomhet er forholdsvis stort. Det er høye inngangsbarrierer på grunn av bl.a. store etableringskostnader i forbindelse med kjøp eller leasing av skip, markedsføring, opplæring av ansatte, lånekostnader, etc. samt tilgang til havner. Det vil også være forholdsvis stor usikkerhet knyttet til om en eventuell investering vil vise seg å være lønnsom.

For nye aktører kan det bli vanskelig å ta markedsandeler fra de etablerte hvis det eksisterer en signifikant merkevarelojalitet. Dette reduserer sannsynligheten for nyetableringer fra potensielle konkurrenter på grunn av frykt for at kostnadene, ved å bryte opp veletablerte kundepreferanser blir for store. Lav lojalitet kan være med på å gjøre markedet attraktivt for nyetablering. HRG er i besittelse av sterke merkevarer som ”Hurtigruten” og ”Verdens Vakreste Sjøreise” (Norum, 2010).

Kunnskap og informasjon er viktig for å drive daglig virksomhet. Den bygges hovedsakelig opp gjennom erfaring fra tidligere års drift og ansattes utdanning/dyktighet. Know-how kan være i forbindelse med kunder, leverandører, konkurrenter og eller virksomhetsområdet. Ved en nyetablering kan det være både vanskelig og dyrt å anskaffe dette på kort tid. HRG har operert i svært krevende farvann i over 100 år.

Byttekostnader spiller også inn når en forbruker vurderer å bytte cruiseoperatør. Når de er høye vil kundene i stor grad være tilbøyelig til å forbli hos etablerte selskaper.

Byttekostnadene ved valg av cruiseoperatør må sies å være beskjedne, hovedsakelig på grunn av muligheten til å sammenligne priser på reiser ved noen få tastetrykk ved bruk av internett. Imidlertid finnes det fordelsprogrammer som har til hensikt å gjøre kundene mer lojale, dette kan være opphav til byttekostnader. HRG har pr. 2010 ikke noe fordelsprogram.

Sjansen for nyetablering av en konkurrerende daglig kystrute er relativt lav. Hovedsakelig grunnet hurtigruteavtalen, og krevende kapitalbehov. Faren for nyetablering av konkurrerende cruisetilbud, spesielt om sommeren, er til stede. HRGs sterke merkevare og svært høye

produkt differensiering kan i noen grad motvirke dette. For virksomheten knyttet direkte til M/S Fram og Spitsbergen anses det som mer sannsynlig for etablering. Avskrekking av stort kapitalbehov, fravær av know-how og tilgang av ressurser kan derimot hindre det, spesielt på Spitsbergen.

Leverandører

Leverandører kan bli sett på som en trussel når de har stor forhandlingsmakt. Dette fordi de har mulighet til å drive opp prisen eller redusere kvaliteten på kundens varer og tjenester. Kilder til stor forhandlingsmakt ovenfor en bransje avgjøres av byttekostnader, betydningen av kundens volum av totalomsetning, graden av integrasjon i verdikjeden og tilgangen av substitutter til leverandørens produkt. Forhandlingsmakten er ofte sterk når leverandørene domineres av få og store leverandører som er mer konsentrert enn kundene.

Når det er aktuelt for HRG å gjøre kontraheringer av nye skip blir det offentliggjort et anbud på det åpne markedet. Verftene, både innenlandske og utenlandske, konkurrer seg i mellom og konkurransen kan betegnes som høy. På denne måten blir det opp til verftene å levere det beste anbudet for å vinne. Hurtigruten slipper dermed presset fra verftene, og forhandlings situasjon blir snudd slik at de kan stille strengere krav. Skipene som selskapet benytter er bygd etter spesielle kriterier for å kunne seile i grunt farvann og er også tilpasset godshåndtering. Det finnes av den grunn ikke noe godt marked for å lease denne type skip. Nybygg er tilnærmet eneste alternativ, og leverandørene vil under normale markedsforhold ha lav forhandlingsmakt.

I utgangspunktet kan det antas at drivstoffleverandørene har stor forhandlingsmakt på grunn av bransjens avhengighet. Det finnes pr. 2010 kun en type drivstoff som er basert på ikke-fornybar energi som kan benyttes. Forskjellige utgaver som hovedsakelig er knyttet til egenskaper og miljømessige aspekter selges. Drivstoffleverandører som HRG kan benytte er få, Statoil, Esso og Shell, og prisen er jevnt over lik. Prisen har klar sammenheng med prisen for et fat råolje, og prisdannelsen skjer gjennomgående på råvarebørser med tillegg for frakt og myndighetspålagte avgifter. Det er vanlig å få rabatter ved bestilling av større volum. HRG sin etterspørsel er ikke avgjørende for leverandørene, og graden av forhandlingsmakt mellom drivstoffleverandørene og kunder er relativt svakt.

HRG har gjennom sitt medlemskap i GRESS-gruppen en indirekte forhandlingsmakt ovenfor leverandørene. GRESS-gruppen består av eierne Rica Hotels, Compass Group Norge og The Rezidor Hotel Group, i tillegg til medlemmene Gate Gourmet, Norlandia Hotels & Resorts,

Hurtigruten og Fjord-Line. De har til formål er å fremforhandle leverandøravtaler som skal gi sikre, effektive og optimale innkjøp. Avtalen gir adgang for å kjøpe hotell- og restaurantrelaterte varer fra rundt 200 leverandører. Dette gjør at HRGs leverandører har lavere forhandlingsmakt en uten et medlemskap. Ved innkjøp utenfor avtalen vil leverandører i enkelte situasjoner kunne utøve forhandlingsmakt, men selskapets størrelse vil kunne begrense dette. Arbeidskraften som HRG benytter er preget av en rekke myndighetskrav i forhold til kvalifikasjoner. Type arbeidskraft er alt fra matros, motormann, skipselektriker, kokk, servitør, resepsjonist og reiseleder til oppgaver som omhandler fremførsel av skip som kaptein og styrmann. Hovedtyngden av de ansatte er organiserte gjennom fagforeninger som Norsk Sjøoffisersforbund, Det Norske maskinistforbund og Norsk Sjømannsforbund. Lønns- og arbeidsbetingelser forhandles som regel mellom NHO/RLF og nevnte fagforeninger. Tilgang til ny arbeidskraft vurderes til å være god. Gjennom å være en betydelig tilbyder av lærlingplasser opprettes det kontakt tidlig. HRG har historisk vært en trygg og forutsigbar arbeidsplass. Forhandlingsmakten ovenfor selskapet er hovedsakelig knyttet til forhandlinger om de årlige lønns- og tariffavtaler. Fagforeningene innehar til dels forhandlingsmakt ovenfor HRG men følger hovedsakelig samfunnets utvikling.

Kundenes forhandlingsmakt

Forhandlingsmakt fra kundesiden refererer til at det i noen bransjer eksisterer et konkurranseforhold mellom et selskap og deres kunder. Med den karakteristikken menes det at en kunde ofte vil være interessert i å presse prisene ned, eller oppnå høyere/bedre kvalitet og service uten å yte en priskompensasjon. Hvis en kunde har stor forhandlingsmakt ovenfor sin leverandør vil dette kunne gå på bekostning av lønnsomhet og i den grad påvirke konkurransen i en bransje. Som en konsekvens av stor forhandlingsmakt vil det i tillegg også finnes incentiver til å sette konkurrenter opp mot hverandre for å oppnå en best mulig avkastning som kunde. Kunder har stor makt i følgende tilfeller: kundegruppen er konsentrert eller kjøper store volum, produktet utgjør en betydelig andel av kundens totale kostnader eller innkjøp, produktene er standardiserte eller udifferensierte, kunden kan tenkes å integrere bakover, produktet har liten betydning for kvaliteten for kundens varer eller tjenester videre og kunden har tilgang på full informasjon (Roos et al., 2005).

Som vi har nevnt tidligere er HRGs produkter av en svært differensiert karakter. Denne produktkategorien har konkurransedyktige priser og produktene er således noe beskyttet for prispress. Det vil til enhver tid likevel være av interesse for kundene at produktene har konkurransedyktige priser. Det er riktignok få muligheter for duplisering av HRGs produkter,

noe som gir dem en viss fordel i hva angår prissetting på produktene. Samtidig er tilbudet innen reiseliv svært mangfoldig og differensiert, slik at prisen vil spesielt for sluttbruker fungere som en avgjørende faktor i mange tilfeller. Det er imidlertid viktig å belyse at cruisenæringen i stor grad kan kjennetegnes ved at kundene har stor betalingsvilje og prisnivå vil derfor naturligvis ligge noe høyere enn andre ferietyper. For HRG er kundegruppen hovedsakelig delt i to. Det er forbrukere, hvor kunden kjøper direkte fra selskapet. Reisebyråer/agenter er den andre gruppen det selges til, noe som gir et mellomledd for kundene. Forbrukere vil i denne sammenheng ikke kunne utøve noen form for prispress, hver for seg står de for svært små kjøp totalt sett, og forhandlingsmakten er derfor nesten fraværende.

Når det gjelder reisebyråer/agenter, bruker selskapet denne typen av mellomledd i stor grad. Det er da vanlig at reisebyråer og agentene kjøper enkeltplasser ombord på skipene med en viss rabatt som de videreselger med fortjeneste. Det er i denne sammenheng vanlig å inngå avtaler av ulik art for salg, og forhandlingsmakten sett fra reisebyråenes/agentene side vil derfor variere. Eksempelvis er enkelte av HRGs mellomledd svært så betydningsfulle og de vil da kunne utøve en viss form for forhandlingsmakt i hva angår pris. Samtidig er også selskapet villig til å kompensere på pris i forhold til verdifull markedsføring, da gjerne via eksklusive reklamer i kataloger og på internett. I den grad det lar seg gjøre er det også i noen tilfeller inngått eksklusivavtaler hvor reisebyrå/agent er forpliktet til å yte ekstra innsats mot kundene, denne salgsmekanismen vil følgelig fremstå som provisjonsbasert.

HRG har gjennom sitt kostnadsreduksjonsprogram "Ny Struktur" valgt å rette betydelig innsats mot salgskanalen. Det er foretatt reduksjoner i bemanning og gjennomført forbedringer for en mer samkjørt salgskanal. Et av tiltakene har i denne sammenheng vært å posisjonere seg for fremtiden ved å satse på et felles bookingsystem som plattform for internettbestillinger. Her er det opprettet, og vil i fremtiden bli opprettet bedre muligheter for internett bestilling med det respektive lands morsmål som internettspråk. Dette som en konsekvens av en økende trend i folks bevissthet for internettbooking. HRG har som ønske å møte denne utviklingen på en best mulig måte. Det er da naturlig å tro at kundenes forhandlingsmakt ytterligere vil reduseres ved at en i fremtiden vil kunne begrense bruken av reisebyrå/agenter som salgsmiddel.

En samlet vurdering av kundenes forhandlingsmakt vil etter vår mening i liten grad ha noen betydningsfull innflytelse ovenfor HRG. Differensierte produkter og en tydelig prispolitikk

gir veldig få incentiver for prispress og utøvelse av forhandlingsmakt fra kundenes side. Det vil på enkelte områder kunne forekomme noe forhandlingsmakt, men vi anser denne som liten og ubetydelig for det helhetlige bildet. Kundene har tilgang på relativt god informasjon, som børsnotert selskap har HRG en tydelig kommunikasjon uten at dette gir kundene noe forhandlingsmakt. Vi anser samtidig faren for vertikal integrasjon som totalt fraværende. Vår konklusjon er derfor at kundenes forhandlingsmakt er veldig lav.

Substitutter

Substitutter vil si produkter som kan dekke samme funksjon et bestemt produkt har for den aktuelle bransjen. Den potensielle lønnsomheten for en bransje vil kunne reduseres av substitutters eksistens ved at de setter en begrensning på prisnivå. Når realistiske substitutter er til stede for kundene i en bransje, vil disse danne et øvre pristak for aktørene før kundene bytter til fordel for andre substitutter (Hill og Jones, 2008).

Cruise er en ferie og transportform som kan substitueres av mange andre typer reiser. Bransjen kjennetegnes ved at nærliggende substitutter som storbyferie, badeferie og ulike opplevelsesferier konkurrerer om de samme kundene. HRG skiller seg derimot noe ut fra denne bransjen ved at de leverer et unikt produkt og opererer under andre rammebetingelser. Det vil derfor falle naturlig å presentere de segmenter hvor HRGs ulike produkter møter konkurranse fra substitutter.

For Hurtigruten norskekysten og Explorer cruise har selskapet en unik posisjon med sine produkter. Substitutter vil være andre feriereiser av lik karakter. Slike reiser vil ha et stort innslag av unik natur og kultur slik som det HRG tilbyr, men av andre geografiske områder. Hvor godt andre feriereiser er som substitutt vil avhenge av hvor stor grad de har av differensiering i forhold til HRGs produkter. Substituttet må også innbefatte muligheter som overnatting, utflukter og matservering. Transportformen er ikke avgjørende og kan derfor være enten med buss, tog, bil eller skip. Det er de siste år stadig etterspurt mer ekstreme produkter, sjø og opplevelse i kombinasjon oppfattes som noe utenom det "vanlige". For Hurtigruten norskekysten og Explorer cruisene er det liten konkurranse fra substitutter fordi graden av substitusjon er svært lav. Det hevdes at bilferie langs norskekysten vil kunne fungere som et substitutt. Vi ser klare skiller i hva angår produktets utforming og samtidig dets omfang. Opplevelsen vil på langt nær kunne sies å fungere som et fullverdig substitutt, noe som ytterligere forsterkes om en tar med faktorer som tid, kostnad og fremkommelighet.

For Hurtigruten norskekysten er derimot et av produktene hvor konkurransen fra substitutter som fly og tog merkes. Dette er gjerne gjennom ulike typer av weekendturer hvor kundene har stor valgfrihet i utforming av produktet. Distansereisende innbefatter også gjester som anvender Hurtigruten ved ren nyttetransport. Det vil derfor finnes substitutter i form av bil, buss, fly (helst kortbanenettet) og hurtigbåt. Denne kundegruppen er gjerne opptatt av tid, kostnad og tilgjengelighet.

Hurtigruten norskekysten og Spitsbergen er aktive tilbydere av ulike konsepter for kurs- og konferanse. De nærmeste substituttene er hoteller, kurs- og konferansesentre på fastlandet, i kombinasjon med opplevelses- og eventbyråer. Det er i den grad muligheten for en ekstraordinær opplevelse produktene skiller seg noe ut fra det tilbudet som finnes på fastlandet.

Vi ser på substitutter som en trussel av blandet karakter, for HRG vil de ulike segmentenes etterspørselsmønster variere i stor grad. Eksempelvis ser vi veldig lav form for substitusjon i rundreiser langs norskekysten og Explorer cruise. Kombinasjon av noe egenartet og et høyt differensiert produkt gjør derfor substitutter til en mindre trussel. Det er på den andre siden bred konkurranse i distansesegmentet og HRG møter hard konkurranse fra substitutter som fly, tog, buss, hurtigbåt og bil.

For cruisebransjen generelt vil en også kunne trekke frem en indirekte substitusjonseffekt fra investeringer i ferieboliger samt nedbetaling på lån.

Faren for substitusjon vurderes derfor samlet til å være lav, men bransjen kan på sikt oppleve substitutter som en trussel. Det er etter vår mening betydelig avhengig av konjunktursituasjon og kundenes adferdsmønster.

Rivalisering innad i bransjen

Omfanget av rivalisering mellom nåværende selskaper i bransjen er en faktor som påvirker selskapenes muligheter for lønnsom drift. Det kan ofte ved rivalisering oppstå taktikker knyttet til priskrig, annonsekrig, produktinnovasjoner, forbedret kunde- og garantiservice. Rivaliseringen vil intensiveres når ett av selskapene føler seg presset eller ser seg nødvendig til å forbedre sin posisjon i markedet. Konsekvensen av taktikkene kan bli både suksess og fiasko for selskapet som starter konkurransen eller for bransjen som helhet, utfallet er høyst avhengig av hvordan bransjen reagerer. Rivalisering kan også oppstå av at en rekke strukturelle faktorer støter inn i hverandre.

Når det gjelder cruise langs norskekysten så er HRG den eneste daglige tilbyder hele året. De innehar likevel ikke en monopolsituasjon siden de møter konkurranse, spesielt i sommer månedene fra internasjonale cruiseoperatører. Konkurransenintensiviteten kan betegnes som høy siden det er anslått at så mye som 50 % av cruisemarkedet til Nordkapp og omlag 15 % av fjordcruisene besittes av konkurrenter (Norum, 2010). HRG sine produkter har høy grad av differensiering, og generelt har de fleste cruisene langs norskekysten stort innslag av ulik differensiering. Dette kan lette konkurransesituasjonen noe fordi kundene har klare preferanser for hvilken type cruise de vil ha.

De internasjonale rederiene konkurrer med helt andre betingelser enn det Hurtigruten norskekysten har i forhold til internasjonalt lønns- og varekostnivå, omtalt tidligere i avsnittet om hurtigruteavtalen. Noen kan ha norskekysten som et sekundærmarked, og således utøve en helt annen konkurransetaktikk enn hvis det var deres primærmarked. Dette kan resultere i en blanding av forskjellige strategier siden de fremstår som uensartede konkurrenter.

Byttekostnadene er som nevnt tidligere minimale, og kundene taper ikke på å velge den ene fremfor den andre. HRG har derfor ingen interesse av å drive priskonkurranse, og må derfor konkurrere på produktet de leverer i kombinasjon med å besitte en sterk merkevare.

For Explorerer cruise møtes det konkurranse både på Grønland og i Antarktis. På Grønland møter HRG en betraktelig konkurranse, og i Antarktisk anslås det konkurranse av ca. 80 andre skip (Norum, 2010). Her konkurreres det på mer like betingelser, og selskapet benytter i stor grad utenlandsk mannskap. Lønnsomheten er høy, og det gjør at stadig flere ser mulighetene for å kapre markedsandeler. Konkurranse skjermes noe av at HRG leverer et produkt med høy grad av differensiering i kombinasjon med et av verdens fremste ekspedisjonsskip, M/S Fram.

På Spitsbergen innehar HRG en sterk posisjon innenfor tilbudet av hotell, konferanse og aktiviteter. Deres cruisevirksomhet møter liten konkurranse om turister som ankommer med fly. Konkurransen som oppstår relateres hovedsaklig til internasjonale cruiseoperatører med Spitsbergen som anløps destinasjon.

Intern analyse

Ved den interne analysen søker vi å finne styrker og svakheter internt i selskapet. En vil ved en intern analyse belyse de ressurser som en antar har betydning for selskapets konkurranseevne. Det er med utgangspunkt i det ressursbaserte synet at selskapets konkurranseevne forklares ved hjelp av de ressurser en disponerer. Den interne analysen vil i så måte forsøke å avdekke og beskrive de ressurser en antar kan legges til grunn for eventuelle konkurransefortrinn (Roos et al., 2005). Ved en fullstendig god intern analyse kreves det gjerne tilgang til informasjon som ikke karakteriseres som offentlig. De interne forhold er derfor ofte vanskelig å belyse på en fullstendig god måte, men vi vil med vår analyse forsøke å beskrive interne forhold som vil kunne komme til nytte i den endelige verdivurderingen.

Vi vil i vår interne analyse benytte oss av analyseverktøyene KIKK og SVIMA. Der vi med KIKK-modellen identifiserer og beskriver ressurser forbundet med konkurransefortrinn. Ved SVIMA-modellen vil vi analysere de mulige ressursene til konkurransefortrinn og deretter graden av konkurransefortrinn.

KIKK

Det er fire kilder som hjelper et selskap å bygge og videreføre konkurransefortrinn. De fire kildene er; **K**ostnadsstruktur, **I**nnovasjon, **K**valitet og **K**undeorientering. Et selskap har konkurransefortrinn ovenfor sine konkurrenter når dets profitt er bedre enn den gjennomsnittlige profitten for alle sine konkurrenter innad i bransjen. En kan samtidig si at et vedvarende konkurransefortrinn forekommer når en klarer å holde denne superprofitten over et lengre antall år (Hill og Jones, 2008).

For å oppnå konkurransefortrinn må en identifisere de faktorene som skaper merverdi.

Teorien referer i denne sammenheng ofte til et selskaps distinktive kompetanse.

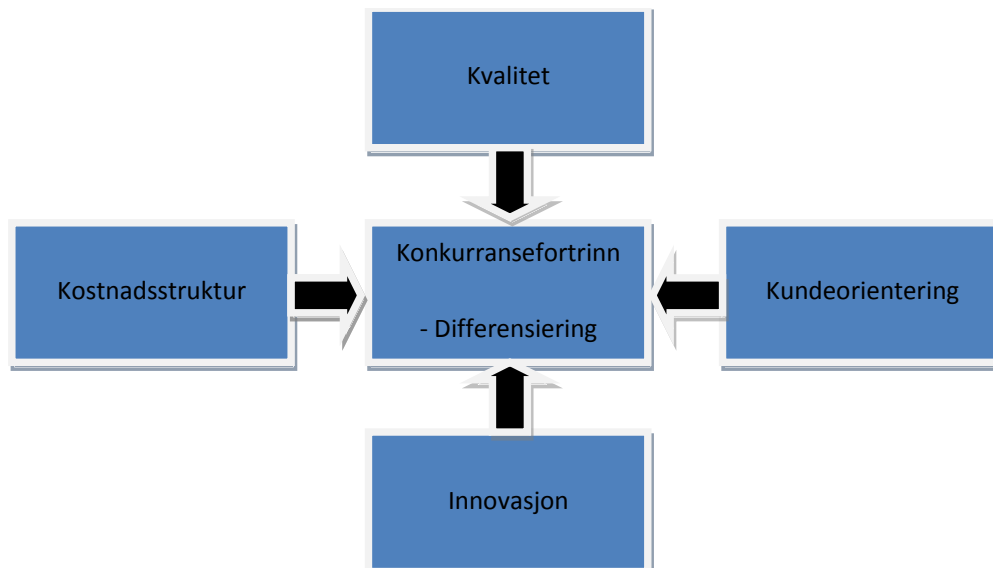
Det er to komplementære kilder til et selskaps distinktive kompetanse, ressurser og kapabiliteter.

Ressurser er de eiendeler som selskapet besitter, og kan deles inn i to typer. Det er de materielle, fysiske eiendelene som for eksempel land, bygninger, inventar og penger. Den andre typen er immaterielle ikke-fysiske eiendeler som for eksempel kompetanse, merkenavn og omdømme. Denne typen av ressurser skapes av selskapets ledelse og ansatte.

Kapabiliteter er selskapets evner til å koordinere sine ressurser og utnytte dem på en

produktiv måte. I generell forstand beskrives et selskaps kapabiliteter som produktet av organisasjonsstrukturen, dens kulturelle verdier og normer samt ulike sentrale prosesser for verdiskapning.

Kort oppsummert kan en si at hver av de fire KIKK-kildene er et produkt av selskapets distinktive kompetanse. Ved å fokusere på hva som er ens egenartede kompetanse kan en dermed (1) tillate seg å differensiere sitt produkt for å øke nytten til sine kunder og (2) senke kostnadsstrukturen.



Figur 4.7: Oversikt av KIKK-modellen. Kilde: Hill og Jones (2008).

Kostnadsstruktur/effektivitet

Effektivitet og produktivitet blir ofte målt ut fra et selskaps kostnadsstruktur. En kan gjennom ulike tiltak effektivisere driften i selskapet og dermed redusere kostnadene. Dette innebærer at en gjennom kostnadsstrukturen oppnår konkurransefortrinn. Kostnadsbaserte konkurransefortrinn er av varierende grad og avhenger av strukturen i bransjen. Eksempler kan i denne sammenheng være stordriftsfordeler, teknologi, tilgang til råvarer eller produksjonsutstyr.

HRG er som nevnt tidligere i utredningen bundet til norske avtaler, de er dermed forpliktet til å tilby norske lønns- og personalvilkår på sine seilinger langs norskekysten. Denne kostnaden anslås til å ligge i overkant av 3 ganger høyere enn eksempelvis internasjonale rederiers lønns- og personalkostnader (Norum, 2010). Explorercruise -virksomheten er ikke bundet av norske avtaler, og kan i så måte operere på "like" vilkår som sine konkurrenter. Dette innebærer store reduksjoner i lønns- og personalkostnader, da det i hovedsak benyttes besetning fra Filippinene (Norum, 2010). Ved konkurranse på like vilkår har HRG visst seg å

være kostnadseffektiv i sin drift. Skipene i Antarktis driftes gjennomsnittlig med 0,3 ansatt pr. passasjer, mens andre mindre konkurrerende skip antas å ha 0,75. Hurtigruten norskekysten har 0,2 ansatte pr. passasjer, noe som gjenspeiles av størrelsen (Norum, 2010).

Når det gjelder kostnader generelt så vil avtalen med GRESS-gruppen fremstår som en positiv ressurs. Denne avtalen har etter tidligere års manglende innkjøpsamarbeid samlet selskapets varekjøp i en helhetlig innkjøpsavtale. Dette ser vi på som en positiv effekt, da kostnadene i stor grad vil kunne reduseres gjennom store kvantumskjøp. Det er imidlertid ikke noen konkurransefordel sammenlignet mot internasjonale rederier. Hurtigruten er bundet til helårig drift og det generelle prisnivået i Norge gjør den totale varekostnaden 3 ganger høyere sammenlignet med internasjonalt nivå (Norum, 2010).

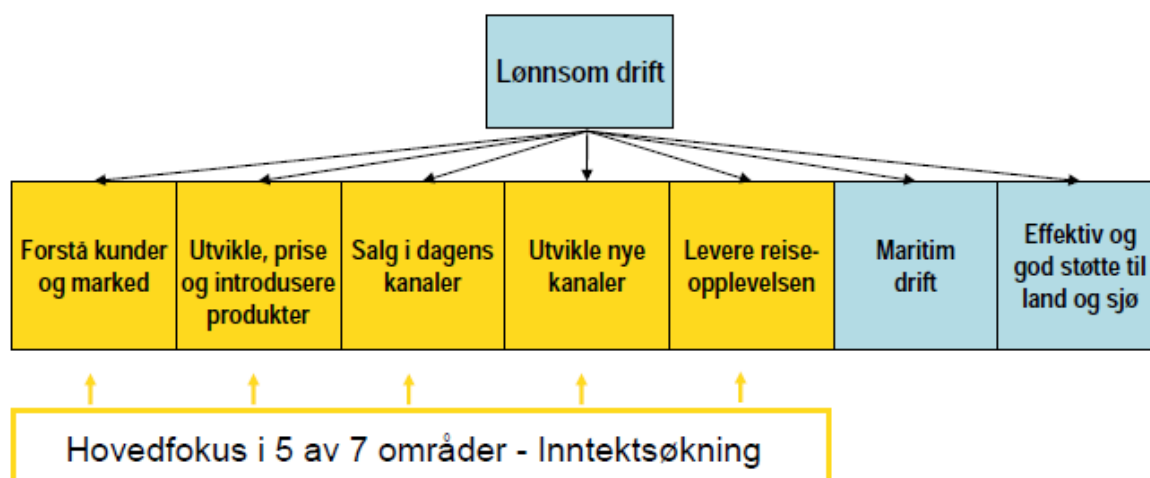
Som tidligere nevnt er drivstoffkostnadene markedsstyrt. En varierende oljepris vil i stor grad påvirket selskapets lønnsomhet siden drivstoffkostnadene utgjør en betydelig del av de totale kostnadene. Siden oljeprisen er konjunkturutsatt og prisene reguleres av markedet, vil effektivisering av drivstoffinnkjøp i liten grad muliggjøres. HRG har en risikostyringspolicy hvor det forsøkes å sikre 20-60 % av forventet drivstofforbruk 4-6 kvartaler fremover i tid (HRG årsrapport, 2009). Dette foretas gjennom terminkontrakter, og gjør kostnadene mer forutsigbare.

Det som i de seneste år har vist seg å være fasiten for HRG er at de totale kostnadene har oversteget de totale inntektene. Dette får en til å stille spørsmål om hvorvidt kostnadsstrukturen i selskapet har ført til en ineffektiv drift. Som en konsekvens av de svake resultatene har selskapet igangsatt og gjennomført flere tiltak.

Selskapet har startet kostnadsforbedringsprogrammet "Ny struktur" som skal gi en årlig besparelse på 150 MNOK med full effekt fra 2. kvartal 2010. Besparelsene skal hovedsakelig komme av sentralisering og organisatoriske endringer innenfor salgs-, markeds-, og administrasjonsfunksjoner. Personalkostnader skal ned som følge av en nedbemanning av 210 årsverk, tilsvarende 71 MNOK. Markeds- og andre kostnader skal reduseres med 79 MNOK gjennom sentralisering av sentrale tjenester og nytt booking system. (HRG emisjonsprospekt, 2009).

De har også startet inntektsforbedringsprogrammet "Svart belte" som blant annet har som mål å øke salgsinntektene i måneder med lavt belegg, samt øke skipenes ombordsalg. Sammen

skal dette gi forbedringer i driftsresultatet, noe som vi vil si var et nødvendig og positivt tiltak for selskapet. Under i figur 4.8 er ”Svart belte” oppsummert.



Figur 4.8: Presentasjon av ”Svart belte”. Kilde: HRG 1.kvartalsrapport, 2008.

Innovasjon

Det å gjøre en nyskaping eller foreta en nyutvikling er å betrakte som en innovasjon. Det er to hovedtyper av innovasjoner, produkt- og prosessinnovasjon. Innovasjoner kan gi utslag i et selskaps muligheter for prissetting og/eller økning i salgsvolum. Produktinnovasjon er når det utvikles og skapes et helt nytt produkt for verden, eller har betydelige attributter i forhold til et eksisterende produkt. Prosessinnovasjoner omhandler forbedringer eller nye måte å skape et produkt på, og hvordan overleveringen av produkt til kunde skjer. Dette kan være med på å senke enhetskostnadene og gjøre produktet mer attraktivt i markedet.

Innenfor HRG har vi den siste tiden sett flere innovasjoner i relasjon til produktet. Arbeidet med å skape egne samt knytte til seg lokale aktiviteter, har resultert i et økt tilbud ombord, og flere typer utflukter både til vanns og på land. Et resultat av dette er å selge reiser og aktiviteter sammen i mer rendyrkede tema- og opplevelsespakker for å skape helt unike opplevelser. Denne type innovasjon skal også gjøre produktet mer attraktivt, kanskje spesielt for yngre målgrupper som tidligere har betraktet produktet som ”for rolig”.

Fra februar 2011 starter HRG egne charterflygninger med fly fra London til Tromsø etter gode erfaringer med lignende fra det tyske markedet (NRK Nordland, 2010). Dette er et ledd i å utvikle nærheten til nordlyset og naturen for kundene uten kompliserte ruteflygninger. Dette kan også sees på som en prosessinnovasjon for kunder.

HRG søker kontinuerlig å forbedre sine enhetskostnader. Selskapet forsøker å ha fokus på å bidra til teknologisk utvikling ved aktiv deltagelse. Utskifting av propeller på enkelte skip i 2009 har gitt betydelig effekter når det gjelder energi reduserende tiltak (HRG årsrapport, 2009). Gjennom et samarbeid med Det Norske Veritas i 2008, ble det forsket på alternative rensemetoder for CO₂ og NO_x utslipp (HRG årsrapport, 2008). Prosessen med å delta aktivt med forsknings- og utviklingsinstitusjoner har resultert i betydelige reduksjoner av utslipp, spesielt NO_x, men også andre energisparende tiltak. Selskapet er opptatt av å ha en skipsflåte av høy standard og moderne løsninger for å kunne levere stabile rammer for reisen. Fra 1990-tallet ble det igangsatt utskifting av skipsflåten. Bygging av skip foretas av ulike verft og som tidligere nevnt stiller HRG krav. For å få kontrakter stilles det krav knyttet til teknologiske innovasjoner som kan gi forbedrede skip og kostnadsstruktur. Høy forhandlingsmakt ovenfor leverandører gjør at det kan forventes at HRG vil ta i bruk prosessinnovasjoner.

Kvalitet

Kvalitet kan defineres som de egenskaper ved et produkt og/eller tjeneste som er viktige for brukeren. Kvaliteten bedømmes ofte etter produktets/tjenestens innhold og service, og kan i korte trekk beskrives ved at en møter eller overgår kundenes forventninger.

HRG har høstet internasjonal anerkjennelse som ”Verdens vakreste sjøreise”, de har mottatt flere priser for sine produkter og innledet verdifulle samarbeid med ulike aktører. Hurtigruten norskekysten har blant annet vunnet kåringer som; Verdens beste båtreise i Lonely Planets Blue List 2006, Best Specialist Cruise Company i Travel Weekly Globe Awards i 2007 og 2009, de ble også kåret til Best Niche Cruise i British Travel Awards 2008. Selskapet innledet i 2009 et samarbeid med TV- og magasiningiganten National Geographic, denne internasjonale oppmerksomheten bevitner om et produkt av høy klasse og kvalitet. Cruisebransjen generelt kjennetegnes ved høy grad av service og høflighet blant besetningen. På Norsk Kundebarometers målinger (2010) har selskapet de siste årene oppnådd høy kundetilfredshet.

For HRG er også nærhet og kunnskap et viktig element. For å yte god service står derfor opplæring og videreføring av årelang kunnskap sentralt blant de ansatte. HRG har som tidligere nevnt et godt samarbeid i forbindelse med lærlingplasser, vi ser på denne rekrutteringen som et kvalitetstegn da selskapet er med på å forme og utvikle potensielt fremtidige ansatte.

Det er målrettet fokus mot å tilfredsstille kundenes behov gjennom en bred og variert meny. Råvarer fra inn- og utland kvalitetssikres av skipenes kokker, og variasjonen i måltidene tilrettelegges spesielt etter årstidene. En viktig del av servicen er derfor å kunne tilby noe av det beste Norge har av råvarer til enhver tid.

Gjennom et bredt spekter av ulike arrangementer, kan en si at HRGs produkter har attributter som tiltaler enhver. De tilleggsprodukter som tilbys holder høy kvalitet, og arrangeres i mange tilfeller av lokale nisjeleverandører med ekspertise på sitt felt. Dette er med på å forme det totale inntrykket og fremme kvalitet i alle ledd.

Selskapet har tidvis vært plaget av flere utbrudd av et noro-virus som gir symptomer på omgangssyke. Selskapet har iverksatt flere tiltak, og det er viktig å bevise at det er tilstrekkelig kvalitet ombord for å unngå det i fremtiden. Hvis ikke kan det svekke merkevaren på sikt (Aftenposten.no, 2010).

Kundeorientering

Handler om å identifisere og tilfredsstille kundenes behov med utgangspunkt i forhold som selskapet har med kunden og markedet. Når en kunde føler at han får større nytte av å benytte et selskap foran et annet kan det komme av god kundeorientering. Det kan komme av at et selskap enten direkte ved tidligere relasjoner har gjort en god jobb, eller at kunden sitter igjen med et generelt bedre inntrykk av et selskap enn dets konkurrenter.

HRG har kunder fra flere ulike land, med forskjellige språk. For å imøtekomme etterspørselen har selskapet flere markedsføringsavdelinger geografisk spredt i verden. Selskapet presenterer seg på flere språk på reiselivsmesser, via reisebyråer/agenter og med innpass i reiselivskataloger. Arbeidet med å opprette en felles bookingenhet er godt i gang. Der skal det være ansatte som takler kommunikasjon på de fleste språk, og som kan gi en klar tilbakemelding ovenfor kunden. I tillegg skal selskapet ha tidsriktige bookingsystemer i forhold til kunden, eksempelvis intuitiv og enkel nettbooking.

Ansatte ombord som innehar servicestillinger i kontakt med kunder er gitt språkopplæring for å unngå kommunikasjonsproblemer. Kundenes ønsker har blant annet resultert i nye konsepter knyttet til matservering, utvikling av temacruise med forelesere, og opplevelsesturer med det "lille ekstra". Selskapet er i denne sammenheng åpen for andre ønsker og videreutvikling.

SVIMA

Ressurser og kapabiliteter gir muligheter for et selskap til å skaffe seg konkurransefortrinn. Konkurransefortrinnene kommer fra de interne forutsetningene i selskapet, avdekket i KIKK, og gir forutsetninger for verdiskapning og god lønnsomhet. Et konkurransefortrinn må ha minst varig karakter for å gi betydning på lang sikt. Det er derfor viktig å identifisere hvilke ressurser som kan gi opphav for konkurransefortrinn av varig karakter. Et rammeverk for å gjøre en ressursbasert analyse er en SVIMA-analyse. SVIMA står for **S**jelden, **V**iktig, **I**kke-imiterbar, **M**obilisert og **A**ppropriert. Sjelden betraktes som at andre konkurrenter ikke har den samme ressursen i lignende grad. Viktige ressurser bør utgjøre en forskjell på inntekts eller kostnadssiden. Når en ressurs er ikke-imiterbar kan den ikke frembringes av andre konkurrenter. Mobilisert er at en ressurs er utnyttet og omsatt til verdiskapning. Er ressursen appropriert vil verdien bare kunne realiseres av selskapet.



Figur 4.9: Klassifisering av ressurser. Kilde: Jakobsen og Lien (2001).

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

Tabell 4.2: Utfall for en SVIMA-analyse. Kilde: Jakobsen og Lien (2001).

Ressurs 1 – Merkenavn

Selskapet eier rettighetene til de registrerte merkenavnene "Hurtigruten" og "Verdens vakreste sjøreise" (Norum, 2010). "Hurtigruten" er et av de sterkeste merkenavnene i Norge (OVDS årsrapport, 2004), og fremstår som et av landets sterkeste merkevarer internasjonalt (Boarding.no, 2008). Nettopp det sterke merkenavnet og eierskapet til det er antageligvis et av selskapets viktigste konkurransefortrinn i dag. "Verdens vakreste sjøreise" eies på lik linje med "Hurtigruten" og eierskapet finnes på flere forskjellige språk. De har opprettet internettdomener for alle mulige kombinasjoner for sine merkevarer. Meget få, og ingen direkte konkurrenter, innenfor cruisebransjen har et tilsvarende stekt merkenavn. En slik ressurs kan gi positive effekter fra markedet. Det kan øke interessen og salget, samt forsvare en høyere pris på selskapets produkter. Siden ressursen er et resultat av historien, omdømme og produktet lar det seg vanskelig kopiere av andre. Derimot kan andre selskaper bygge et konkurrerende merkenavn, men det er ofte tids- og kostnadskrevenende. Selskapets merkenavn bidrar i dag betydelig i etterspørselen av dets produkter. Ved å videreutvikle merkenavnene kan ressursen styrkes, og øke den fremtidige verdiskapningen. Verdien av merkenavnene tilfaller utelukkende selskapet. Omdømme kan dessuten gi økt betalingsvillighet hos en kunde og dermed økt lønnsomhet for selskapet.

Ressurs 2 – Salgs- og distribusjonskanaler

Eget sentralisert bookingsenter, markedsføringsavdelinger i flere land og innpass hos reisebyråer og reisekataloger gjør at salgs- og distribusjonskanalene er et konkurransefortrinn. Først og fremst mot aktører som vil etablere seg, men også etablerte. Disse kanalene er ikke sjeldne, men gir en verdi i form av det å være synlig og tilgjengelig for potensielle kunder. De er ikke umulig å bygge opp, men kan kreve betydelige ressurser gjennom investeringer og forhandlinger, samt være tidskrevenende. Kanalene gir etterspørsel og utfører salg av selskapets produkter. HRG eier noen av kanalene, og de fleste andre kanalene gir kun verdi for selskapet. Ressursen er delvis approprierbar siden konkurrenter og substituer kan dra nytte av dens intensjon ovenfor kunder.

Ressurs 3 – Humankapital

De ansatte er en av de viktigste ressursene til selskapet. I en servicenæring er kvalifisering, gjerne i kombinasjon med erfaring avgjørende ved kontakt med kunder. De ansatte besitter også førstehåndskunnskap innenfor flere felt som for eksempel historie, kultur, kunder og om farvannet skipene ferdes i. HRG satser på utvikling av både egne og potensielt fremtidige

ansatte ved å tilby kurs, lærlings og ledelsesprogrammer samt etterutdanning. Humankapital er ikke på noen måte en sjelden ressurs, den er derimot svært viktig for den operative driften. Ressursen er i noen grad imiterbar, men også veldig unik. Gjennom de ansattes arbeid bidrar deres ressurser til en verdiskapning for selskapet, og kan i så måte klassifiseres som appropriert.

Ressurs 4 – Hurtigruteavtalen

Relasjon som har oppstått mellom selskapet og staten som følge av avtalen er en viktig ressurs. HRG leverer sjøtransporttjenester langs norskekysten og er således en svært viktig ressurs for distriktene, og en av de direkte årsakene for avtalen med staten. Deres internasjonale markedsføringsarbeid bidrar også i stor grad til å fremme Norge som et attraktivt reisemål for turister, noe Norge indirekte nyter godt av. Avtalen er en ressurs fordi den gir et økonomisk bidrag til driften, og skaper barrierer mot nyetablering. På den andre siden kan det være vanskelig å klassifisere den som en ressurs fordi avtalen har åpenbare forpliktelser. Ressursen må kunne sies å være sjelden, og fremstår fortrinnsvis som verdifull. Den er heller ikke-imiterbar men tidsbegrenset. Dette innebærer at andre aktører kan ”vinne” en slik avtale i fremtiden og således imitere den. Om avtalen lar seg mobilisere er vanskelig å avgjøre, dette fordi den direkte verdien er komplisert å definere. Verdien skal i hovedsak tilfalle HRG og samfunnet. Eventuelle ringvirkninger kan tilfalle konkurrenter, men dette er vanskelig å verifisere.

Ressurs 5 – Skipsflåte

HRG besitter en flåte bestående av moderne skip, og kan betegnes som en fysisk ressurs. Uten denne ressursen ville det ikke vært mulig å drive virksomhet for selskapet. For produktområdet Hurtigruten norskekysten, er skipene spesialbygd. Et skip i seg selv er ikke sjelden, men en så tilpasset flåte finnes pr. 2.kvartal 2010 ikke ifølge selskapet (Norum, 2010). Skipene lar seg lett imitere ved nybygg. Ressursen er mobilisert siden den står for det mest av verdiskapningen i selskapet. Den er også appropriert fordi verdiene tilfaller selskapene i sin helhet.

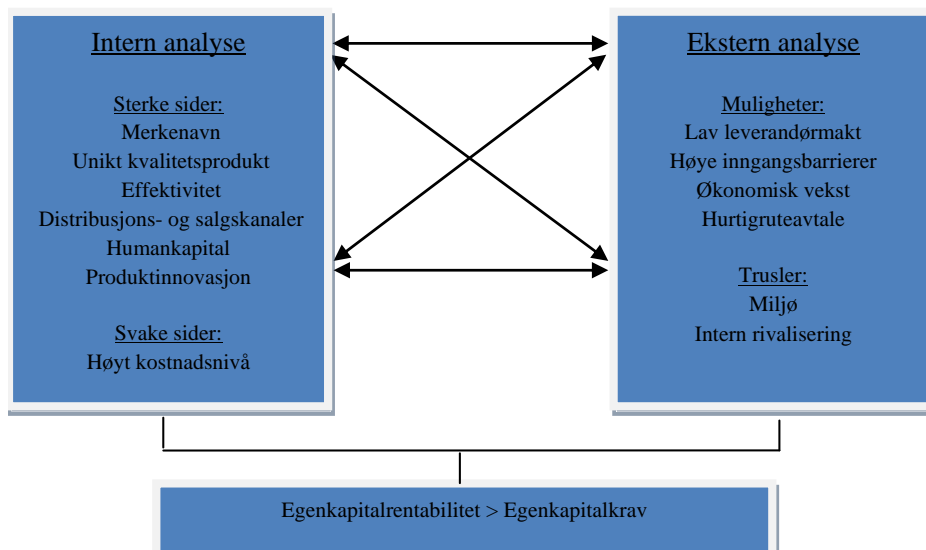
	Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Utfall
Ressurs 1	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig fortrinn
Ressurs 2	Nei	Ja	Delvis	Ja	Delvis	Paritet
Ressurs 3	Nei	Ja	Delvis	Ja	Ja	Paritet
Ressurs 4	Ja	Ja	Nei	Delvis	Ja	Midlertidig fortrinn
Ressurs 5	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn

Tabell 4.3: Oppsummering og klassifisering av ressurser.

Ut fra SVIMA – analysen oppsummert i tabell 4.3 vil vi si at selskapets merkenavn er den viktigste ressursen, men også hurtigruteavtalen og skipsflåten er betydningsfulle. Helhetlig kan disse ressursene være gode konkurransefortrinn for å øke verdiskapning og lønnsomhet, og dermed skape superprofitt.

SWOT- Oppsummering av strategisk analyse

Vi har gjennom våre eksterne og interne analyser kommet frem til en samlet strategisk analyse. Den vil vi oppsummere stikkordsmessig i et SWOT rammeverk presentert i figur 4.10 under. Som vi ser av SWOT figuren under presenterer vi HRGs sterke - og svake interne sider samt eksterne muligheter og trusler.



Figur 4.10: SWOT-oppsummering. Kilde: Knivsflå (2006).

Vår konklusjon av den strategiske analysen er at selskapet på sikt har mulighet for å oppnå superprofitt. Dette på bakgrunn av selskapets ressurser, hvor merkenavnet fremheves som særdeles viktig. Denne ressursen har vi klassifisert som et varig konkurransefortrinn. Andre konkurransefortrinn er mer av midlertidig karakter, de er svært viktige for selskapet, men det

må forventes at konkurrenter kan anskaffe like eller bedre fortrinn. Det største konkurransehinderet er for HRG det høye kostnadsnivået i Norge, og dets mulighet til å ikke konkurrere på like vilkår som konkurrentene.

Hurtigruteavtalen gir et konkurransefortrinn da den er grunnlaget for driften av den daglige kystruten. Det er et midlertidig konkurransefortrinn grunnet dens tidsbegrensning. Høye inngangsbarrierer beskytter selskapet for konkurranse fra nyetablering og gir muligheter for fremtidig vekst. Lav leverandørmakt gir rom for høyere vekst i inntekter enn kostnader. Rivalisering innad i bransjen kan i noen grad påvirke selskapets fremtidige lønnsomhet gjennom konkurranse. Miljøet kan sette begrensninger for virksomheten, både kostnadmessig og muligheten for produktutvikling.

På sikt vil det være sannsynlig å anta at cruisenæringen så vel som HRG går inn i en såkalt ”steady state”. Ifølge professor Thore Johnsen ved Norges Handelshøyskole, vil det resultere i at egenkapitalrentabiliteten ikke vil være signifikant høyere enn egenkapitalkravet. , jfr. teori om mean reversion (Johnsen, 2008).

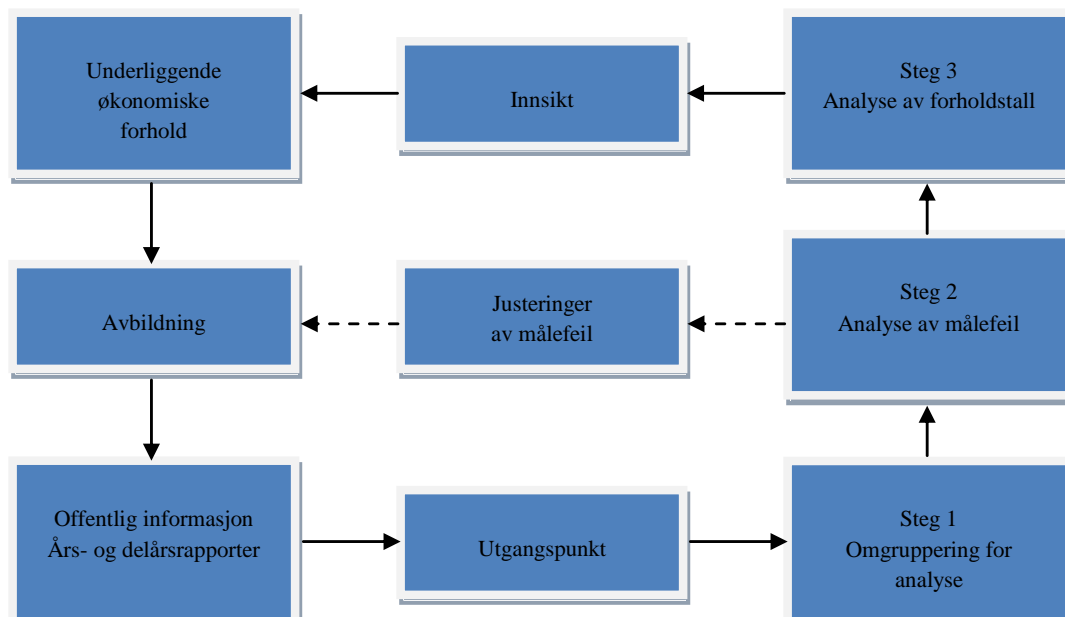
Kapitale 5 – Regnskapsanalyse

Vårt formål med denne regnskapsanalysen er å få innsikt i de underliggende økonomiske forholdene til HRG. Analysen baseres på bakgrunn av offentlig tilgjengelige årsrapporter og annen informasjon fra selskapet. Analysen tar utgangspunkt i forelesningsnotater i fagene *Strategisk regnskapsanalyse* (Knivsflå, 2008) og *Regnskapsanalyse og verdsettelse* (Knivsflå, 2008) / *Bedriftsverdsettelse og strategisk regnskapsanalyse* (Kinserdal, 2010). Vi har også benyttet Hoff (2005) og Dahl et al. (1997) for å underbygge og forklare analysen. Sentralt i denne analysen vil være å se selskapets utvikling i analyseperioden. Ved å knytte den sammen med den strategiske analysen søker vi en forståelse og et grunnlag for å estimere selskapets fremtidige kontantstrømmer.

Vi vil ikke se på hvert enkelt produktområde, men istedenfor benytte konsoliderte regnskaper gjengitt i års- og delårsrapporter fra selskapet. En regnskapsanalyse på hvert av produktområdene ville vært det mest optimale for å forstå de underliggende økonomiske forholdene. Grunnet manglende informasjon vil en slik analyse vanskelig la seg gjøre. Konsoliderte regnskap benyttes på bakgrunn av at de er mest praktisk i forhold til den rapportering selskapet foretar.

Avgjørende for valg av lengden på analyseperioden er selskapets stabilitet og dets sammensetning i forhold til dagens situasjon, samt tilgangen på regnskaper. Analyseperioden vi har valgt er fra 2005 til 2009. For 2005 og 2006 benyttes det konsoliderte proforma regnskaper fra OVDS, TFDS og HRGs egne med start fra 1. mars 2006. Regnskapene frem til 2009 inneholder en del støy. Støyen fremkommer som følge av en restrukturering hvor salg av virksomheter knyttet til ferger, hurtigbåter, hoteller og et reisebyrå er gjennomført. Rammeverket vi har valgt for regnskapsanalysen er stegvis forklart i figur 5.1 lenger ned.

For å få en bedre innsikt ved regnskapsanalysen av HRG ønsker vi å gjøre en sammenligning med andre selskaper. Vi finner ingen tilsvarende selskaper som er i direkte konkurranse med HRG. Istedenfor har vi valgt selskapene DFDS A/S, Finnlines Oyj og Tallink Grupp. Disse er valgt på bakgrunn av relativt like karakteristikk og omsetning i sin virksomhet, men henvender seg til forskjellige segmenter og geografiske markeder. Årsrapporter fra disse selskapene er benyttet i utarbeidelsen av forholdstall til analysen, se appendiks.



Figur 5.1: Rammeverk for regnskapsanalyse. Kilde: Knivsflå (2006).

Presentasjon av historiske regnskap

Dette avsnittet presenterer HRGs historiske regnskaper fra 2005 til 2009. Vi har ikke foretatt noen trailing for regnskapsåret 2009, da foreløpig årsregnskap ble presentert så tidlig som 18.februar 2009. Vi har som nevnt over valgt å anvende proforma regnskap og balanse for årene 2005 og 2006. Denne er presentert i HRGs årsrapport for 2007. Regnskapsmessig legger disse regnskapene til grunn at fusjonen mellom OVDS og TFDS ble gjennomført i 2004, slik at det ikke er noen regnskapsmessige effekter som berører selskapet i vesentlig grad i årene før fusjonen ”virkelig” fant sted. Det er imidlertid ikke utarbeidet noter, og inndelingen av kostnads-, inntekts- og balansepostene er relativt grov. Dette gjør at analysen av forholdstall og tilhørende forklaring på bevegelser i verdidriverne, på best mulig måte er presentert ut fra tilgjengelig informasjon. Regnskapene følger norsk regnskapslov og god regnskapsskikk. Regnskapene er revidert av PriceWaterhouseCoopers som er selskapets revisor.

Resultatregnskap:

År	2 005	2 006	2 007	2 008	2 009
Salgsinntekter	2 602 618	2 806 482	2 847 010	2 846 100	2 803 782
Kontraktinntekter	858 507	893 498	979 037	622 575	586 069
Sum driftsinntekter	3 461 125	3 699 980	3 826 047	3 468 675	3 389 851
Personalkostnader	-1 404 769	-1 460 798	-1 448 343	-1 002 285	-975 039
Avskrivninger og nedskrivninger	-473 190	-475 267	-455 635	-565 413	-359 714
Andre driftskostnader	-1 801 516	-1 763 639	-1 927 954	-2 176 079	-1 957 323
Andre(tap)/gevinster- netto	76 616	52 628	-30 167	18 359	-1 993
Driftsresultat	-141 734	52 904	-36 052	-256 743	95 782
Finansinntekter		142 930	154 086	145 367	103 294
Finanskostnader		-272 730	-371 170	-418 032	-316 696
Netto finanskostnader	-91 962	-129 800	-217 084	-272 665	-213 402
Andel resultat i tilknyttede selskap			29 580	15 701	22 475
Resultat før skattekostnad for videreført virksomhet	-233 696	-76 896	-223 556	-513 707	-95 145
Skattekostnad for videreført virksomhet	74 713	19 627	55 870	178 052	31 404
Årsresultat for videreført virksomhet	-158 983	-57 269	-167 686	-335 655	-63 741
Resultat før skattekostnad for ikke videreført virksomhet	-230 880			-172 486	66 666
Skattekostnad for ikke videreført virksomhet	39 042	-78 764		51 238	-10 013
Årsresultat	-350 821	-136 033	-167 686	-456 903	-7 088

Tabell 5.1: Konsoliderte resultatregnskap pr. 31. desember. Kilde: HRG årsrapporter (2005-2009)

Vi har grunnet mangel av noter til proformaregnskapet, ikke kunne splitte finanspostene i inntekter og kostnader slik det fremgår av resultatoppstillingen for året 2005. Vi har i utgangspunktet samme problemstilling i forbindelse med finanspostene for 2006. Men har i den sammenheng valgt å anvende konsolidert resultatregnskap for 2006 som mal, og deretter justert netto finanskostnader i inntekter og kostnader på bakgrunn av det. Dette vil ikke gi en helt nøyaktig oppstilling da konsolidert resultatregnskap for 2006 er gjeldene fra 1.mars. Samtidig vil fordelingen og justeringen danne et bedre grunnlag for videre analyse av forholdstall.

Balanse:

EIENDELER	2 005	2 006	2 007	2 008	2 009
Anleggsmidler					
Varige driftsmidler	5 802 921	5 564 552	5 646 381	3 942 462	4 347 691
Immatrielle eiendeler	330 422	313 247	339 681	196 396	247 817
Utsatt skattefordel				101 548	53 862
Investering i tilknyttede selskap	88 555	86 762	111 235	28 466	136 478
Derivater	70 441	68 854	6 715		
Langsiktige fordringer og investeringer	42 265	41 876	42 183	34 785	62 312
Sum anleggsmidler	6 334 604	6 075 291	6 146 195	4 303 657	4 848 160
Omløpsmidler					
Varer	66 646	74 974	80 774	67 784	75 340
Kundefordringer	453 193	476 021	432 040	482 415	361 988
Derivater			41 371	72 230	8 537
Kontanter og kontantekvivalenter	813 082	862 085	1 013 749	414 237	800 116
Sum omløpsmidler	1 332 921	1 413 080	1 567 934	1 036 666	1 245 981
Eiendeler holdt for salg				1 592 353	110 748
Sum eiendeler	7 667 525	7 488 371	7 714 129	6 932 676	6 204 889
EGENKAPITAL					
Egenkapital tilordnet selskapets aksjonærer					
Innskutt egenkapital	1 175 186	1 045 512	1 324 033	1 024 594	1 151 947
Annen egenkapital ikke resultatført	5 627	5 023	11 665	11 628	106 612
Opptjent egenkapital/(udekket underskudd)	474 377	413 506	225 887	-89 414	111 892
Sum egenkapital tilordnet selskapets aksjonærer	1 655 190	1 464 041	1 561 585	946 808	1 370 451
Minoritetsinteresser	225 707	192 357	226 479	216 245	286 424
Sum egenkapital	1 880 897	1 656 398	1 788 064	1 163 053	1 656 875
GJELD					
Langsiktig gjeld					
Lån	3 712 808	4 143 287	4 231 581	48 794	3 687 543
Utsatt skatt	292 018	329 786	253 312	39 783	25 099
Pensjonsforpliktelser	166 868	190 079	177 172	126 270	117 739
Derivater				58 007	15 766
Andre avsetninger for forpliktelser	173 044	6 285	6 116	5 950	5 783
Sum langsiktig gjeld	4 344 738	4 669 437	4 668 181	278 804	3 851 930
Kortsiktig gjeld					
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	1 043 515	1 054 748	1 218 974	505 074	529 297
Betalbar skatt	13 611	13 831	14 298	16 023	7 484
Derivater	24 953	25 716	23 971	100 952	20 739
Lån	52 176	56 870		3 371 188	13 884
Andre avsetninger og forpliktelser	307 635	11 371	641	30 000	15 000
Sum kortsiktig gjeld	1 441 890	1 162 536	1 257 884	4 023 237	586 404
Gjeld knyttet til eiendeler holdt for salg				1 467 582	109 679
Sum gjeld	5786628	5831973	5926065	5769623	4548013
Sum egenkapital og gjeld	7667525	7488371	7714129	6932676	6204888

Tabell 5.2: Konsoliderte balanseregnskap pr. 31. desember. Kilde: HRG årsrapporter (2005-2009)

På lik linje med resultatregnskapet manglet det noter for postene i 2005 og 2006. Vi har imidlertid valgt å benytte den konsoliderte balanseoppstillingen for årene 2006-2009 da denne oppstillingen er lik proforma oppstilling og noter tilgjengelig. For 2005 har vi lagt den detaljerte balansen i 2006 som grunnlag og dermed fordelt eiendeler, gjeld og egenkapital

etter de samme postene. Vi kalkulerte forholdsstørrelser med utgangspunkt i balansen for 2006, noe som deretter er blitt anvendt i balansen for 2005. Dette for å kunne detaljplassere proforma balansen for 2005 på en best mulig måte uten å måtte utelate sentrale poster som senere anvendes i omgruppering og analyse.

Omgruppering

I vår utredning ønsker vi å presentere et godt verdiestimat for egenkapitalen. Ved å foreta en omgruppering kan en identifisere underliggende verdidrivere som gir forklaring på egenkapitalrentabiliteten. Vi søker å oppnå god innsikt i verdien og inntjeningssevnen til egenkapitalen for dagens og fremtidige forhold. Regnskapsoppstillingene er etter både NGAAP og IFRS sterkt kreditorientert. Det vil si at oppstillingen fokuserer på likviditet og forfallstiden til gjelden. Ved å endre til et mer investororientert perspektiv deles det inn i drifts- og finansieringsposter, og om de er normale eller unormale. Dette gir en oppstilling som er mer sentrert til kildene for verdiskapningen og om den er normal.

Regnskapene som er utgangspunktet for analysen vil ikke endres etter en omgruppering. De er derimot mer tilrettelagt etter en omgruppering og eventuelle justeringer, og vil da fremstå som mer orientert i forhold til en investororientert forholdstallanalyse. En omgruppering kan ifølge Penman (2007) foretas gjennom fire steg, og eventuelle justeringer.

Steg 1 – Eventuelt avsatt utbytte som egenkapital:

Et foreslått utbytte blir i noen regnskapsstandarder avsatt som kortsiktig gjeld. I andre regnskapsstandarder som IFRS blir det ikke avsatt noe, og egenkapitalen blir derfor redusert ved betalt utbytte. Argumenter for å omgruppere et eventuelt avsatt utbytte fra kortsiktig gjeld til egenkapital er avhengig hva som defineres som gjeld. Det er to syn, der det ene er når et selskap skal betale gjelden til noen utenfor virksomheten, altså eierne. Det andre er mer investororientert hvor eiere verken kan ha fordring eller gjeld til seg selv, altså de eier pengene uansett (Knivsflå, 2006). Frem til generalforsamlingen har godkjent å betale utbytte blir det klassifisert som kortsiktig gjeld til eierne.

Steg 2 – Dirty surplus som resultatelement:

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 inntekter ført direkte mot egenkapitalen, dirty surplus. Når det ikke blir regnskapsført i det hele tatt kalles det hidden dirty surplus (Knivsflå, 2006). De fleste regnskapsstandarder tillater

å føre direkte mot egenkapitalen når det er feil i tidligere års regnskaper samt andre verdiendringer som er i samsvar med god regnskapsskikk. Dirty surplus er som regel for et rederi gevinst/tap i forbindelse med valutatransaksjoner, markedsrelaterede omløpsmidler, sikringsinstrumenter og endringer av fremtidige pensjonsforpliktelser.

Steg 3 – Normalt kontra unormal resultat:

Normalt resultat er det som fremkommer av varige og permanente størrelser, og som forventes å videreføres periode etter periode. Unormale eller transitoriske er de som kun kommer en eller et begrenset antall ganger, og som dermed er av lav relevans for fremtiden. Det er derfor i en omgruppering viktig å omgruppere og/eller justere de poster som en anser å ikke være av relevant betydning i forbindelse med fremskrivningen. Unormale poster skaper støy i analysen, noe som dermed kan forstyrre fremtidige estimater.

Steg 4 – Drifts- kontra finansieringsposter:

Ved å sette klare skiller i resultatregnskapet for drifts- og finansieringsposter kan en si noe om kildene til verdiskapningen. Ved å gjøre denne grupperingen vil en finne ut hvilken avkastning driften gir, og hvor stor kostnaden av finansieringen er. På lik linje med unormale poster vil finansieringsposter kunne gi et uriktig bilde og derfor skape støy i analysen.

Vi har i vår analyse valgt å fokusere på det som tilsatt vil være gjenstand for den endelige verdsettelsen. Grunnet vårt valg av historiske regnskaper, hvor proforma resultat og balanse er anvendt som datagrunnlag, har vi valgt å rette vårt fokus mot EBITDA. Det er derfor i denne utredningen lagt til grunn at omgrupperingen gjennomgående relateres kun til to av Penmans fire steg. Dette fordi noter tilhørende proforma regnskap ikke er tilgjengelig, og oppdelingen av poster i resultat og balanse er relativt grove.

Vi vil derfor ikke forsøke å bryte tallmaterialet mer ned enn nødvendig. En kan da i stor grad risikere å pynte/forvrengte de faktiske forhold til det ugjenkjennelige, og omgruppert/justert tallmateriale vil følgelig ikke representere den virkelige verdiskapning.

Identifisering av drifts- og finansieringsposter i resultatregnskapet

Det er i den videre analysen ønskelig å fremstille regnskapet på en slik måte at en presenterer de forhold som er selskapets kilder til verdiskapning. Vi får denne oversikten når vi skiller finansieringsposter ut fra driftsresultatet. Vi har identifisert tre typer av finansrelaterte inntekter/kostnader som etter vår mening bør trekkes ut fra driftsresultatet da de representerer finansposter, og dermed ikke bidrar direkte til verdiskapning. For året 2005 velger vi å ikke justere eller trekke ut noen poster da tilgjengelig informasjon kun relateres til proforma resultatoppstilling og derfor ikke gir oss en god nok beskrivelse av enkeltposter. For 2006 er konsolidert regnskap benyttet som en mal for hvilke poster som kan justeres. Det vil ikke være fullstendig nøyaktig ettersom vi har proforma regnskap som grunnlag, men vi velger på bakgrunn av små forskjeller i regnskapene å utføre enkelte justeringer for å danne et best mulig bilde for året 2006.

Valutagevinst:

Ved gjennomgang av notene tilhørende resultatregnskapet velger vi å trekke ut valutadifferanser som er inntektsført/kostnadsført i resultatregnskapet. Denne posten inneholder inntekter og/eller kostnader i forbindelse med valutahandel for selskapets transaksjoner i annen valuta enn NOK. Da denne posten er av finansiell art har vi derfor valgt å trekke den ut av driftsresultatet og omklassifisert den som en finanspost. Beløpet svinger fra år til år, og avhenger helt og holdent av hvorvidt det er fortsatt foretninger i annen valuta. Slike foretninger omhandler i hovedsak handel i valutaen EURO, men også i USD. Vi mener på bakgrunn av dette at en slik post kan og bør omklassifiseres og derfor ikke inkluderes i driftsresultatet.

Pensjon:

Gjennom selskapets personalkostnader har vi valgt å trekke ut enkeltelementer fra pensjonsberegningen. Det er i denne sammenheng rentekostnader av påløpte pensjonsforpliktelser på kostnadssiden. Vi velger også å trekke ut forventet avkastning på pensjonsmidler og inntekter i forbindelse med planendringer. Da poster som disse representerer inntekter/kostnader i forbindelse med personell og i så måte varierer i stor grad fra år til år, kunne vi valgt å justere en slik type post og samtidig beholde den i driftsresultatet. Vi er imidlertid av den oppfatning av at dette er finansrelatert og velger derfor å trekke dem ut. Samtidig vil en eventuell justering gi et unøyaktig bilde for fremtidige prognoser og på den måten figurere som støy.

Andre driftskostnader:

HRG har i sin resultatoppstilling valgt å inkludere kostnader forbundet med valutatransaksjoner i posten andre driftskostnader. På lik linje med overnevnte valutagevinster har velger vi å trekke denne posten ut av driftsresultatet da vi mener det er en finanskostnad.

Normalisering av resultatregnskapet

Videre i omgrupperingen velger vi å trekke ut enkelthendelser som vi anser som unormale. Slike poster kan som nevnt tidligere være diskontinuerlige, ekstraordinære eller andre unormale poster som ikke vil være relevant ved fremskrivning. Det er riktignok ofte svært få hendelser i et regnskap som kan karakteriseres som ekstraordinære poster, da det stilles strenge krav til klassifisering. Gjennom analysen fant vi ingen poster som er direkte klassifisert som unormale, men velger likevel å trekke ut 4 typer av inntekter og kostnader fra EBITDA, da det etter vår mening vil være naturlig å anse disse som unormale for fremskrivningen.

Sluttvederlag:

HRG har i forbindelse med tidligere administrerende direktør Jan Kildals fratredelse inngått avtale om etterlønn og tilhørende pensjonsbidrag for årene 2006 og 2007. Denne posten er riktignok svært lav om en ser det helhetlige bildet, men vi velger likevel å trekke ut disse kostnadene på totalt 6,3 MNOK fra EBITDA da det kan argumenteres for at dette er engangsposter som i liten grad reflekterer det fremtidige kostnadsbildet.

NOx-kompensasjon:

Etter en reforhandling av tidligere nevnte hurtigruteavtale valgte staten som kjent å tilbakebetale selskapet 90 % av de kostnadene som oppsto i forbindelse med innføringen av NOx-avgiften i 2007. Selskapet kostnadsførte derfor 52 MNOK i 2007, som året etter ble ført som reduksjon i kostnader. Vi ser også denne posten som unormal og velger derfor å trekke den ut fra EBITDA da en slik post ikke er relevant for det normale kostnadsbildet.

Tap på kontrakter:

Tap på kontrakter knytter seg til avtale mellom HRG og Troms fylkeskommune om drift av hurtigbåter og fylkesveiferges. Kontrakten var av en slik art at det med bakgrunn i passasjerutviklingen ikke var anledning til å justere kontraktsinntektene. Tapet på 59,4 MNOK relaterte seg i stor grad til økning i drivstoffkostnader. HRG var bundet av avtalen og måtte derfor drive med underskudd. Virksomheten er avsluttet og vi velger derfor å trekke denne engangsposten ut fra EBITDA siden tapet relateres til ikke videreført virksomhet.

Gevinst/tap på salg av varige driftsmidler:

Selskapet valgte i 2006 å avvikle godsvirksomhet innen buss noe som medførte gevinst ved salg av tilhørende driftsmidler. Salg av eiendom i Tromsø ga også et positivt bidrag. Samlet for 2006 utgjorde salg og avvikling en gevinst på rundt 14 MNOK. Salgsgevinster på i overkant av 29 MNOK for 2007 knyttet i hovedsak til salg av hurtigruteskipene M/S Narvik og M/S Lyngen. Vi velger å trekke ut gevinstpostene fra EBITDA da slike gevinster ikke representerer en normal fremtidig utvikling.

Normalisert og justert historisk EBITDA

De justeringer og normalisering som er foretatt ovenfor gir oss den historiske normaliserte EBITDA presentert i tabell 5.3 nedenfor. Ved senere fremskrivning og prognostisering vil som tidligere nevnt de historiske størrelsene danne noe av grunnlaget. Det er imidlertid viktig å bemerke seg at effekten av avskrivning/nedskrivning utgjør en vesentlig forskjell fra det synlige rapporterte resultatet. Dette vil si at selve driften av selskapet kan synes å være bedre enn hva resultatet tilsier. Noe som derfor beskriver en situasjon hvor det for fremtiden kan antas at selskapet vil kunne bygge videre på en konkurransedyktig plattform. Dette er ikke en konklusjon, men snarere en forklaring på hvorfor selskapets EBITDA er en så sentral faktor i selve verdsettelsen.

Hurtigruten 1000 NOK	2005	2006	2007	2008	2009
Driftsresultat	-141734	52904	-36052	-256743	95782
Avskrivning og nedskrivning	473190	475267	455635	565413	359714
EBITDA	331456	528171	419583	308670	455496
Justeringer					
Valutagevinst- finanspost		-23876	5789	13287	-32065
Pensjon -finansposter		2073	-1115	-13371	-7312
Andre driftskostnader- finanspost			244	1897	-4220
Unormal post-sluttvederlag		3326	3000		
Unormal post - Nox kompensasjon			52000	-52000	
Unormal post-tap på kontrakter			59400		
Unormal post-gevinst/tap på salg av varige DM		-14838	-29432		
Historisk normalisert og justert EBITDA	331456	494856	509469	258483	411899

Tabell 5.3: Omgruppert EBITDA.

Omgruppering av balanse for investororientert analyse

Omgruppert balanse og tilhørende oversikt for sysselsatt kapital er gjengitt nedenfor i tabell 5.4 og tabell 5.5. Omgrupperingen er foretatt med hensyn til investororientert analyse ved at en skiller mellom drifts- og finansieringsposter. Denne oppstillingen gir oss en bedre oversikt over sentrale elementer som senere anvendes i forholdstall analysen.

Hurtigruten 1000 NOK	2005	2006	2007	2008	2009
Driftsrelaterte anleggsmidler	6334604	6075291	6146195	5880765	4927657
Langsiktig driftsrelatert gjeld	631930	526150	436600	225571	149070
Netto anleggsmidler	5702674	5549141	5709595	5655194	4778587
Driftsrelaterte omløpsmidler	519839	550995	512814	550199	437328
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	1364761	1079950	1233913	1065934	558054
Driftsrelatert arbeidskapital	-844922	-528955	-721099	-515735	-120726
Netto driftseiendeler	4857752	5020186	4988496	5139459	4657861
Egenkapital inkludert minoritetsinteresser	1880897	1656398	1788064	1163053	1656875
Langsiktig finansiell gjeld	3712808	4143287	4231581	206014	3703309
Finansielle anleggsmidler	0	0	0	15245	31251
Langsiktig netto finansiell gjeld	3712808	4143287	4231581	190769	3672058
kortsiktig finansiell gjeld	77129	82586	23971	4272104	137581
Finansielle omløpsmidler	813082	862085	1055120	486467	808653
Kortsiktig netto finansiell gjeld	-735953	-779499	-1031149	3785637	-671072
Netto finansiell gjeld	2976855	3363788	3200432	3976406	3000986
Netto driftskapital	4857752	5020186	4988496	5139459	4657861
Sum eiendeler	7667525	7488371	7714129	6932676	6204889
Sum gjeld	5786628	5831973	5926065	5769623	4548014

Tabell 5.4: Omgruppert balanse pr. 31. desember.

Hurtigruten 1000 NOK	2005	2006	2007	2008	2009
Finansielle anleggsmidler	0	0	0	15245	31251
Finansielle omløpsmidler	813082	862085	1055120	486467	808653
Finansielle eiendeler	813082	862085	1055120	501712	839904
Sysselsatte eiendeler	5670834	5882271	6043616	5641171	5497765
Egenkapital inkludert minoritetsinteresser	1880897	1656398	1788064	1163053	1656875
Langsiktig finansiell gjeld	3712808	4143287	4231581	206014	3703309
Kortsiktig finansiell gjeld	77129	82586	23971	4272104	137581
Finansiell gjeld	3789937	4225873	4255552	4478118	3840890
Sysselsatt kapital	5670834	5882271	6043616	5641171	5497765

Tabell 5.5: Sysselsatt kapital pr. 31. desember.

Analyse av målefeil

Det vil i enkelte tilfeller være behov for justeringer i forbindelse med målefeil. Målefeil oppstår når rapporterte tall ikke reflekterer virkelige verdier.

Ifølge Knivsflå (2008) er det tre hovedårsaker til målefeil; målefeil grunnet avvik mellom korrekt historisk kost og verdibasert regnskapsføring, målefeil mellom god regnskapsskikk og korrekt historisk kost. Den siste målefeilen relateres til kreativ regnskapsføring. Målefeil fra de to første typene kalles "aksepterte målefeil" da de har sitt opphav fra valg av god regnskapsskikk. Kreativ regnskapsføring er et resultat av regnskapsmanipulering, noe som ikke samsvarer med god regnskapsskikk og er derfor ulovlig.

Når det gjelder HRG er årsregnskapene revidert av PriceWaterhouseCoopers og er ifølge revisjonsberetningen ført etter god regnskapsskikk i samsvar med gjeldene lover og forskrifter.

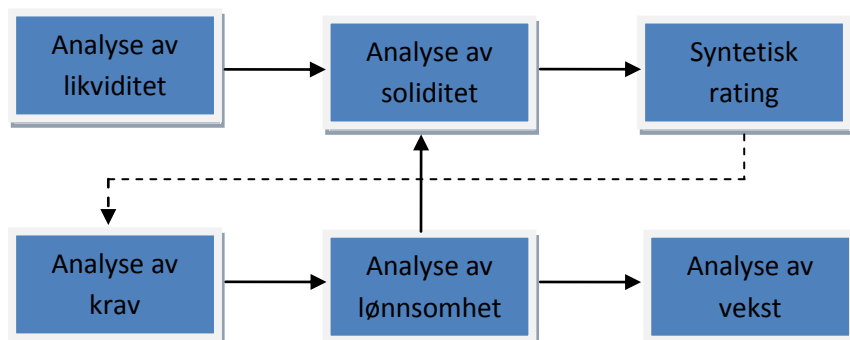
Vi ser likevel tilbake til tidligere nevnte straffesak, hvor "fergesaken" i stor grad kunne relateres til kreativ regnskapsføring. Men da denne type oppmerksomhet og de følger det medbrakte rammet selskapet i stor grad, har vi troverdighet til selskapets rapporteringsrutiner

og antar at kreativ regnskapsføring er utelukket i de historisk presenterte regnskapene. Vi vil derfor anta at kreativ regnskapsføring ikke har forekommet og har derfor ikke foretatt noen justeringer som relateres til denne type målefeil.

Regnskapene fra 2005 til 2009 er ført etter IFRS, noe som medfører at det er brukt samme metode for verdsettelse av postene i finansregnskapet. Etter gjennomgang og omgruppering finner vi ingen poster hvor målefeil av type 1 og 2 forekommer. Vi har derfor ikke foretatt noen justeringer for slike målefeil heller.

Forholdstall analyse

Vi ønsker i dette avsnittet å foreta en forholdstallanalyse for å kartlegge den underliggende økonomiske virksomheten til selskapet. Analyse av finansiell risiko også kalt selskaps spesifikk risiko, kartlegges gjennom likviditets- og soliditetsanalyser og oppsummeres med en syntetisk rating. En rentabilitetsanalyse gjøres gjennom å analysere lønnsomhet og vekst. Selskapets forholdstall vil bli jamført med bransjen, og bakover i en tidsserieanalyse. Forholdstallanalysen vil følge rammeverk presentert i figur 5.2.



Figur 5.2: Rammeverk for forholdstallanalyse. Kilde: Knivsflå (2006).

Tidsserieanalysen vil presenteres som et tidsvektet gjennomsnitt av tidligere år. Selskapet har de siste årene som tidligere nevnt vært igjennom en omfattende restrukturering. Tyngden av tidsserieanalysen vil derfor ligge på de siste årene da de er det mest relevante for fremtiden. Året 2005 er utelatt i tidsvektingen fordi vi ikke har tilstrekkelig data for å kunne beregne forholdstall. Vektene vi velger er presentert i tabell 5.6.

År	2005	2006	2007	2008	2009
Vekter	0,00	0,05	0,10	0,15	0,70

Tabell 5.6: Vekter for tidsserieanalyse.

I analysen av likviditet og soliditet er det etter vår mening mest relevant å se på det siste året fordi selskapet i begynnelsen av 2009 fikk på plass en ny finansiering. Ved analyse av

lønnsomhet og vekst kan tidsserieanalysen gi et godt bilde, spesielt sammenlignet med bransjen da deres virksomhet antas å ha vært stabil.

I omgrupperingen har vi gjort justeringer for normale og unormale poster, samt omklassifisering av drifts- og finansposter. I forholdstallanalysen benyttes de justerte tallene siden de gir et bedre bilde av virksomheten. Justerte forholdstall er også mer egnet i forhold til å kunne gi et godt grunnlag for senere budsjettering siden støy er forsøkt isolert bort.

Likviditetsanalyse

Analyse av likviditet gir oss informasjon om hvor godt et selskap er posisjonert for å dekke sine løpende betalingsforpliktelser. Dersom et selskap får betalingsproblemer vil det som regel overskygge de fleste positive sider som eksisterer. Analysen gir investor en bedre forståelse av risiko knyttet til selskapets betalingsdyktighet. Det tas ikke hensyn til selskapenes ubenyttede kredittfasiliteter, da denne informasjonen ikke er tilstrekkelig dokumentert. I likviditetsanalysen vil vi beregne likviditetsgrader samt rentedekningsgraden.

Likviditetsgrader:

Likviditetsgrad 1, LG1, er et forholdstall som forteller oss i hvor stor grad omløpsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld. Den måler selskapets evne til å innfri sine kortsiktige forpliktelser i forhold til tilgjengelige midler. Tradisjonelt bør tallstørrelsen være større enn 2, men i den senere tid er også sammenligning med bransjen og utviklingen blitt relevante tallstørrelser. Hvis LG1 faller til under 1 passerer en kritisk grense som indikerer underdekning av likvide midler.

Når vi kun benytter de mest likvide omløpsmidlene får vi likviditetsgrad 2, LG2. Den forteller oss hvor mye omløpsmidler som er tilgjengelig på veldig kort sikt i forhold til kortsiktige forpliktelser. LG2 innbefatter normalt omløpsmidler som kan omgjøres til betalingsmidler i løpet av 0-3 måneder. LG2 bør være over 1 fordi det indikerer mulighet for å innfri betalingsforpliktelser relativt umiddelbart. For å beregne likviditetsgrader brukes følgende formler:

$$LG1 = \frac{(DOM + FOM)}{(KDG + KFG)} \qquad LG2 = \frac{(FOM)}{(KDG + KFG)}$$

Figur 5.3: Formler for likviditetsgrader.

DOM = Driftsrelaterte omløpsmidler

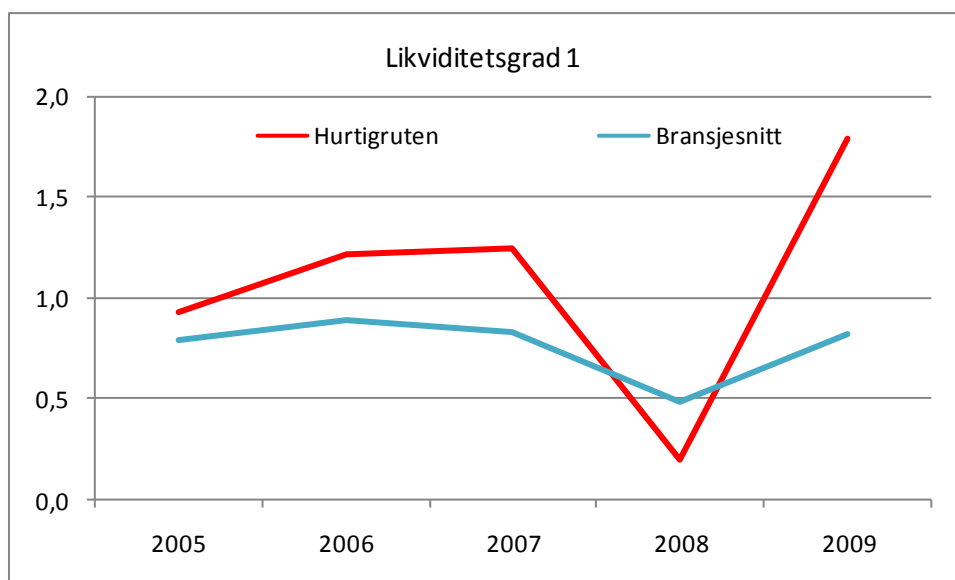
KDG = Kortsiktig driftsrelatert gjeld

FOM = Finansielle omløpsmidler

KFG = Kortsiktig finansiell gjeld

LG1	2005	2006	2007	2008	2009	TVS
Hurtigruten	0,9244	1,2155	1,2465	0,1942	1,7911	1,4684
Finnlines	0,9227	0,6455	0,4756	0,4417	0,3764	0,4096
DFDS	0,7583	0,8170	0,9250	0,6383	0,5349	0,6035
Tallink	0,5459	0,8872	0,6650	0,6576	0,5760	0,6127
Bransjesnitt	0,7878	0,8913	0,8280	0,4830	0,8196	0,7735

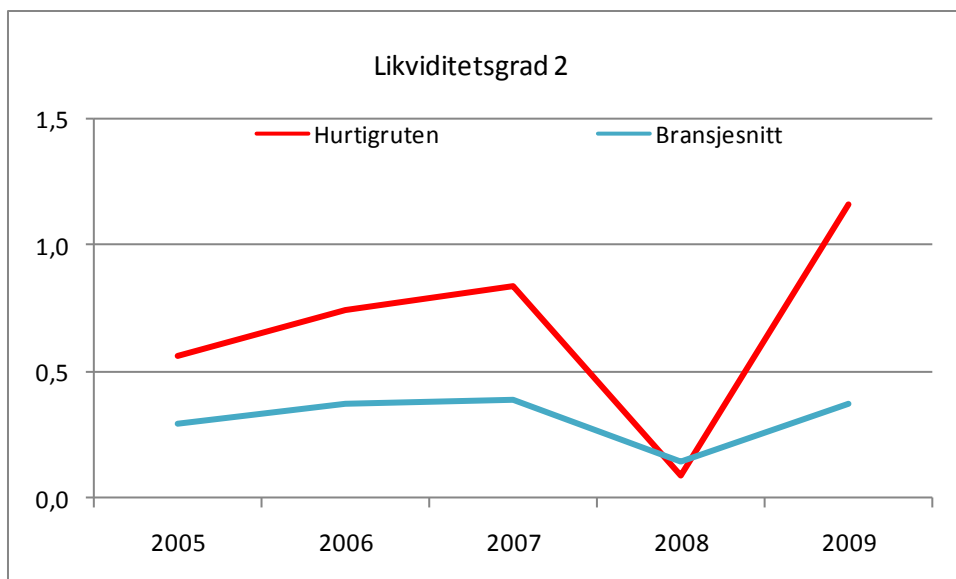
Tabell 5.7: Beregnet likviditetsgrad 1.



Figur 5.4: Utvikling i likviditetsgrad 1 for HRG og bransjen.

I 2008 ble LG1 meget svak fordi store deler av den langsiktige gjelden forfalt, og samtidig klassifisert som kortsiktig gjeld. Reklassifiseringen til kortsiktig gjeld inntraff grunnet brudd på lånebetingelser. Etter at en ny finansiering kom på plass, ble LG1 styrket til 1,79 i løpet av 2009. Utviklingen for HRG har vært bedre enn bransjen og sitt tidsvektede snitt.

Bransjen har generelt en svært dårlig LG1, noe som kan indikere at det er vanskelig å skaffe langsiktig finansiering. Det skal også nevnes at det er svært vanlig å ha kreditttrekkfasiliteter i cruisebransjen noe som ikke er tatt hensyn til i våre beregninger.



Figur 5.5: Utvikling i likviditetsgrad 2 for HRG og bransjen.

Den nye finansieringen ga selskapet en betraktelig forbedring med en LG2 på 1,16 i 2009. Tidsvektet snitt er 0,95 for selskapet og 0,34 for bransjen. Generelt besitter bransjen lite finansielle omløpsmidler. Historisk sett har HRG hatt en bedre LG2 enn bransjen, men dog ikke tilfredsstillende.

Bedring i likviditetsgradene LG1 og LG2 indikerer en lavere kredittrisiko på kort sikt, og er slik vi ser av figur 5.5 betraktelig bedre enn bransjen. Hvis selskapet vender tilbake til historiske likviditetsgrader vil det tolkes som et faresignal, noe som derfor kan øke kredittrisikoen.

Rentedekningsgrad:

Rentedekningsgrad, RDG forteller hvilken evne HRGs driftsresultat og finansinntekter har for å betale sine rentekostnader ovenfor kreditorer. Hvis RDG er mindre enn 1 må selskapet bruke egenkapital eller gjøre låneopptak for å betale rentekostnadene. Desto høyere RDG er, desto mindre risiko. Forholdstallet tar ikke hensyn til eventuelle avdrag som skal betales, men den bør minst være i området 2 - 3 for at bedriften skal ha "noe å gå på" (Hoff, 2005). Vi har valgt å benytte normaliserte tall fordi de er mest egnet ved konkursprediksjon (Knivsflå, 2008).

For å beregne RDG anvendes følgende formel:

$$RDG = \frac{(NDR + NFI)}{NFK}$$

Figur 5.6: Formel for rentedeckningsgrad.

NDR = Driftsresultat * (1-dss) NFI = Finansinntekter * (1-fss_{FI})

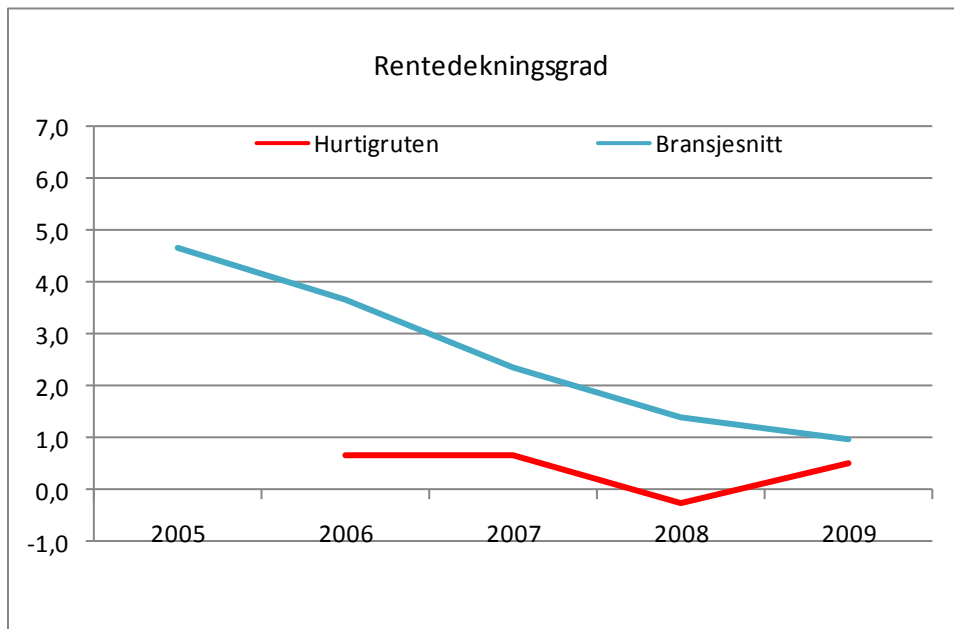
NFK = Finanskostnader * (1-fss_{FK})

Ved beregning av RDG har vi lagt til grunn følgende skattesatser:

Skattesats:	Hurtigruten	Finlines	DFDS	Tallink
- dss/fss _{FK}	28,0 %	26,0 %	25,0 %	23,0 %
- fss _{FI}	14,0 %	13,0 %	12,5 %	11,5 %

Tabell 5.8: Skattesatser.

Finansinntekter består som regel av både skattefri og skattepliktig inntekt. Grunnet dårlig informasjon har vi ikke klart å skille de tilstrekkelig i regnskapet. Det finnes i den sammenheng en tommelfingerregel som sier at en kan forutsette om lag halvparten av hver type inntekt (Knivsflå, 2008). Vi har lagt til grunn en skattesats på finansinntekter som er halvparten av normal. Denne forutsetningen er gjort på sammenlignbare selskaper også. Skattesatsen er satt til normal skattesats opplyst av selskapene.



Figur 5.7: Utvikling i rentedeckningsgrad for HRG og bransjen.

Slik vi ser av figur 5.7 har selskapet hatt en historisk dårligere RDG enn bransjen gjennom hele analyseperioden. De har ikke vært i stand til å betale rentekostnadene med driftsresultatet og finansinntektene. Dette er sannsynligvis en av flere underliggende faktor for at selskapet måtte refinansiere sine gjeldsforpliktelser i løpet av 2009. RDG er 0,49 i 2009, mens selskapets tidsvektede snitt er 0,39. Selskapets betalingsevne ovenfor kreditorene er ekstremt svak, og de bærer derfor en betydelig risiko. Snittet i bransjen har vært tilfredsstillende, men fallende. Slik vi ser av figur 5.7 er imidlertid RDG falt under kritisk nivå på 1 i løpet av 2009, dette kan knyttes til et vanskelig år for bransjen. Det tidsvektede snitt er imidlertid 1,33.

Soliditetsanalyse

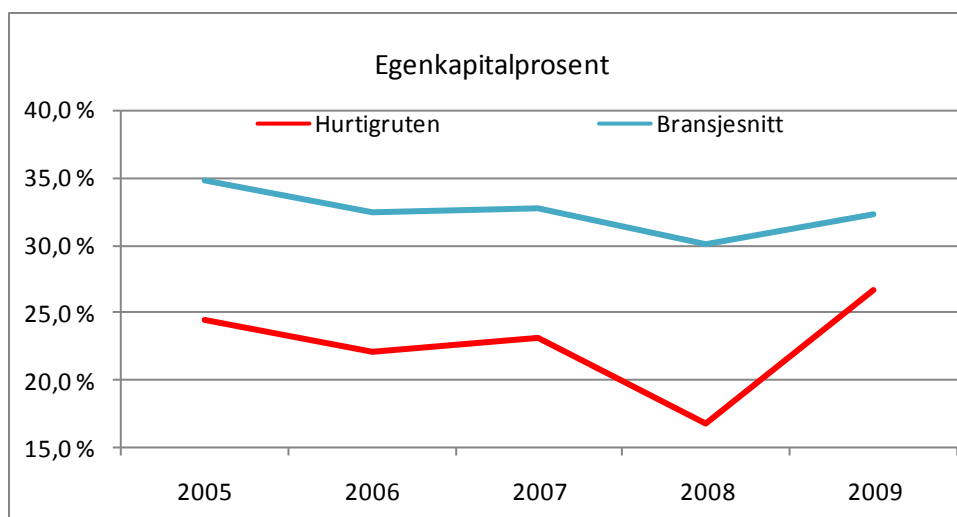
Formålet med å analysere soliditeten er å få en indikasjon på virksomhetens økonomiske evne til å tåle fremtidige tap. Først og fremst kan soliditet betraktes som muligheten for redusere egenkapitalen. Den utgjør en buffer som anvendes for å unngå en eventuell konkurs. Som mål på soliditet har vi valgt egenkapitalprosent (ekp) betraktes normalt som mål nr 1 på en virksomhets soliditet. Vi har også satt opp en finansieringsmatrise for å få bedre oversikt over finansieringsstrukturen.

Egenkapitalprosenten:

Ekp er andelen egenkapital i forhold til total kapital og gir en indikasjon på virksomhetens soliditet, og dets evne til å tåle fremtidige tap. Målet forteller hvor stor del av de totale eiendelene til selskapet som kan gå tapt før det går utover kreditorene. En høy ekp gjør at virksomheten er bedre rustet til å stå i mot tilfeldige hendelser og konjunktursvinginger. Hvis den er lav er virksomhetens fremtidige eksistens veldig sårbar for endringer, eksempelvis ved underskudd og nedgang i omsetning. Et vanlig krav er at ekp bør være større enn 30 %. Målet påvirkes av hvor stor kapitalintensivitet det er i virksomheten og dens forretningsmessige risiko. Det kan nevnes at cruisebransjen krever en stor kapitalintensivitet som følge av betydelige investeringer i skip. For å beregne ekp benyttes følgende formel:

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$$

Figur 5.8: Formel for egenkapitalprosent.



Figur 5.9: Utvikling i egenkapitalprosent for HRG og bransjen.

HRG har under hele perioden hatt en lavere ekp enn bransjen. Det tidsvektede snittet for selskapet er 24,63 %, og i 2009 oppnådde de 26,70 %. Dette var en betraktelig bedring i forhold til 2008 grunnet ny finansiering. Selskapet har historisk ikke vært særlig solid i forhold til bransjen. utfordringer for å beholde eller bedre ekp er å bedre lønnsomheten, i den sammenheng bør bransjens tidsvektede snitt fungere som et fremtidig mål.

Finansieringsanalyse:

For å skaffe seg en god oversikt over finansieringen benytter vi en finansieringsmatrise. En finansieringsmatrise gir et bilde av selskapets kapitalanskaffelser og – anvendelser. Den forteller hvilke andeler av kapital som er brukt for å finansiere de enkelte typer eiendeler. En god finansieringsstruktur har finansiert anleggsmidlene med langsiktig kapital, enten i form av egenkapital eller gjeld. Halvparten av omløpsmidlene, fortrinnsvis de minst likvide, bør også ha en slik finansiering. En finansieringsmatrise forteller også noe om risiko, hvor egenkapital har lavest og kortsiktig finansiell gjeld høyest risiko. Det er betydelig mindre risiko jo lengre den langsiktige finansieringen holder for å komme til bunns i matrisen. Hvis driftsrelaterte anleggsmidler må finansieres av kortsiktig gjeld, er vi langt til høyre i matrisen uten å ha kommet til bunns, det vil være et negativt signal.

Hurtigruten	NOK	EK	LDG	LFG	KDG	KFG	TK
		1656875	149070	3703309	558054	137581	6204889
DAM	4927657	33,62 %	3,03 %	63,35 %			79,42 %
FAM	31251			100,00 %			0,50 %
DOM	437328			100,00 %			7,05 %
FOM	808653			13,98 %	69,01 %	17,01 %	13,03 %
TE	6204889	26,70 %	2,40 %	59,68 %	8,99 %	2,22 %	100,00 %
Bransjen	NOK	EK	LDG	LFG	KDG	KFG	TK
		14799665	1333754	22272094	6425087	393324	45223924
DAM	40773380	36,30 %	3,27 %	54,62 %	5,81 %		90,16 %
FAM	122879				100,00 %		0,27 %
DOM	2855767				100,00 %		6,31 %
FOM	1471898				73,28 %	26,72 %	3,25 %
TE	45223923	32,73 %	2,95 %	49,25 %	14,21 %	0,87 %	100,00 %

Tabell 5.9: Finansieringsmatrise for HRG og sammenlagt av bransjen i 2009.

Som vi ser av finansieringsmatrisen i tabell 5.9 klarer selskapet å finansiere seg godt i forhold til bransjen etter den nye finansieringen. Driftsrelaterte anleggsmidler klarer selskapet fullt ut å finansiere med langsiktig kapital, noe bransjen ikke klarer. Alle driftsrelaterte og 13,98 % av de finansielle omløpsmidlene er finansiert med langsiktig kapital av. HRGs langsikte gjeld står for en høyere andel av totalkapitalen enn bransjen.

Syntetisk rating

Det finnes flere kreditratningsbyråer som har spesialisert seg på å lage kredittrating av selskaper. En slik rating forteller noe om sannsynligheten for å gå konkurs. For HRG foreligger det ingen ratinger og vi ønsker derfor å utføre en. På bakgrunn av forholdstallanalysen vil vi derfor beregne syntetisk rating, og i den sammenheng anslå selskapets konkurssannsynlighet. Kreditrating følger Standard and Poor's oppsett hvor det deles inn i ratingklasser fra AAA som beste til D som dårligst rating. Den syntetiske ratingen baserer seg på 4 forholdstall som teller likt. Forholdstallene er beregnet i likviditets- og soliditetsanalysen. Netto driftsrentabilitet er beregnet under analyse av lønnsomhet i et senere avsnitt. Sammenhengen mellom en ratingklasse og tilhørende konkurssannsynlighet er beregnet av Knivsflå (2008) og presentert i tabell 5.10 under.

Syntetisk rating	LG1	RDG	EKP	ndr	Konk.sanns.	K.risiko F	Klasse	
AAA	11,6000	16,9000	0,9400	0,3500	0,0001	0,1000	Inv. Grade	
	8,9000	11,6000	0,8950	0,3080				
AA	6,2000	6,3000	0,8500	0,2700	0,0012	0,1500		
	4,6000	4,8250	0,7550	0,2160				
A	3,0000	3,3500	0,6600	0,1660	0,0024	0,2500		
	2,3500	2,7550	0,5500	0,1310				
BBB	1,7000	2,1600	0,4400	0,0960	0,0037	0,4000		
	1,4500	1,6900	0,3800	0,0820				
BB	1,2000	1,2200	0,3200	0,0680	0,0136	0,6000		Spekulative
	1,0500	1,0600	0,2700	0,0540				
B	0,9000	0,9000	0,2200	0,0400	0,0608	1,0000		
	0,7500	0,4850	0,1750	0,0260				
CCC	0,6000	0,0700	0,1300	0,0120	0,3085	3,0000		
	0,550	-0,3450	0,1050	-0,0020				
CC	0,5000	-0,7600	0,0800	-0,0160	0,5418	9,0000	High Yield	
	0,4500	-1,1700	0,0300	-0,0300				
C	0,4000	-1,5800	-0,0200	-0,0440	0,7752	27,0000		
	0,3500	-1,9950	-0,1000	-0,0580				
D	0,3000	-2,4100	-0,1800	-0,0720	0,9999	1000,0000	In default	

Tabell 5.10: Oversikt over ratingklasser. Kilde: Knivsflå (2008).

Hurtigruten	2006	2007	2008	2009	TVS
LG1	1,2155	1,2465	0,1942	1,7911	1,4684
Rating	BB	BB+	D	BBB+	BBB
RDG	0,6500	0,6583	-0,2669	0,4873	0,3994
Rating	B	B	CCC	B	B-
EK %	0,2212	0,2318	0,1678	0,2670	0,2463
Rating	B	B+	CCC+	BB-	BB-
ndr	0,0029	0,0078	-0,0427	0,0077	-0,0001
Rating	CCC	CCC	D	CCC	CCC
Syntetisk rating	B	B+	C+	BB-	B+

Bransjen	2006	2007	2008	2009	TVS
LG1	0,8913	0,8280	0,4830	0,8196	0,7735
Rating	B	B	CC	B	B
RDG	3,6506	2,3638	1,3978	0,9956	1,3255
Rating	A+	A	BBB-	BB-	BB+
EK %	0,3237	0,3260	0,3002	0,3220	0,3192
Rating	BB	BB	BB	BB	BB
ndr	0,0567	0,0663	0,0334	0,0282	0,0342
Rating	BB	BB	B	B	B
Syntetisk rating	BB	BB	B+	B+	BB-

Syntetisk rating	2006	2007	2008	2009	TVS
Hurtigruten	B	B+	C+	BB-	B+
Bransjen	BB	BB	B+	B+	BB-

Tabell 5.11: Utrekning og oppsummering av syntetisk rating for HRG og bransjen.

Slik oppsummeringen i tabell 5.11 ovenfor viser, vil HRG og bransjen få en rating på henholdsvis BB- og B+ i 2009. Det tidsvektede snittet gir således B+ og BB-. Dette gir en indikasjon på at selskapet følger bransjen som helhet med små avvik. HRG sin styrke for ratingen er LG1 og ekp. De får derimot dårligere uttelling enn bransjen på RDG og ndr.

HRG kan derfor anses som ”spekulative” investering, med en tilhørende konkurssansynlighet i intervallet 1,36 % til 6,08 %.

Analyse av avkastningskrav

Avkastningskravet for et selskap er den avkastning som over tid er nødvendig for at selskapet skal kunne tiltrekke seg kapital. En mer presis definisjon er den forventede avkastning som kapitalmarkedet tilbyr på plasseringer med samme risiko som selskapet (Dahl et al., 1997).

Avkastningskrav har i hovedsak to bruksområder, hvor en enten benytter kravet som et mål på minimumsavkastning som investor krever på investert kapital. Det andre bruksområdet er i nåverdianalyser hvor avkastningskravet sees på som en alternativkostnad ved diskontering av fremtidige kontantstrømmer. Med andre ord er avkastningskravet den risikoveide avkastningen som et prosjekt eller en virksomhets fremtidige kontantstrømmer må generere for å tilfredsstille investors krav til lønnsomhet.

Avkastningskravet kan relateres til alle typer kapital, i de kommende avsnitt vil vi berogene det historiske avkastningskravet til egenkapitalen i foregående år.

For selve verdsettelsen vil vi foreta en fremskrivning av det vektete avkastningskravet for totalkapitalen (WACC). Dette gjøres på bakgrunn av fremtidige beregninger av egenkapital- og finansielle gjeldskrav. De nevnte krav danner grunnlaget for WACC, og vil bli beskrevet i detalj under verdsettelseskapittelet. I avsnittet om avkastningskravet har vi tatt utgangspunkt i kapittelet om avkastningskravet (Johnsen, 1997) fra Dahl et al. (1997).

Kapitalverdimodellen (CAPM):

Kravet til egenkapitalen (ekke) kan under enkle forutsetninger berogenes direkte ut fra kapitalverdimodellen. CAPM ble utviklet på 1960-tallet av Sharpe, Treynor, Mossin og Lintner. Modellen er en såkalt en-periodisk modell hvor investors avkastningskrav avhenger av hvor risikabel investeringen er målt mot markedsporteføljen. Betaling til investor kompenseres etter hvor mye systematisk risiko investeringen har. Avkastningskravet reflekterer derfor en risikofri del uavhengig av risiko, og en del hvor det kompenseres for risiko tatt ved markeds plassering.

CAPM antar at investor fordeler sine investeringer mellom to referanseplasseringer. Risikofri plassering med avkastning lik risikofri rente(R_f) og en tenkt markeds plassering (aksjefond/markedsportefølje) med forventet avkastning R_M .

Investor er risikoavers og kompenseres for markeds plasseringens risiko med en risikopremie, MP, også kalt markedspremie ($R_M - R_f$). Risikopremien skaleres i forhold til investeringens betarisiko(β) fordi investor krever kompensasjon for den risiko tatt fra markeds plasseringen.

Investerings totale risiko, målt ved avkastningens standardavvik, justeres med korrelasjonen til markedsplasseringen. Justeringen fjerner bedriftsspesifikk risiko og gir kun investeringens markeds- eller konjunkturrisiko. Betarisiko angir derfor kun investeringens markedsrisiko relativ til markedsplasseringens risiko.

$$Ekk = R_f + \beta * (R_M - R_f)$$

Figur 5.10: Formel for egenkapitalkrav.

Modellen baseres på enkelte forutsetninger som har betydning for dens bruksverdi. Alle investorer er risikoavers og søker maksimering av nytte gjennom rasjonelle handlinger. Investorer er pristakere med homogene forventninger til aktiva, og at avkastningen følger en multivariat normalfordeling. Det er ubegrenset tilgang på risikofrie lån og tilbudet av aktiva er gitt. Det er også fri omsetning og aktiva er divisible (delelig). Ingen markedsbegrensninger forekommer i form av reguleringer, og det antas fravær av skatter og transaksjonskostnader. Samtlige investorer har tilgang til full og lik informasjon om markedet.

For dagens moderne markeder er det lite sannsynlig å kunne anta at alle forutsetningene til enhver tid er oppfylt. I modellen må en ta skjønsmessige vurderinger, og enkelte variabler krever antakelser som kanskje kan forklares bedre ved hjelp av såkalte multifaktormodeller. Modellen gir likevel et godt anslag på egenkapitalkravet og oppfattes som et godt verktøy. CAPM verdsettes gjerne for sin enkel- og gjennomsiktighet.

Markedets risikopremie og tilhørende betajustering reflekterer investorens krav til risikokompensasjon for en gjennomsnittlig likvid børsnotert aksje. Det er derfor aktuelt for en mindre likvid og særlig ikke-børsnoterte aksjer at en justerer opp et betabasert egenkapitalkrav med en likviditetspremie (λ). Dette for å kompensere investors innlåsningsrisiko ved illikvide aksjer. Likviditetspremien kan i noen tilfeller også fungere som et informasjonspåslag, det vil si at det i enkelt selskaper og spesielt små, er fare for asymmetri mellom investor og ledelse. En anvender da likviditetspåslaget som et risikoparameter for å bli lurt eller negativt overrasket grunnet asymmetri og/eller tilbakehold av relevant og viktig informasjon. En fullstendig modell vil derfor bli:

$$Ekk = R_f + \beta * (R_M - R_f) + \lambda$$

Figur 5.11: Formel egenkapitalkrav.

Risikofri rente (R_f):

Risikofri rente er den renten en ofte forbinder med bankinnskudd. Slike plasseringer er ukorrelert med andre typer aktiva og er da definert som risikofri. Den risikofrie renten betegner avkastningen en som investor med sikkerhet vil motta. Renten varierer over tid og påvirkes av en rekke faktorer som i hovedsak relateres til makroomgivelsene.

CAPM forutsetter i sin enkleste form at investor har en horisont på ett år i sine investeringer. Dette taler for at 1-års statsrente vil være den naturlige R_f . Det er likevel riktig å belyse at lange renter er mindre volatile og derfor muligens et bedre mål på risikofri rente ved verdsettelse for fremtiden.

Ved rentabilitetsmålinger og historiske avkastningskrav vil det være mer korrekt å se på bevegelser i rentenivået for det enkelte år. Noe som dermed taler for bruk av korte renter. Vi har valgt å benytte oss av historiske 3 måneders NIBOR rente (Norwegian Interbank Offered Rate) som risikofri rente. Denne renten inneholder en kredittspread (risikopremie) utover statsrenter og vi vil derfor justere renten for dette. Som en tommelfingerregel vil det være vanlig å benytte seg av en 10 % justering (Knivsflå, 2006). Siden rentabilitetsmålinger er en nominell rente etter skatt vil det derfor være naturlig at en benytter seg av nominell NIBOR etter skatt. Vi justerer derfor også renten for skatt.

	2005	2006	2007	2008	2009	Snitt
3 mnd NIBOR	2,21 %	3,10 %	4,94 %	6,22 %	2,46 %	3,79 %
- risikopremie 10%	0,22 %	0,31 %	0,49 %	0,62 %	0,25 %	0,38 %
= Risikofri rente før skatt	1,99 %	2,79 %	4,44 %	5,60 %	2,22 %	3,41 %
- 28% skatt	0,56 %	0,78 %	1,24 %	1,57 %	0,62 %	0,95 %
= Risikofri rente etter skatt	1,43 %	2,01 %	3,20 %	4,03 %	1,60 %	2,45 %

Tabell 5.12: Beregning av historisk risikofri rente.

Markedets risikopremie, ($R_m - R_f$):

Markedets risikopremie, MP defineres som den differansen mellom forventet markedsavkastning og risikofri rente ($R_m - R_f$). Ved fastsettelse av MP er det vanligvis to tilnærminger. Enten anvender en historisk data til å gjelde for fremtiden, eller så danner historiske data grunnlaget for en skjønnsmessig vurdering. Det er store forskjeller i ulike estimater for markedspremie, det er derfor et av de mest debatterte emner innenfor finanslitteraturen.

Johnsen (1997) presenterer en meravkastning på 4,4 % utover korte statsrenter for Oslo Børs i perioden 1900-2005. Det argumenteres likevel for at ingen vet hva som er en "korrekt" risikopremie for Oslo Børs, og at den uansett vil variere med blant annet konjunktorene. Johnsen argumenterer for at markedspremien sannsynligvis er lavere nå enn den historiske.

Dette kan forklares i at det er mindre variasjon i børsløydigheten og inflasjonen, bedre kapitaliserte selskaper har redusert markedsrisikoen. Investorene er mer diversifiserte, og fordi skattereformer har endret beskatning av kapitalinntekt.

Ved fastsettelse av risikopremie for historisk avkastningskrav har vi valgt å benytte en markedspremie for årene 1985-2009 på 4,3 % (Dimson et al., 2009).

Vi kunne valgt en lengre tidsperiode, da det gjerne argumenteres for at beregning av risikopremie bør strekke seg lengre tilbake i tid, og samtidig gjerne inneholde flere markeder (Dimson et al., 2002). Men siden vi her skal anvende risikopremien til analyse av historiske avkastninger, vil det være hensiktsmessig å innbefatte de aktuelle års avkastningsdata. Vi velger en noe lengre periode enn selve analysens tidshorisont, dette for å glatte ut de seneste års store svingninger.

Vi vil justere for skatt etter en framgangsmåte ved at vi legger til risikofri rente multiplisert med skattesatsen på 28 % (Knivflå, 2006). I verdsettelsen vil vi anvende en fremoverskuende risikopremie, denne vil bli nærmere forklart senere i utredningen. Historisk normalisert og skattejustert markedspremie presenteres i tabell 5.13 under.

	2005	2006	2007	2008	2009	Snitt
Markedets risikopremie før skatt	4,30 %	4,30 %	4,30 %	4,30 %	4,30 %	4,30 %
+ Risikofri rente før skatt	1,99 %	2,79 %	4,44 %	5,60 %	2,22 %	3,41 %
* Skatt	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %
= Markedets risikopremie etter skatt	4,86 %	5,08 %	5,54 %	5,87 %	4,92 %	5,25 %

Tabell 5.13: Beregning av markedets risikopremie etter skatt.

Betarisiko (β):

Beta forklarer graden av systematisk risiko ved å investere i egenkapitalen. Beta forteller samvariasjonen mellom et selskaps avkastning og markedets avkastning. Beta verdien er et relativt risikomål ettersom en tar forholdet mellom den relevante risikoen for en aksje og risikoen ved markedet, gitt volatiliteten i markedet. Hvis en aksje har en betaverdi på 1, vil den bevege seg i takt med markedet. Er betaverdien over 1 vil aksjens avkastning bevege seg med større volatilitet enn markedet og vice versa om beta er under 1. Har aksjen en betaverdi på 1,5, vil den bevege seg 50 % mer enn markedet. I praksis vil det si at om markedet stiger 10 % vil aksjen stige 15 %. Faller markedet 20 %, da vil aksjen falle 30 %. Er aksjebeta under 1, vil samvariasjonen med markedet være lavere. Har aksjen en betaverdi på 0,5 vil aksjen stige 5 % og falle 10 % under overnevnte markedsforhold.

Betaverdien kan estimeres ut fra tre ulike tilnærminger, hvor en enten anvender historiske priser for en individuell investering, en kan anvende fundamentale karakteristikker for en investering, eller en kan anvende regnskapsdata (Damodaran, 2002). Den vanligste metoden

er at en utfører en OLS regresjon mellom en aksjes avkastning og markedets avkastning. Hvor det da anbefales at en tar utgangspunkt i månedlige avkastningsdata over en periode på fem år (Koller et al., 2005).

Aksjen til HRG har i de seneste år slitt med lav likviditet. Store endringer i egenkapital og justeringer i forhold til antall utstedte aksjer gjør historiske aksjekurser til en ustabil kilde når det gjelder estimering av aksjebeta. Det at aksjen har slitt med lav likviditet har visst seg å gi aksjekursen unaturlige store svingninger fra tid til annen. I kombinasjon med svak handel, dårlig pålitelighet til historiske data, endret aksjeantall og tilhørende verdi, danner det grunnlag for å anta at estimert aksjebeta vil gi et dårlig bilde av den faktiske situasjon. Vi kjørte flere OLS regresjoner mellom historiske aksjeavkastninger og OSEBX. Gjennom ulike valg av tidshorisont og forsøk med både daglige, ukentlige og månedlige data fant vi liten forklaringsgrad og velger derfor å utelukke denne type estimering.

Vi har valgt å anvende en aksjebeta for HRG på 1,18, estimert av Dagens Næringsliv på bakgrunn av observasjoner fra de siste 12 måneder (Dagens Næringsliv, 27.5.2010). Det bør i denne sammenheng nevnes at dette er et relativt usikkert estimat da observasjonene er foretatt over en noe kort tidshorisont. Vi har derfor tatt med i betraktningen at en aksje i utgangspunktet beveger seg i takt med markedet, med beta lik 1. Vi vil derfor anvende et vektet betaestimat etter metode fra Merrill Lynch hvor en vektet historisk aksjebeta med 2/3 og markedets beta med 1/3. Beta for HRG over analyseperioden fra 2005-2009 vil derfor bli 1,12.

Likviditetspremie (λ):

Likviditetspremie er som nevnt ovenfor et tillegg som skal medregnes i et egenkapitalkrav hvis investering i den aktuelle aksje innebærer fare for innlåsningsrisiko. For aksjer med dårlig likviditet kan likviditetspremien i egenkapitalkravet ofte være større enn betarisikopremien. Johnsen (1997) argumenterer i denne forbindelse for at mindre likvide aksjer på Oslo Børs kan ha likviditetspremier i egenkapitalkravet i størrelsesorden 2-4 %. Når det gjelder aksjekursen har vi i løpet av 2009/2010 sett en utvikling som har vært positiv likviditetsmessig sammenlignet med tidligere år. Det kan i den grunn spekuleres i hvorvidt vi muligens har sett en såkalt "bjellesaueffekt" men det er ikke opp til oss å avgjøre. Det som imidlertid er fakta er at aksjen generelt sett har hatt lav omsetning, dette forbindes gjerne med en type likviditetsrisiko da daglige kurssvingninger tidvis har gjort det både dyrt og vanskelig å komme seg ut eller inn i aksjen. I denne sammenheng vil det da også være viktig å nevne at

investeringsbanken Carnegie ASA tidligere har stilt likviditetsgaranti ved aksjen, noe som dempet frykten en viss grad. Vi har likevel valgt å tillegge aksjen en likviditetspremie for perioden 2005-2009 på 2 % siden store svingninger muligens har fungert som en barriere for investor.

Egenkapitalkrav (ekk):

Vi har i overnevnte avsnitt presentert de nødvendige faktorer som inngår i beregningen for egenkapitalkravet. Tabell 5.14 under presenteres ekk for HRG i årene 2005-2009.

Egenkapitalkrav	2005	2006	2007	2008	2009	Snitt
Risikofri rente etter skatt	1,43 %	2,01 %	3,20 %	4,03 %	1,60 %	2,45 %
+ Beta	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12
* MP etter skatt	4,86 %	5,08 %	5,54 %	5,87 %	4,92 %	5,25 %
+ Lividitetspremie	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %
= Egenkapitalkrav etter skatt	8,87 %	9,70 %	11,41 %	12,60 %	9,11 %	10,34 %

Tabell 5.14: Beregning av egenkapitalkrav etter skatt.

Analyse av lønnsomhet

Egenkapitalrentabilitet:

Egenkapitalrentabiliteten (ekr) er et forholdstall som forteller om lønnsomheten på tilført egenkapital. Det er derfor meget relevant og sentralt for dagens og fremtidige investorer. Egenkapitalen er risikoutsatt, og hvor stor ekr bør være er veldig avhengig av hvilken risiko egenkapitalen er utsatt for. Egenkapitalen vil kun være lønnsom dersom selskapet går med overskudd, noe som hittil har vært en utfordring for selskapet de seneste år. Et generelt mål kan være en ekr på rundt 10-14 etter skatt (Hoff, 2005).

Vi har beregnet ekr etter skatt med å justere for de postene vi har identifisert som unormal. Det gir oss årsresultatet før ekstraordinære poster etter skatt. For å beregne selskapets gjennomsnittlige egenkapital har vi tatt utgangspunkt i inngående balanse, lagt til halvparten av endringen i forhold til utgående balanse og årsresultatet. Følgende formel er benyttet:

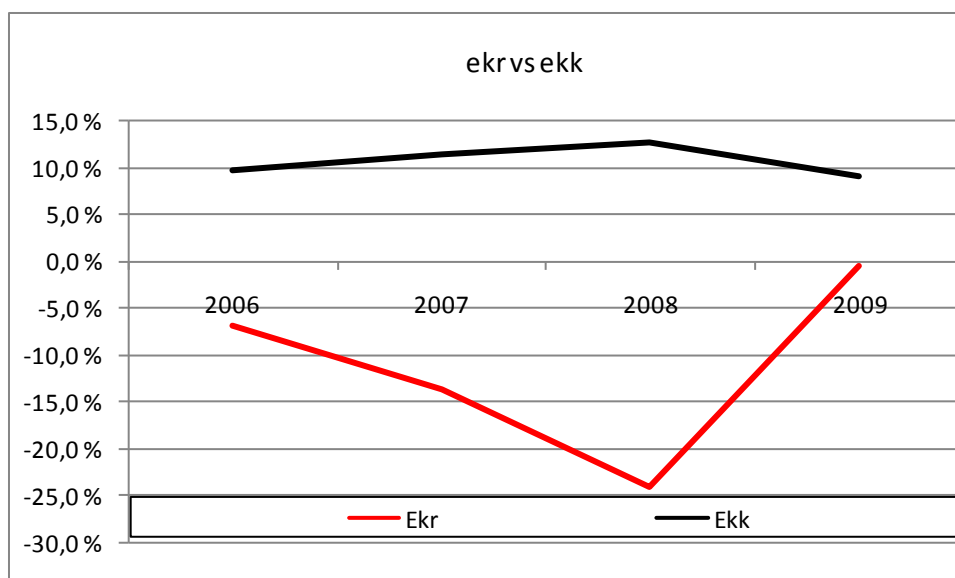
$$Ekr_t = \frac{NRE_t}{EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_t)/2}$$

Figur 5.12: Formel egenkapitalrentabilitet.

Ekr = Egenkapitalrentabilitet NRE = Nettoresultat til egenkapital.

	2006	2007	2008	2009
Ekr	-6,80 %	-13,67 %	-24,13 %	-0,50 %
Ekk	9,50 %	11,18 %	12,37 %	8,91 %
Superrentabilitet	-16,30 %	-24,85 %	-36,50 %	-9,41 %

Tabell 5.15: Beregnet superrentabilitet for HRG.



Figur 5.13: Utvikling i HRGs ekr vs ekk.

Ekr	2005	2006	2007	2008	2009	TVS
Hurtigruten		-6,80 %	-13,67 %	-24,13 %	-0,50 %	-5,7 %
Finnlines		14,94 %	4,87 %	-0,06 %	-9,21 %	-5,2 %
DFDS		12,59 %	12,90 %	7,42 %	2,56 %	4,8 %
Tallink		14,14 %	11,55 %	3,04 %	-1,26 %	1,4 %
Bransjesnitt		13,89 %	9,77 %	3,47 %	-2,64 %	0,35 %

Tabell 5.16: Beregnet ekr etter skatt.

For HRG har det vært en dårlig rentabilitet knyttet til egenkapitalen, og lønnsomheten må kunne karakteriseres som ekstremt dårlig, spesielt i 2008. Flere av de aktørene som danner et bransjesnitt har derimot oppnådd en god rentabilitet. Utviklingen har vært negativ de siste årene mest sannsynlig grunnet finanskrisen. Tidligere år gir et bra bilde av lønnsomheten i bransjen.

Nettodriftsrentabilitet:

Nettodriftsrentabilitet (ndr) er et forholdstall som beskriver rentabiliteten til den kapitalen som er investert i driften. Den er også nødvendig for å kunne foreta en syntetisk rating i tidligere avsnitt. En positiv nettodriftsrentabilitet som er større enn en eventuell gjeldsrente er en grunnleggende forutsetning for å benytte gjeldsfinansiering i et selskap. Den bør således være større enn gjeldsrenten for å gi positiv effekt på egenkapitalrentabiliteten.

Vi har beregnet ndr på bakgrunn av det omgrupperte og justert driftsresultat som er presentert tidligere i utredningen. For å finne gjennomsnittlig driftskapital har vi brukt inngående balanse, lagt til halvparten av endringen i forhold til utgående balanse og driftsresultatet.

Følgende formel er benyttet:

$$Ndr_t = \frac{NDR_t}{NDK_{t-1} + (\Delta NDK_t - NDR_t)/2}$$

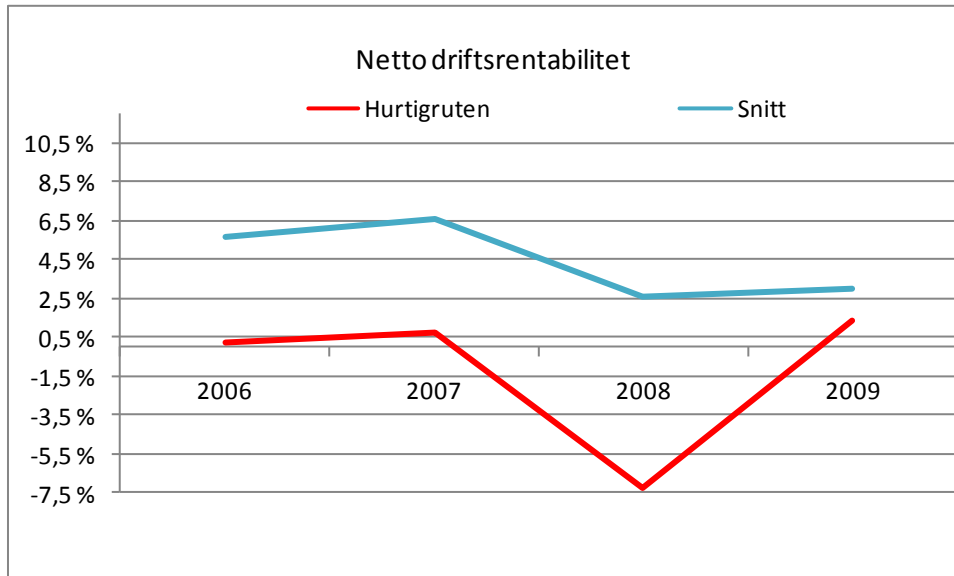
Figur 5.14: Formel netto driftsrentabilitet.

Ndr_t = Netto driftsrentabilitet

NDR_t = Netto driftsresultat

NDK_{t-1} = Inngående netto driftskapital

ΔNDK_t = Endring i netto driftskapital

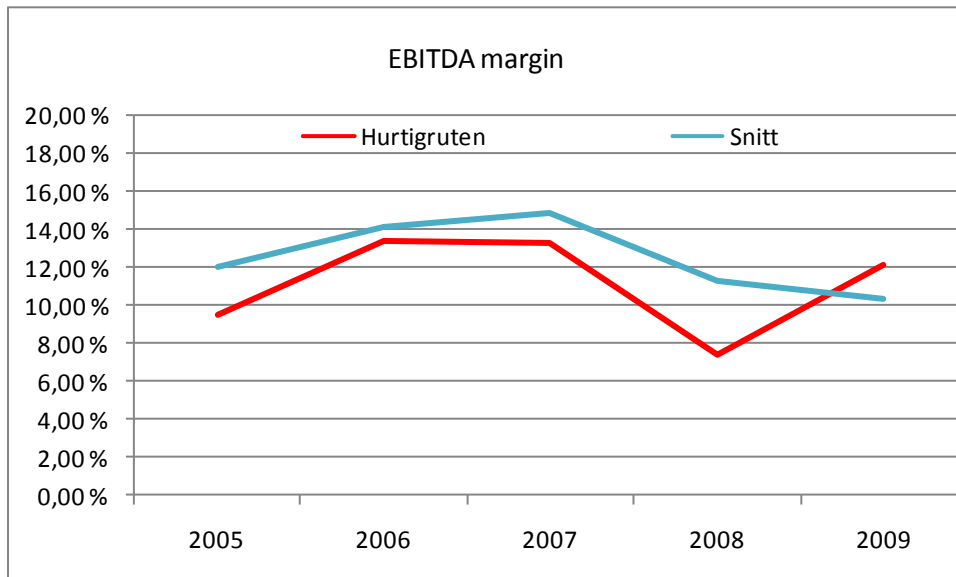


Figur 5.14: Nettodriftsrentabilitet for HRG og bransjen.

Som vi ser i figur 5.14 er HRGs ndr ikke imponerende, men har vært stabil rundt 0 % over analyseperioden. Snittet til bransjen er påvirket betraktelig av HRG. På generelt grunnlag vil vi si at selskapet har et problem knyttet til driften.

EBITDA margin:

Driftsresultat før finansposter, skatter, av- og nedskrivninger i forhold til driftsinntekter. Et forholdstall som historisk er interessant for fremtiden. Siden av- og nedskrivninger kun gir resultateffekt er det nyttig å se hvilke marginer i kontantstrømmen som er tilgjengelig i forhold til omsetningen.



Figur 5.15: Beregnet EBITDA margin.

For HRG ligger det tidsvektede snittet på 11,62 %, nokså likt bransjens på 11,12 %. Som vi ser av figur 5.15 kan det se ut som at bransjen har hatt bedre EBITDA marginer sammenlignet med selskapet. Derimot har selskapet levert gode marginer for 2009, og er nå over bransjen. Positiv utvikling i EBITDA marginer kan sees i sammenheng med vellykkede kostnads- og inntektsforbedringsprogram.

Vekstanalyse

Vekstanalyse omhandler prosentvis vekst i regnskapsstørrelser fra en periode til en annen. Det er to typer av fundamental vekst, kapitalvekst og resultatvekst. Analyse av veksten i historiske resultat og kapital størrelser er ofte en sentral faktor i en fundamental verdsettelse. Veksten danner da gjerne i kombinasjon med den strategiske analysen mye av grunnlaget for fremskrivning av verdidriverne for virksomheten. HRG har hatt en svak utvikling, og som tidligere nevnt er det store forskjeller i dagens selskap sammenlignet med noen år tilbake. På basis av kort horisont og ujevnt regnskapsmateriale vil vi derfor i liten grad vektlegge en historisk vekstanalyse i selve budsjetteringen. Vi vil likevel presentere tre forskjellige størrelser innefor kapital- og resultatvekst, hvor selskapet sammenlignes mot bransjen. Vi har valgt å utelate året 2005 fordi tilgjengelig informasjon ikke gir et tilstrekkelig grunnlag til å foreta de nødvendige beregninger. Den historiske utviklingen i de enkelte poster som inngår i EBITDA vil gjennomgå mer detaljert i budsjetteringsprosessen i neste kapittel.

Kapitalvekst

Gjennom analyse av kapitalvekst vil en kunne danne seg et bilde av de underliggende økonomiske forutsetninger og dermed underbygge budsjetteringsprosessen. Som forklart i avsittet for avkastningskravet har ikke HRG noen form for superprofitt. Veksten i egenkapital er gjennomgående negativ og vi ser derfor ikke historisk vekst som noen indikator på fremtiden. Vi presenterer likevel selskapets egenkapitalvekst, ekv, sammenlignet med de utvalgte bransjeaktører. Slik vi ser av tabell 5.17 har HRG en variabel vekst i egenkapitalen. Dette kan begrunnes i de tidligere nevnte endringer som selskapet har vært igjennom. Vi ser samtidig en positiv vekst i årene 2007 og 2009, dette har sin begrunnelse i emisjoner. For bransjen ser vi også enkelte unormale svingninger, dette kan antas å innbefatte emisjoner og fusjoner. Som en samlet vurdering har vi valgt å legge til grunn bransjens median. Dette for å utelate de store endringene, så vel positive som negative. Vi ser en gjennomsnittlig medianvekst på 5,56 %, noe som kan antas å reflektere en mer normal fremtidig utvikling.

Vekst i EK	2006	2007	2008	2009	Snitt
0	-11,9 %	7,9 %	-35,0 %	42,5 %	0,88 %
Finnlines	11,95 %	2,81 %	0,53 %	-2,81 %	3,12 %
DFDS	12,45 %	11,89 %	-4,62 %	5,83 %	6,39 %
Tallink	241,71 %	11,68 %	0,53 %	-1,30 %	63,15 %
Median	12,20 %	9,81 %	-2,05 %	2,27 %	5,56 %

Tabell 5.17: Oppsummering av vekst i egenkapital.

Resultatvekst

For å beskrive resultatvekst har vi valgt å se nærmere på driftsinntekter og EBITDA. Den historiske veksten vil også her reflektere et selskap i endring, og vi har da heller ikke vektlagt denne type analyse i vesentlig grad. Det er likevel interessant å se utviklingen for HRG sammenlignet med bransjen. Dette for å kunne se om veksten er lik for bransjen, eller hvorvidt HRG har prestert uavhengig av bransjen. For driftsinntektene har vi anvendt regnskapsmessige størrelser, og de vil derfor inneholde noe støy. Slik det framgår av tabell 5.18 under har veksten en negativ trend. En forklaring på det vil i stor grad kunne relateres til selskapets interne endringer og finanskrisens betydning på etterspørselssiden. Vi har også her valgt å benytte median, og for bransjen ser vi en positiv årlig vekst på 3,54 %.

Vekst i DI	2006	2007	2008	2009	Snitt
Hurtigruten	6,90 %	3,41 %	-9,34 %	-2,27 %	-0,33 %
Finnlines	8,03 %	10,40 %	5,34 %	-31,21 %	-1,86 %
DFDS	19,84 %	10,45 %	-1,40 %	-19,99 %	2,22 %
Tallink	55,82 %	88,02 %	3,30 %	0,76 %	36,98 %
Median	13,93 %	10,43 %	0,95 %	-11,13 %	3,54 %

Tabell 5.18: Oppsummering av vekst i driftsinntekter.

Siden vårt fokus i verdsettelsen tar utgangspunkt i EBITDA, har vi derfor valgt å presentere den normaliserte EBITDA oppstillingen for HRG og bransjen. Den historiske veksten i EBITDA er på lik linje med de overnevnte faktorer i liten grad retningsgivende i den fremtidige budsjetteringen. Men det er likevel av interesse å se veksten, spesielt sammenlignet med bransjen da dette er toneangivende for hvorvidt HRG presterer uavhengig av bransjen.

Vekst i EBITDA	2006	2007	2008	2009	Snitt
Hurtigruten	49,30 %	2,95 %	-49,26 %	59,35 %	15,58 %
Finnlines	31,49 %	10,85 %	-10,21 %	-61,42 %	-7,32 %
DFDS	26,78 %	16,62 %	-23,12 %	-22,24 %	-0,49 %
Tallink	25,75 %	88,08 %	-20,48 %	6,07 %	24,86 %
Median	29,13 %	13,73 %	-21,80 %	-8,09 %	3,25 %

Tabell 5.19: Oppsummering av vekst i EBITDA.

Slik det fremgår av tabell 5.19 over har HRGs vekst i EBITDA vært svært variabel. Veksten ligger i enkelte år over bransjeveksten, noe vi tolker som positivt uten å trekke avgjørende konklusjoner.

Vi vil som nevnt i innledningen til dette avsnitt analysere utviklingen i veksten i de ulike inntekts- og kostnadspostene i neste kapittel. Der vil vi også anvende historiske marginer som

beslutningsgrunnlag, da de forteller mer om forholdet mellom de forskjellige postene i bedre grad enn den generelle veksten.

For fremtiden antar vi at HRGs kortsiktige vekst vil styres av markedsvekst for bransjen samt selskapets egen evne til å utnytte de interne styrker. En kan på lang sikt forvente at selskapets vekst følger konjunktorene, og derfor oppnår vekst lik inflasjonsmål og eventuell realvekst. Dette vil bli beskrevet i kapittelet verdsettelse.

Konklusjon av regnskapsanalyse

HRG har en god likviditet i analyseperioden, og den er betraktelig styrket for 2009. Den er bedre enn bransjen ved sammenligning. Soliditeten for selskapet er sammenlignet med bransjen dårlig, men utviklingen i 2009 styrker selskapet. På bakgrunn av finansieringsmatrisen har selskapet en betydelig styrke i forhold til bransjen. Ekp ligger noe under bransjen men ikke faretruende. Både selskapet og bransjen ender opp med svært like syntetiske ratinger, henholdsvis BB- og B+ for 2009. I analysen av lønnsomhet konkluderte vi med at selskapet ikke har oppnådd noen superrentabilitet over analyseperioden.

Egenkapitalrentabiliteten var gjennomgående negativ for selskapet, mens den for bransjen stort sett var positiv. Ved å se på netto driftsrentabilitet til selskapet fant vi ut at driften ikke var imponerende. Analyse av vekst for selskapet var svært varierende med ujevn vekst over hele analyseperioden.

Totalt sett gir denne regnskapsanalysen oss et innblikk i at selskapet har store utfordringer når det gjelder driften. Det historiske bildet av analyseperioden bærer preg av at selskapet har vært igjennom store endringer knyttet til omstruktureringer. Vi ser positive effekter av de omstruktureringer selskapet har påbegynt, noe som gir seg utslag i analysen for 2009.

Kapittel 6 – Budsjettering av kontantstrømmer

I dette kapitlet ønsker vi å foreta en budsjettering av fremtidige kontantstrømmene for HRGs virksomhet. I budsjetteringen vil vi ha fokus på å forklare de forskjellige inntekts- og kostnadspostene som danner grunnlaget og inngår i den senere verdsettelsen. Vi vil forsøke å gi gode estimater på utviklingen i poster som har betydning for den fremtidige kontantstrømmen. Postene er hovedsaklig utarbeidelse av EBITDA, arbeidskapital, investeringer, gjeldsbetjening og betalt skatt. Som utgangspunkt for denne budsjetteringen benyttes den strategiske analysen og regnskapsanalysen for å få gode estimater, og de vil derfor i stor grad danne grunnlaget for de budsjetterte kontantstrømmene. Under i tabell 6.1 presenteres et rammeverk for hvordan vi kommer frem til de fremtidige kontantstrømmene til totalkapitalen, FCFF.

EBITDA
-Normale investeringer
- Endring i arbeidskapital
= Normalisert driftskontantstrøm
- Effektiv skattesats 28 %
= Operasjonell kontantstrøm etter skatt
- Gjeldsnedbetaling
= FCFF

Tabell 6.1: Rammeverk for FCFF. Kilde: Damodaran (2002).

Forutsetninger

For å utføre denne budsjetteringen kreves det bruk av en god del skjønn og rimelige forutsetninger av oss. Siden HRG de siste årene har gjennomført betydelige endringer finner vi flere sentrale utfordringer. Endring av regnskaps- og rapporteringsmønstre gjør at flere av produktområdene ikke har noen kontinuerlig historie. Det gjør at et estimat vil bygge på lite historisk data, og således kan oppfattes som vagt. Selskapet har også gjennomført salg av virksomheter, og omklassifisert deler av virksomheten mellom videreført og ikke-videreført virksomhet i tidligere år. Det gjør det vanskelig å måle utviklingen på et detaljert nivå, og et overordnet blikk vil fremtvinge seg der det er nødvendig.

For å oppnå størst mulig nøyaktighet i budsjetteringen, ville det optimale vært å kartlegge hvert enkelt datterselskaps kontantstrømseffekt. Regnskapene gir derimot ikke nok informasjon, og vi vil derfor forsøke å budsjettere enten på produktområde eller for hele selskapet, alt etter tilgjengelig informasjon.

Som kjent er ”tull inn i en analyse det samme som tull ut av en analyse” (Dahl et al., 1997). Vi vil derfor argumentere for flere av forutsetningene vi føler oss tvunget til å gjøre under budsjetteringsprosessen.

Valg av budsjettperiode

Når vi skal velge budsjettperiode er det særlig to elementer som bør vurderes. Den første er om et selskap er i en ”steady state” fase. Det andre er kvaliteten på eksisterende regnskaper.

Hvis et selskap har verdibaserte regnskaper og opptrer i et effesient marked, vil det ikke være behov for noen eksplisitt budsjettperiode. Dette fordi selskapets regnskaper vil rapportere nåverdien av fremtidig forventet inntjenning. Ut fra det effesiente markedet vil det meste av informasjon om selskapet være reflektert i aksjeprisen, og fremtidige implisitte budsjett kan utledes fra markedet.

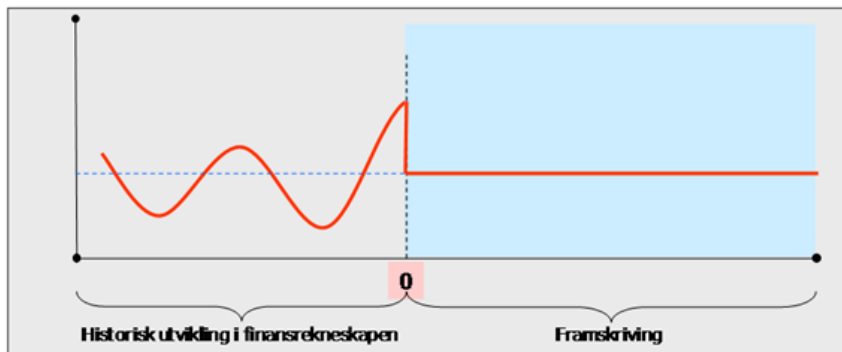
Teorien om at et marked er effesient lar seg vanskelig teste før i ettertid. Det har visst seg å gi forskjellige svar, og kan derfor i realiteten bety at det finnes informasjon som det ikke er tatt hensyn til i det verdibaserte regnskapet eller i markedsverdien til selskapet.

HRG sine regnskaper følger de lover og regler som gjelder, og i dag benyttes som nevnt under regnskapsanalysen IFRS. Dette er en regnskapsstandard som åpner for utstrakt bruk av verdijusteringer. Tidligere ble NGAAP benyttet, en regnskapsstandard som preges av historisk kost. Vi har ingen grunn til å tro at det er noen feil i regnskapene til selskapet, men i kombinasjon av god regnskapsskikk ser vi at regnskapene som følger IFRS er mer kostbasert enn verdibasert. Dette taler for å ha en eksplisitt budsjettperiode før vi fremskriver verdien.

Når det gjelder om selskapet befinner seg i en ”steady state” må vi se på bransjen og selskapet. Vi vurderer det slik at bransjen til selskapet befinner seg mer i en stabil og moden fase enn en vekstfase. HRG har drevet virksomhet i over 100 år og skipsfart som næring har lange tradisjoner. Potensielle endringer i hurtigruteavtalen med staten som følge av utlysning av nytt anbud kan gi nye rammevilkår.

Selskapet har gjennomgått flere interne endringer og salg av virksomheter som gjør at det fremstår forskjellige pr. mai 2010 enn fra tidligere år. Det er også satt i gang forskjellige forbedringsprogrammer som delvis har gitt og vil gi effekter i fremtiden. Dette er ting som taler for at selskapet etter vår mening ikke befinner seg i en ”steady state” for øyeblikket.

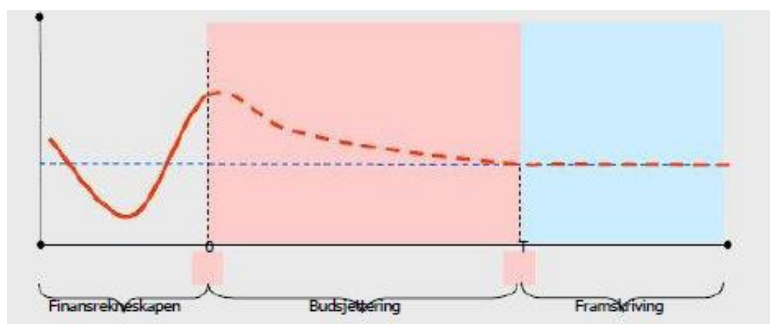
I figur 6.1 under kan vi se hvorfor de historiske kontantstrømmene ikke kan brukes for å gjøre en direkte fremskrivning. Når den historiske utviklingen svinger signifikant vil det være vanskelig å fremskrive de fremtidige kontantstrømmene slik som figur 6.1 illustrerer.



Figur 6.1: Illustrasjon av problem ved fremskrivning. Kilde: Kinserdal (2010).

Det vil være urealistisk og direkte feil for oss å fremskrive kontantstrømmene til HRG uten en eksplisitt budsjettperiode. Budsjettperioden har som mål å danne et godt grunnlag uten den historiske støyen og få med forbedringene i driften.

Ved valg av eksplisitt budsjettperiode er det optimale en lengde på 6-10 år, men det normale er rundt 3-5 år (Kinserdal, 2010). Ved 10 år kan det oppstå mye usikkerhet fordi det er relativt langt inn i fremtiden. Tiden for å implementere og se resultatene av det strategiske arbeidet bør komme i nær fremtid. I tillegg føler vi at selskapet vil innta en ”steady state” basert på fremdriftsplanen som foreligger.



Figur 6.2: Illustrasjon av fordel med budsjetteringsperiode. Kilde: Kinserdal (2010).

Vi mener derfor at en eksplisitt budsjetteringsperiode på 5 år vil gi et godt grunnlag for selskapet. Dette vil som illustrert i figur 6.2 kunne gi et bedre grunnlag for stabile og mer normaliserte kontantstrømmer som benyttes i fremskriving. Den eksplisitte budsjettperioden vil derfor fungere som en bro mellom dagens situasjon med variabel vekst og den implisitte perioden som kun skal inneholde konstant vekst. På bakgrunn av den eksplisitte budsjettperioden vil vi foreta fremskriving fra år 6 og utover.

Med utgangspunkt i årsrapporten for 2009 og 1.kvartalsrapport 2010 vil vi utarbeide rimelige estimat for utviklingen, og grunnlaget vil derfor være fra 1. januar 2008 frem til 1. april 2010. Tidligere år er ikke benyttet fordi det ikke gir et godt nok bilde av dagens selskap.

Driftsinntekter

HRGs driftsinntekter består av forskjellige typer inntekter fra produktområdene sine.

Regnskapene til selskapet rapporterer delvis på produktområdenivå. Den store svakheten er at produktområdene har skiftet veldig mye, og egner seg svært dårlig for å måle en utvikling.

Vi vil gå inn på hvert enkelt produktområde for å se utviklingen i passasjer/salgsinntekter og gi forventninger til kontraktsinntekter. Når det gjelder inntekter som kommer fra ombordsalg og andre inntekter vil de hovedsakelig bli sett i sammenheng av passasjer/salgsinntekter, og forsøkt estimert på bakgrunn av tidligere observerte forhold.

Selskapet rapporterer for 1.kvartal 2010 om en betraktelig økning i etterspørselen etter sine produkter. De har gjennomgående positiv vekst i alle sine markeder. Det forventes spesielt en god utvikling fra de viktigste markede som Tyskland, Norge, Storbritannia, USA og Frankrike i tråd med antagelser og prognoser fra IMF (2010) presentert i den strategiske analysen.

Ettersom HRG opererer på en slik måte at deler av passasjergrunnlaget relateres til forholdsvis formuende individer, antar vi at selskapet ikke vil bli direkte berørt av den dystre situasjonen som har oppstått i PIIGS-landene pr. mai 2010. Det kan imidlertid vise seg å gi negative effekter på sikt om uroen sprer seg til å innbefatte flere land og regioner, og i den grad dempe forbruket i frykt for ytterligere nedgang i verdensøkonomien. Vi ser likevel positivt på de tiltak som er iverksatt, og forventer en ryddig og gradvis forbedring i de berørte lands økonomier.

Det forventes et lavt rentenivå i fremtiden noe som kan øke den disponible inntekten, og i sammenheng med at finanskrisens påvirkninger stadig forbedres, kan det forventes et høyere konsum. Denne økningen kan være en kilde til økt etterspørsel av feriereiser. Det forventes derfor en positiv økningen i årene som kommer.

Vi ser fortsatt et stort potensial i etterspørselsutviklingen, og antar samtidig at vi ikke har sett full effekt av det arbeidet som er nedlagt i forbindelse med inntektsforbedringsprogrammene. Det forventes å gi økninger i salget for samtlige produktområder, spesielt for måneder utenfor sommersesongen. Dette kan helt klart henvises til økt markedsføringsinnsats i kombinasjon med generell økt etterspørsel etter ferieprodukter. I den strategiske analysen fant vi ut at de

demografiske forholdene ligger til rette for flere ferier, og vi forventer en økning i etterspørsel fra et stigende antall pensjonister i fremtiden.

Vi antar at positiv omtale fra både media, reisetidsskrifter og kunder seg i mellom vil styrke selskapets merkenavn ytterligere. Den kvalitet som forbindes med merkenavnet og de påbegynte forbedringsprogrammene ser vi som en styrke. Med konsekvent utnyttelse av konkurransefordelen i kombinasjon med gjennomgående forbedret effektivitet, tror vi dette vil føre til sterkere og økt etterspørsel i fremtiden. Den økte etterspørselen vil være et positivt bidrag til selskapets resultat, noe som også underbygges ved det ledelsen har kommunisert den siste tiden. De guider for et positivt årsresultat for selskapet i 2010, og en sterkere utvikling i årene som kommer.

Totalt taler det for en vekst i tiden som kommer, og estimerer på hvor stor veksten vil være i årene argumenteres under produktområdene.

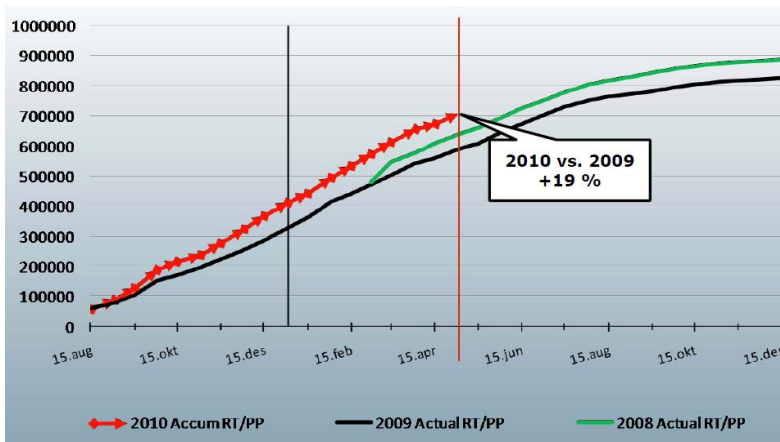
Hurtigruten norskekysten

Totale inntekter falt i 2009 i forhold til 2008 og ble prosentvis ca 8 % lavere. Det tolker vi som et resultat av finanskrisen som inntraff. Nedgangen i passasjerer sammenlignet med 2008 var på 12 %. Inntektene falt med 5 % i rundreise og 10 % for distansereise, og det ble således et utfordrende år. Denne inntektsposten utgjør historisk ca. 70 % av inntektene for selskapet, og er derfor en svært viktig inntektskilde.

Vi velger å ta utgangspunkt i 2008 for budsjetteringen fordi dette året er etter vårt syn minst påvirket av finanskrisen. Finanskrisen rammet passasjerinntektene i liten grad fordi den oppstod sent i året. Som en konsekvens av dette var det kun de månedene hvor selskapet vanligvis har lavest belegg som kunne påvirkes. 2009 ble også svakt av flere unormale hendelser som grunnstøtting og redusert kapasitet.

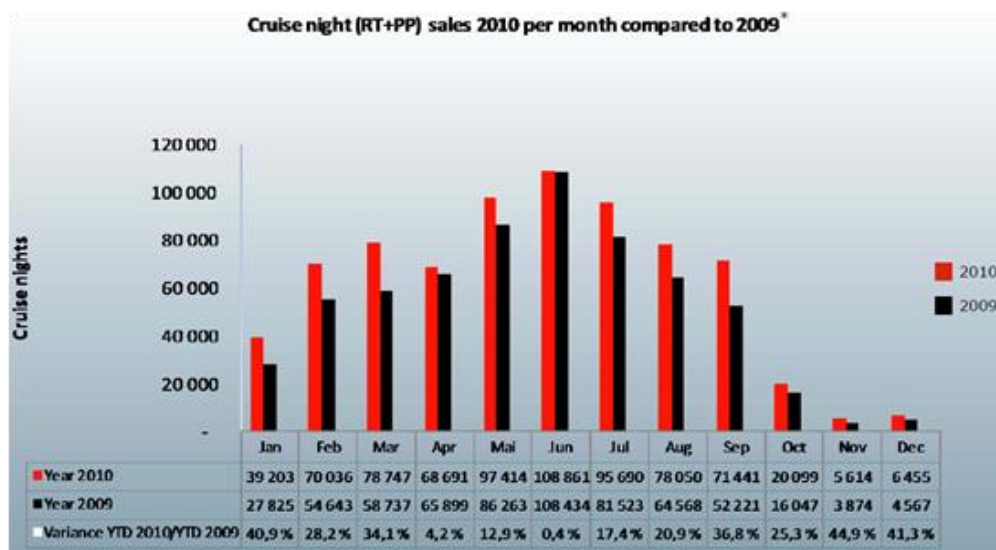
Selskapet opplyste ved resultatfremleggelsen 1.kvartal 2010 at forhåndsbookingen var betydelig bedre ved sammenligning for periodene i 2008 og 2009. Vi forventer derfor at en betydelig økning vil forekomme i 2010, spesielt sammenlignet med 2009. I store markeder som Tyskland, Norge, Storbritannia og Frankrike har det vært en økning i booking utenfor sommersesongen. Vi har også tro på økning fra USA i fremtiden. Økning i etterspørselen antar vi blant annet relateres til forbedret markedsføring og salg av nye kombinasjoner og innovasjoner av produktet. Endringen av produktet er etter vår mening en riktig retning for

fremtiden, da dette spesielt vil kunne gi flere distansereiser av yngre generasjoner enn tidligere.



Figur 6.3: Sammenligning av forhåndsbooking 2008-2010. Kilde: HRG 1.kvartalsrapport 2010.

Som vi ser av figur 6.4 under er det stor framgang i måneder hvor selskapet tidligere har hatt svakt belegg. Sommermånedene har historisk vært gode for selskapet og potensialet er mindre her. For 2010 ser vi at det har vært økning for de tre første månedene sammenlignet med tidligere. Vi antar at det fortsatt er et stort potensial, spesielt de tre siste månedene av året, for å øke belegget. For å få økt belegg må det konkurreres med mer fordelsaktige priser. Spesielt utenfor sommermånedene vil prisnivået være avgjørende for veksten. Potensialet for fremtiden ligger i å synliggjøre muligheten for reiser av kortere lengde, og dermed øke totalbelegget. Dette gjelder også i kombinasjon med kurs/konferanser i måneder som ligger utenfor sommersesongen.



Figur 6.4: Bookingtall pr. 1. mai 2009-2010. Kilde: HRG 1.kvartalsrapport 2010.

Det er også lagt ned ressurser i utvikling av nytt online bookingsystem. Mer oversiktlig produkttilbud i kombinasjon med konkurransedyktige priser ser vi på som en potensiell ”trigger” for å øke veksten av distansepassasjerer.

På bakgrunn av diskusjon ovenfor legger vi til grunn og antar at foreløpige bookingtall vil gi selskapet betraktelig økte passasjerinntekter sammenlignet med 2009. I lys av de bookingtall som er opplyst av selskapet forventer vi i 2010 en prosentvis økning på ca 13 % i passasjerinntektene sammenlignet med 2009. Videre budsjetterer vi en avtagende positiv vekst fra 2011 til 2014 med vekst i intervallet 3-7 %.

For å finne de andre inntektene for Hurtigruten norskekysten ser vi på historiske tall. De inneholder noe usikkerhet, og vil derfor kun være en pekepinn. Vi har estimert inntekter fra ombordsalg og andre inntekter til å utgjøre henholdsvis 19 % og 5 % av passasjerinntektene på bakgrunn av de historisk rapporterte tall.

Hurtigruten norskekysten	2008	2009
Ombord/Passasjer	18,91 %	20,67 %
Andre/Passasjer	5,77 %	5,35 %

Tabell 6.2: Historisk forholdstall for inntekter.

I inneværende hurtigruteavtale har staten en opsjon på å forlenge gjeldene avtale med inntil 1 år, og den antar vi vil bli utøvd. Dette fordi anbudskriteriene ble utsatt fra 2009 på ubestemt tid, og at prosessen vil ta tid i forhold til ESA. For en fremtidig avtale velger vi å legge til grunn dagens hurtigruteavtale, inkludert tilleggsavtale som ble forhandlet frem. Selskapet opplyser selv at de har indikasjoner på at det politiske miljøet ønsker å videreføre dagens modell (HRGs generalforsamling, 2010). Det kan muligens knyttes usikkerhet til om det vil bli reduksjon av antall skip og endret seilingsmønster. Vi velger å se bort fra det og forutsetter likevel at dagens seilingsmønster opprettholdes. Vi antar at dagens avtale gir et godt grunnlag for vinneren av anbudet, og vil være levelig for begge parter. Fremtidens avtale vil etter vårt syn bli lik dagens. Dette blant annet fordi det politiske miljø har av interesse å kunne opprettholde et bærekraftig rutenett for distriktene. Hurtigrutens betydning for distriktene er viktig, og vi forutsetter at ESA ikke vil ha noen innvendinger som skaper problemer.

Det antas at selskapet vil vinne et eventuelt anbud i fremtiden. Dette fordi det ikke kan observeres noen konkurrenter, og at selskapet besitter den eneste flåten som kan betjene en slik kyststrøte.

Vi forventer generelt at utviklingen for kontraktsinntekter fra avtalen vil øke med forventet inflasjon på 2,5 % hvert år, og ser bort fra justeringselementer som ligger i nåværende avtale. En betydelig vekst for kontraktsinntektene vil vanskelig kunne forsvares da det kan komme innvendinger fra ESA. De vil sannsynligvis forsøke å etterprøve og bevise at avtalen kan oppfattes som statsstøtte og derfor være konkurransevridende.

Nedenfor i tabell 6.3 har vi oppsummert utviklingen i inntektene til Hurtigruten norskekysten. For perioden etter 2010 ser vi en avtakende vekst, men grunnet en markant bedring i verdensøkonomien og tydeligere effekter av inntektsforbedringsprogrammet antar vi positiv vekst videre. I 2014 vil veksten totalt være i underkant av 3 %, og vi mener veksten i inntekter representerer en normalisering ved at de inntar en ”steady state”.

<i>Hurtigruten norskekysten</i>							
Inntekter	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Passasjer	1667676	1522945	1720928	1841393	1933462	2010801	2071125
Ombord	315427	314776	326976	349865	367358	382052	393514
Andre	96225	81449	86046	92070	96673	100540	103556
Kontrakt	418056	382401	391961	401760	411804	422099	432652
Totalte inntekter	2497384	2301571	2525912	2685087	2809297	2915492	3000847
Endring i inntekter		-7,84 %	9,75 %	6,30 %	4,63 %	3,78 %	2,93 %
<i>Endring i passasjer</i>		-8,68 %	13,00 %	7,00 %	5,00 %	4,00 %	3,00 %
<i>Endring i om bord</i>		-0,21 %	3,88 %	7,00 %	5,00 %	4,00 %	3,00 %
<i>Endring i andre</i>		-15,36 %	5,64 %	7,00 %	5,00 %	4,00 %	3,00 %
<i>Endring i kontrakt</i>		-8,53 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %

Tabell 6.3: Oppsummering av inntekter.

Explorer cruise

Produktområdet Explorer cruise utgjorde for 2009 9,5 % av de totale inntektene, en økning fra 2008 da de utgjorde 7,5 %.

Salget i 2009 økte markant med over 24 % vekst fra 2008. Det var knyttet stor usikkerhet til hvordan finanskrisen ville ramme dette produktområdet. Det ble totalt en nedgang i antall gjestedøgn på 2 %, noe som indikerer at inntektenes økning kan relateres et høyere prisnivå. Økningen i prisnivået skyldes blant annet lengre opphold i Antarktis enn tidligere år.

Vi kommer til å ta utgangspunkt i 2009 for videre budsjettering. Dette fordi produktområdet generelt tiltrekker seg kunder med høy priselastisitet og som i liten grad lot seg påvirke av finanskrisen. I tillegg ble produktområdet delvis restrukturert løpet av 2008, og i 2009 ble det tidligere Pol-til-Pol produktet langs kysten av Amerika avsluttet.

Selskapet opplyser om at Explorer cruise henvender seg til et av de mest vekstkraftige segmentene innenfor internasjonalt reiseliv. Produktområdet møter konkurranse fra flere

andre skip, men vi ser på selskapets produkter som sterke og innovative for fremtiden og forventer derfor økende etterspørsel. Det som er særegent med Explorer cruise er at opplevelsen er helt unik, og det faktum at opplevelsene fra produktet representerer en knapphet i verden. I kombinasjon med stadig strengere restriksjoner og ønsket om å oppleve noe unikt og sårbart, har vi tro på økende etterspørsel rundt dette produktet. Vi antar ikke at miljømessige forhold vil sette begrensninger for selskapets trafikk i de sårbare områdene. Samtidig antar vi at også dette produktet vil tiltrekke seg flere pensjonister i fremtiden, spesielt de formuende.

De viktigste markedene for Explorer cruise har tradisjonelt vært Tyskland og USA. Vi ser på bedringen i USAs økonomi for inneværende år som en faktor til økning i passasjerinntektene. I prognoser fra IMF (2010) vil USA være det landet med særdeles god BNP utvikling og det ventes en betydelig innhenting i økonomien etter finanskrisens påvirkninger. Økte markedsføringstiltak bør også gi effekter i form av økt salg.

Vi forventer en vekst på 8 % i passasjerinntekter for 2010. Dette er en sterk vekst, og er betraktelig bedre enn endringer i verdensøkonomien. Vi har tro på en såpass god vekst fordi produktområdet er unikt og finner det rimelig å anta denne veksten på bakgrunn av diskusjonen ovenfor. Fra 2011 vil veksten avta noe, men vi ser fortsatt positivt fremover og opprettholder sterk vekst. Dette støttes også av prognoser fra IMF (2010). En nedgang på 1 % fra 2010 gir oss derfor en vekst på 7 % i 2011. Deretter vil det være en gradvis svakere vekst. Avtakende vekst for fremtiden relateres til overgang mot normalisering og det antas også i denne sammenheng en viss påvirkning fra nye restriksjoner. Det normaliserte vekstnivå settes til 3 % fra og med 2014.

Inntekter fra ombordsalg og andre inntekter beregner vi likt som under Hurtigruten norskekysten, og er gjengitt i tabell 6.4 nedenfor.

Explorer cruise	2008	2009
Ombord/Passasjer	8,61 %	5,73 %
Andre/Passasjer	2,98 %	1,30 %

Tabell 6.4: Historisk forholdstall for inntekter.

Vi antar at ombordsalg vil ligge innenfor intervallet 6 -8 % av passasjerinntektene, mens vi for andre inntekter anslår en stabil andel på 2 %.

Totalt vil inntektene for produktområdet gi en god vekst i 2010, og deretter gradvis falle ned til et normalisert nivå på 3 % fra og med 2014.

Explorer cruise							
Inntekter	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Passasjer	193465	250380	270410	289339	306699	318967	328536
Ombord	16665	14337	21633	17360	18402	19138	19712
Andre	5767	3263	5408	5787	6134	6379	6571
Kontrakt	0	0	0	0	0	0	0
Totalte inntekter	215897	267980	297451	312486	331235	344485	354819
Endring i inntekter		24,12 %	11,00 %	5,05 %	6,00 %	4,00 %	3,00 %
Endring i passasjer		29,42 %	8,00 %	7,00 %	6,00 %	4,00 %	3,00 %
Endring i om bord		-13,97 %	50,89 %	-19,75 %	6,00 %	4,00 %	3,00 %
Endring i andre		-43,42 %	65,74 %	7,00 %	6,00 %	4,00 %	3,00 %

Tabell 6.5: Oppsummering av inntekter.

Spitsbergen

Spitsbergen som produktområde utgjør ca 7 % av selskapets totale inntekter. Utviklingen fra 2008 til 2009 har vært svak, og det ble registrert en prosentvis nedgang i inntektene på 9 %.

Finanskrisen rammet bedriftskunder betydelig og det førte til en nedgang for produktområdet. Nedgangen reduserte salgsinntektene særlig i kurs- og konferansesalg, samt mersalg av ekstraprodukter til denne kundegruppen. Det resulterte i at Spitsbergen ble det produktområdet som var hardest rammet i 2009.

Verdensøkonomien er nå i en bedring i forhold til finanskrisen, spesielt det norske markedet, og vi vil derfor legge til grunn 2008 for budsjetteringen. Dette fordi selskapet selv opplyser om at 2009 ble signifikant påvirket av finanskrisen.

Selskapet opplyser i 1.kvartalsrapporten 2010 at fremgangen har vært god for begynnelsen av 2010 i forhold til 2009, men at det fortsatt er en stykke unna nivået for 2008.

Vi forventer at 2010 vil bli et år som innhenter seg, og at økt aktivitet fra næringslivet i Norge vil virke positivt inn. Veksten for 2010 forventer vi vil bli ca 8 %, noe som betyr at det kun er en nedgang på 1,85 % i forhold til 2008. Veksten i 2011 blir betraktelig sterkere med 10 % hovedsakelig fordi vi venter økt etterspørsel fra Europa noe som også støttes av IMF (2010) sine prognoser for den økonomiske utviklingen i Europa. Veksten vil gradvis avta og normaliseres på 3 %.

Spitsbergen							
Inntekter	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Salg	210 489	191 297	206601	231393	247590	259970	267769
Ombord	0	0	0	0	0	0	0
Andre	0	0	0	0	0	0	0
Kontrakt	0	0	0	0	0	0	0
Totalte inntekter	210489	191297	206601	231393	247590	259970	267769
Endring i inntekter		-9,12 %	8,00 %	12,00 %	7,00 %	5,00 %	3,00 %
Endring i salg		-9,12 %	8,00 %	12,00 %	7,00 %	5,00 %	3,00 %

Tabell 6.6: Oppsummering av inntekter.

Øvrig/Charter

Det som er av salgsinntekter fra produktområdene charter og øvrig, relateres hovedsakelig fra bussvirksomheten og charter/utleie av skip. Inntektene fra produktområdet har historisk utgjort ca 13-15 % av totalinntektene, og er således viktig for Hurtigruten.

I 2009 fikk ble det en fin økning i salgsinntektene med hele 18,49 %. Mye av økningen forklares med utleie av et skip til oljeindustrien, noe som innbrakte ca 160 MNOK. Vi vil i budsjetteringen skille dette produktområdet i to. Charter er for øvrig et nyopprettet produktområde, men har i lang tid vært underlagt øvrig virksomhet. Generelt har øvrig bestått av flere forskjellige typer virksomheter de seneste årene, og utviklingen er derfor vanskelig å måle.

For charter forventes utviklingen å være positiv, hovedsakelig fordi selskapet har fått en stor kontrakt knyttet til utleie av skip med oppstart i 2010. Denne kontrakten gir ca 700 MNOK i salgsinntekter over 18 måneder, og leier har opsjon på forlengelse av 18 nye måneder. Selskapet fikk i 1.kvartal 2010 et mobiliseringsfee for å klargjøre skipet, M/S Finmarken er pr. juni 2010 i full drift som hotellskip.

Vi registrer at denne type virksomhet gir selskapet gode og mer forutsigbare salgsinntekter i avtaleperiodene. Vi har også tro på at det vil være behov for oppdrag av lik karakter i fremtiden, spesielt fra oljebransjen i forbindelse med store utbygninger. Det forventes derfor at selskapet klarer å inngå lignende kontrakter i fremtiden.

Veksten fra 2009 blir merkbar, og i 2011 vil skipet være i drift hele året. Vi antar at det for fremtiden vil inngås kontrakter av lik karakter, og estimerer derfor på bakgrunn av dagens kontrakt.

Charter							
Inntekter	2009 Q1	2010 Q1	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Salg	56 825	0	311000	450950	441931	450770	450770
Ombord	0	0	0	0	0	0	0
Andre	0	73 728	73728	0	0	0	0
Kontrakt	0	0	0	0	0	0	0
Totalte inntekter	56825	73728	384728	450950	441931	450770	450770
Endring i inntekter		29,75 %	421,82 %	17,21 %	-2,00 %	2,00 %	0,00 %

Tabell 6.7: Oppsummering av inntekter.

Den øvrige virksomheten består nå hovedsakelig av bussvirksomheten. Den forventer vi vil være stabil fordi rutenettet er innarbeidet, og at det ikke er et spesielt vekstmarked. I tillegg har Cominor en allsidig busspark som kan anvendes til andre typer oppdrag ved tap av ruter. 1.kvartal 2010 er inntektene fordelt ca 50/50 mellom salgs- og kontraktsinntekter. For bussvirksomhetens kontraktsinntekter, velger vi å videreføre forholdet i tilnærmet lik grad. Vi antar at de vil utgjøre ca 100 MNOK i året. Nedgangen fra tidligere år begrunnes i avvikling av hurtigbåtdrift samt frafall av noen bussruter. Fylkeskommunene utlyser jevnlig bussruter på anbud slik at det alltid vil være konkurranse. Den siste tiden har bussvirksomheten tapt noen, men også vunnet andre mindre bussruter. Bussvirksomheten følger vanlig konkurranse, vi forventer her en vekst lik forventet inflasjon på 2,5 %. For 2010 antar vi salgsinntektene vil utgjøre 175 MNOK, fallet relateres som nevnt ovenfor til avvikling av hurtigbåtdrift 1.kvartal 2010.

Øvrig									
Inntekter	2008	2009	2009 Q1	2010 Q1	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Salg	68 837	0	55 197	55 771	175 000	179 375	183 859	188 456	193 167
Ombord	3 308	682	0	0	0	0	0	0	0
Andre	291 659	430 378	0	0	0	0	0	0	0
Kontrakt	204 520	203 668	53444	54285	100000	102500	105063	107689	110381
Totalte inntekter	568324	634728	108641	110056	275000	281875	288922	296145	303549
Endring i inntekter				1,30 %	149,87 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %

Tabell 6.8: Oppsummering av inntekter.

Oppsummering av driftsinntekter

Når vi legger sammen de estimerte inntektene fra de ulike segmentene, får vi den samlede driftsinntektsposten for selskapet. Som vi ser av tabell 6.9 under gjenspeiler driftsinntektene våre forventninger. Vi vil spesielt trekke frem 2010 som et sterkt år hvor vi forventer en samlet vekst på nesten 11 %, slik det framgår vil 2010 og 2011 fremstå som to svært viktige år med sterk vekst. Spesielt er det knyttet store forventninger til Hurtigruten norskekysten. Gradvis vil inntektene gi en tilnærmet lik vekst som våre inflasjonsforventninger. Totale driftsinntekter er oppsummert i tabell 6.9 nedenfor.

Hurtigruten							
Inntekter	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Hurtigruten norskekysten	2 497 384	2 301 571	2 525 912	2 685 087	2 809 297	2 915 492	3 000 847
Explorer cruise	215 897	267 980	297 451	312 486	331 235	344 485	354 819
Spitsbergen	210 489	191 297	206 601	231 393	247 590	259 970	267 769
Charter			384728	450950	441931	450770	450770
Øvrig	568 324	634 728	275 000	281 875	288 922	296 145	303 549
Totalte inntekter	3492094	3395576	3689692	3961791	4118976	4266862	4377753
Endring i inntekter		-2,76 %	8,66 %	7,37 %	3,97 %	3,59 %	2,60 %

Tabell 6.9: Oppsummering av driftsinntekter.

Driftskostnader

HRGs driftskostnader består av forskjellige typer kostnader som rapporteres på produktområdenivå. Det er også her en svakhet i forhold til at produktområdene er endret mye, og egner seg derfor dårlig for å måle utviklingen. Vi vil likevel gå inn på hvert enkelt produktområde og i likhet med estimering av inntektene, utarbeide estimater for utviklingen i kostnadene.

Generelt for driftskostnadene antar vi at det ikke vil forekomme noen store endringer knyttet til skatter og avgifter. Dette fordi det er stor politisk stabilitet hvor selskapet opptrer. Den generelle utviklingen forventes derfor å følge inflasjon. Likevel ser vi enkelte avvik som det argumenteres for i de forskjellige kostnadspostene.

Noen kostnadsposter blir estimert i prosent av inntekter og vil således budsjetteres på bakgrunn av forholdstall. Dette fordi slike kostnader knyttes direkte opp mot omsetning. Andre kostnader som lønn og drivstoff karakteriseres mer som en "fast kostnad" og følger derfor den generelle utvikling i samfunnet.

Hurtigruten norskekysten

Selskapet deler Hurtigruten norskekysten inn i 5 kostnadsposter. Grunnlaget for estimeringen er vanskelig, da tilgjengelig informasjon ikke er tilstrekkelig. Vi har derfor valgt å benytte historiske forholdstall i enkelte poster, mens vi for andre har lagt til grunn samfunnsøkonomisk utvikling. På bakgrunn av dette vil vi forsøke å underbygge våre estimater med innslag fra den strategiske analysen.

Hurtigruten norskekysten	2008	2009
Kommisjon og Tr./Passasjer	25,07 %	24,60 %
Ombord/(Passasjer og ombord)	10,91 %	11,62 %
Andre driftskostnader/(Passasjer, ombord og andre)	13,52 %	14,27 %

Tabell 6.10: Historisk forholdstall for kostnader.

Som vi ser av tabell 6.10 ovenfor har kommisjons- og transportkostnader historisk utgjort rundt 25 % av passasjerinntektene. I denne posten inngår blant annet kostnader som selskapet har i forbindelse med kjøp av utflukter hos eksterne leverandører. Grunnet lav forhandlingsmakt fra leverandørene, og et gjensidig avhengighetsforhold ser vi ingen betydelige utfordringer i fremtiden som tilsier markant økning i slike kostnader. Vi antar at kostnadsposten vil utgjøre 25 % av passasjerinntektene i 2010. Grunnet økte passasjerinntekter som følge av et høyere prisnivå, velger vi å justere kostnadsposten ned til 24 % resten av perioden.

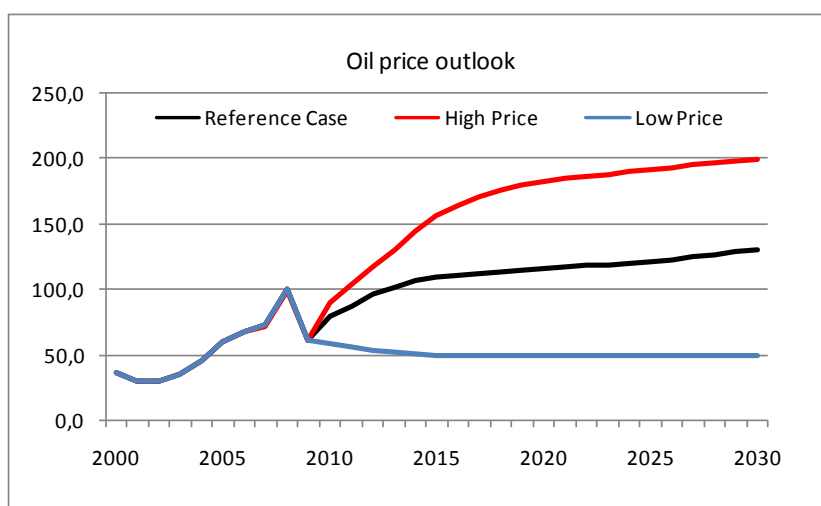
Ombordkostnadene har historisk utgjort rundt 11 % av inntekter fra passasjerer og ombordsalg. Det er generelle kostnader knyttet til innkjøp av varer og tjenester for den daglige driften ombord på skipene. Vi forventer en bedre organisering i innkjøpsprosessen og derfor en nedgang i antall ”ikke-planlagte” innkjøp fra leverandører utenfor innkjøpsavtaler. For fremtiden vil vi derfor justere ned denne kostnadsposten til å utgjøre 10 % av passasjer- og ombordsalgsinntekter. Den relativt beskjedne nedgangen forklarer vi med at det til en viss grad alltid vil forekomme slike innkjøp.

Andre driftskostnader i forhold til driftsinntekter eksklusiv kontraktsinntekter, har historisk utgjort ca 14 %. Økningen i 2009 skyldes i stor grad lavere inntekter og flere uheldige episoder som blant annet grunnstøting. Medlemskapet i GRESS-gruppen vil vi fremheve som spesielt gunstig, da denne begrenser leverandørens forhandlingsmakt. På sikt forventer vi at flere av driftskostnadene vil inngå i denne avtalen. Dette vil gi bedre priser, og vi antar i denne sammenheng at andre driftskostnader vil falle til 13 % av nevnte inntekter i fremtiden.

Lønnskostnadene falt fra 2008 til 2009 med over 6 %, dette knyttes til en omorganisering hvor det som følge av økt effektivitet ga mulighet for redusert bemanning. For 2010 og utover antar vi det vil være minimale muligheter for flere omorganiseringer. Vi ser at behovet for dagens bemanning må opprettholdes for å møte et økende antall passasjerer i fremtiden. De to siste år har effektiviteten vært lav i forhold til antall passasjerer, fordi organiseringen ombord krever en ”normal” bemanning uavhengig av belegget. Vi antar derfor at lønnskostnaden vil stige i takt med generell lønnsutvikling i samfunnet. Vi er heller ikke kjent med at selskapet

har noen avtaler knyttet til bonusutbetalinger av betydelig karakter ved ekstraordinære resultater, og dermed ingen overraskende lønnsutbetalinger. For inneværende år ser det ut til å bli en økning på 3 % i lønnskostnader, og vi budsjetterer videre med årlige økninger i intervallet fra 3-5 %.

Drivstoffkostnadene følger den generelle oljeprisutviklingen i verden. I 2009 falt drivstoffkostnadene for hurtigruten norskekysten med ca 27 % i forhold til 2008. Reduksjon relateres til fall i oljeprisen.



Figur 6.5: Forventet oljeprisutvikling. Kilde: EIA (2010).

I 2010 har vi sett en oppgang i oljeprisen, og det gir selskapet høyere kostnader knyttet til drivstoff. Vi antar derfor at drivstoffkostnaden vil øke med ca 20 % i forhold til 2009 på bakgrunn av den observerte utviklingen i 2010. Videre fremover er det vanskelig å spå utviklingen, men forventningene våre bygger på *The U.S. Energy Information Administration* (EIA) sine prognoser presentert i figur 6.5 ovenfor. Vi tror likevel ikke at økningen i drivstoffkostnadene vil følge oljeprisutviklingen fullt ut. Dette fordi vi forventer at innovasjoner som har vært utprøvd på enkelte skip, vil bli implementert på hele skipsflåten noe som etter vårt syn vil bidra til å redusere drivstoffkostnaden. I tillegg har vi tro på nye innovasjoner som fortløpende vil bli utprøvd. Derfor legger vi til grunn økning som er avtagende intervallet 4-7 % årlig fremover.

På bakgrunn av overnevnte diskusjon har vi estimert følgende kostnader knyttet til driften av Hurtigruten norskekysten gjengitt i tabell 6.11 under.

Hurtigruten norskekysten							
Kostnader	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Kommisjon og transport	418042	374665	430232	441934	464031	482592	497070
Ombord	216309	213610	204790	219126	230082	239285	246464
Lønn	479569	448807	462271	480762	504800	524992	540742
Drivstoff	352482	260053	312064	333908	353943	371640	386505
Andre drift	281039	273838	277414	296833	311674	324141	333865
Driftskostnader	1747441	1570973	1686771	1772563	1864530	1942650	2004646
Endring i driftskostnader		-10,10 %	7,37 %	5,09 %	5,19 %	4,19 %	3,19 %

Tabell 6.11: Oppsummering av driftskostnader.

Explorer cruise

Explorer cruise har de samme kostnadspostene som Hurtigruten norskekysten. Estimeringen i utviklingen av kostnadspostene vil derfor følge samme metode.

Explorer cruise	2008	2009
Kommisjon og Tr./Passasjer	31,43 %	26,07 %
Ombord/(Passasjer og ombord)	9,41 %	9,43 %
Andre driftskostnader/(Passasjer, ombord og andre)	24,99 %	16,46 %

Tabell 6.12: Historiske forholdstall for kostnader.

Forholdstallet for kostnader knyttet til kommisjons- og transportkostnader har i 2009 falt. Kostnadene knytter seg hovedsakelig til kostnader som selskapet har i forbindelse med transport av passasjerer til utseilingshavner, men også utflukter fra eksterne leverandører. Et høyere prisnivå i 2009 enn 2008 førte til bedring i inntektene, noe som tilsier en relativ økning i slike kostnader. Fallet relateres imidlertid til nedgang i antall passasjerer. HRG har i løpet av 2009 som tidligere nevnt økt prisene på sine produkter, mens leverandørene i mindre grad har fulgt denne utviklingen. Et stabilt prisnivå har gitt HRG bedre marginer ved å videreformidle overnevnte tjenester. For fremtiden forventer vi at leverandørene vil ha lav forhandlingsmakt. Dette gjelder spesielt flyselskap, noe som forsterker muligheten for å opprettholde gode marginer. Høyere totale inntekter i fremtiden gjør at vi antar denne kostnadsposten vil utgjøre mindre, og dermed forsterker trenden vi har sett historisk. I 2010 forventes kostnadsposten å utgjøre 25 % av passasjerinntekter, og i tiden etterpå falle slik at den vil ligge i intervallet 22-24 %.

Historisk har forholdstallet til ombordkostnadene ligget stabilt på 9 % av passasjer- og ombordinntekter. I lys av diskusjonen under Hurtigruten norskekysten forventer vi at det faller til 8 % i fremtiden.

Kostnadsposten andre driftskostnader forbedret seg i 2009 sammenlignet med tidligere år, hvor de da utgjorde i overkant av 16 % i forhold til passasjer, ombord- og andre

driftsinntekter. Mye av forbedringen skyldes avviklingen av Pol-til-Pol cruisene som i kombinasjon med store driftskostnader og lavt belegg utgjorde en kostnadsulempe. For fremtiden forventer vi at kostnaden vil ligge nedadgående i intervallet 15-16 %. Reduksjon relateres sterkt til like forbedringsprosesser som nevnt i Hurtigruten norskekysten.

Lønnskostnadene for Explorer cruise falt i 2009 med nesten 15 %. Lignende omorganisering som Hurtigruten norskekysten samt redusert bemanning under forflytning mellom polene utgjør hovedsakelig fallet. Vi forventer i fremtiden en lik utvikling som ved Hurtigruten norskekysten, uavhengig om lønnsbetingelsene er på norske eller utenlandske vilkår. Vi antar lik utvikling i drivstoffkostnaden på bakgrunn av diskusjon under Hurtigruten norskekysten.

På bakgrunn av overnevnte diskusjon har vi estimert følgende kostnader knyttet til driften av Explorer cruise gjengitt i tabell 6.13 under.

Explorer cruise							
Kostnader	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Kommisjon og transport	60800	65273	67603	69441	70541	71768	72278
Ombord	19763	24973	23363	24536	26008	27048	27860
Lønn	29215	24947	25695	26723	28059	29182	30057
Drivstoff	34739	23972	28766	30780	32627	34258	35629
Andre drift	53947	44101	47592	49998	49685	51673	53223
Driftskostnader	198464	183266	193020	201478	206921	213929	219047
Endring i driftskostnader		-7,66 %	5,32 %	4,38 %	2,70 %	3,39 %	2,39 %

Tabell 6.13: Oppsummering av driftskostnader.

Spitsbergen

For produktområdet rapporteres det om cruise-, lønns- og andre kostnader. Vi estimerer kostnadene i lys av historiske forholdstall.

Spitsbergen	2008	2009
Cruise/Inntekter	63,68 %	70,44 %
Andre driftskostnader/Inntekter	8,26 %	9,44 %

Tabell 6.14: Historisk forholdstall for kostnader.

Slik vi ser av tabell 6.14 over økte cruisekostnader i forhold til inntekter betraktelig i 2009, økningen relateres i vesentlig grad til svikt i inntekter. Kostnadene tilnyttet cruise var i stor grad fast, og selskapet kunne ikke kansellere cruise grunnet lav etterspørsel. I 2010 forventer vi at inntektene bedrer seg, og at omorganisering gir lavere kostnader enn tidligere. Vi antar at også drivstoff inngår i denne kostnaden uten at dette er spesifisert. Tidligere forventet

utvikling i drivstoffkostnaden vil være lavere enn 2008. Dette gjør at vi estimerer en utvikling i forholdstallet til å ligge i intervallet 62-63 %.

Andre kostnader har ligget stabilt rundt 9 % av inntekter og vi ser ingen tydelig reduksjoner. Økte inntekter gjør at vi i fremtiden forventer at andre kostnader vil utgjøre ca 8 % av de framtidige inntektene. Lønnskostnaden falt i 2009 med ca 4 %, og vi forventer at utviklingen vil ligge i tråd med anslag fra tidligere omtalte produktområder. Under i tabell 6.15 har vi oppsummert utviklingen i kostnadene for Spitsbergen.

Spitsbergen							
Kostnader	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Kommisjon og transport	0	0	0	0	0	0	0
Ombord	0	0	0	0	0	0	0
Lønn	12872	12380	12751	13261	13925	14482	14916
Cruise	134036	134746	130158	143464	153506	161181	166017
Andre drift	17378	18052	16528	18511	19807	20798	21422
Driftskostnader	164286	165178	159438	175236	187238	196460	202354
Endring i driftskostnader		0,54 %	-3,48 %	9,91 %	6,85 %	4,93 %	3,00 %

Tabell 6.15: Oppsummering av driftskostnader.

Charter

For dette nyopprettede produktområdet har vi svært lite historikk. Vi har derfor tatt utgangspunkt i 1. kvartal 2009 og 2010. Kostnadene fra 2009 reflekter kostnader når selskapet selv bemanner skipet fullt ut. Vi vet at dagens kontrakt tar utgangspunkt i at selskapet har en bemanning på kun 5-7 årsverk, og har satt ut den daglige driften. Til de historiske forholdstallene vil det derfor være knyttet noe usikkerhet til. Tallene danner i kombinasjon med forutsetninger grunnlaget for budsjetteringen.

Charter	2009 Q1	2010 Q1
Ombord/Inntekter	9,31 %	0,00 %
Andre drift/Inntekter	15,20 %	55,48 %

Tabell 6.16: Historisk forholdstall for kostnader.

Vi antar at ombordkostnadene vil utgjøre ca 10 % av inntekter i 2010 på grunnlag av innkjøringsfasen i forbindelse med drift av hotellskipet. For fremtiden reduserer vi denne til 9 % på antagelser om mer effektiv drift.

Andre kostnader er i 1.kvartal 2010 rapportert til ca 40 MNOK. Disse knytter seg til klargjøring og diverse teknisk vedlikehold som maling av skipet i forhold til tidligere nevnte oppdrag. Fremover antar vi at denne posten hovedsakelig vil være knyttet til kostnader forbundet med ”outsourcing” av den daglige driften. Et anslag på størrelsen i forhold til

inntektene vil være noe over 55 % som 1.kvartal 2010 indikerer. Vi forventer at den vil være ca 56 % totalt for 2010, og deretter øke til 57 % i fremtiden.

Lønnskostnadene for 2010 forventes å være rundt 25 MNOK, hvorav ca 17 MNOK kan tilskrives mobilisering av skipet. Vi er usikker på hvor stor lønnskostnadene vil være fremover, men på bakgrunn antatt bemanning tror vi den vil ligge på ca 8 MNOK i et normalt år. Utviklingen vil således følge forventet lønnsutvikling som beskrevet i Hurtigruten norskekysten.

Drivstoffkostnaden for 2010 er i 1.kvartal 2010 rapporter til 3,5 MNOK, denne kostnaden kan i vesentlig grad knyttes til forflytting av skipet fra Europa til Australia. Totalt for 2010 antar vi at drivstoffkostnadene vil ligge på ca 12 MNOK. Den lave drivstoffkostnaden begrunnes med at skipet ikke er under seiling, og vi antar derfor at kostnadene i utgangspunktet relateres til produksjon av strøm ombord. Et skip som går i trafikk under Hurtigruten norskekysten har et årlig drivstofforbruk på ca 30 MNOK. For fremtiden har vi valgt å budsjettere med utgangspunkt i 2010 og regulert det med antatt endring i drivstoffkostnader under Hurtigruten norskekysten. Det er stor usikkerhet til denne estimeringen, men vi velger å være på den trygge siden i forhold til uforutsette hendelser og har derfor valgt å budsjettere deretter.

Charter							
Kostnader	2009 Q1	2010 Q1	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Kommisjon og transport	0	0	0	0	0	0	0
Ombord	5 290	0	31100	40586	39774	40569	40569
Lønn	9 278	16 555	25000	8000	8400	8736	8998
Drivstoff	4 068	3 499	12000	12840	13610	14291	14863
Andre drift	8 637	40 906	174160	257042	251901	256939	256939
Driftskostnader	27273	60960	242260	318467	313685	320535	321369
Endring i driftskostnader		123,52 %	297,41 %	31,46 %	-1,50 %	2,18 %	0,26 %

Tabell 6.17: Oppsummering av driftskostnader.

Øvrig

Produktområdet består i dag hovedsakelig av bussvirksomheten, og det er i 1.kvartalsrapport 2010 utarbeidet sammenligningstall for 2009. Vi ønsker å benytte de, og har derfor beregnet følgende forholdstall.

Øvrig	2008	2009	2009 Q1	2010 Q1
Lønn/Inntekter			55,24 %	48,29 %
Andre drift/Inntekter			33,63 %	40,86 %

Tabell 6.18: Historisk forholdstall for kostnader.

Lønnskostnadene utgjør i 2010 en betydelig mindre andel av inntektene. Vi velger å forholde oss til de siste observasjoner. Antagelser om at omorganisering og økt effektivitet har resultert i forbedringen i forhold til 2009 forutsettes. Vi velger derfor å anta at lønnskostnaden i 2010 vil utgjøre ca 49 % av inntektene, og har for fremtiden justert tallene med antatt lønnsutvikling.

Andre kostnader i forhold til inntekter har i det siste kvartalet hatt en negativ utvikling. I denne posten inngår blant annet kostnader knyttet til drivstoff, vedlikehold og lignende for den daglige driften. Vi anslår at denne kostnaden totalt for 2010 og fremtiden vil være ca 37 % av inntektene som er et snitt av de historiske observasjonene. Denne posten knyttes det stor usikkerhet til. Total blir driftskostnadene for øvrig virksomhet følgende.

<i>Øvrig</i>									
Kostnader	2008	2009	2009 Q1	2010 Q1	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Kommisjon og transport	11 300	0	0	0	0	0	0	0	0
Ombord	3 576	11 675	0	0	0	0	0	0	0
Lønn	11 836	31 159	60 012	53 148	134750	140140	147147	153033	157624
Drivstoff	14 575	19 034	0	0	0	0	0	0	0
Andre drift	384 364	393 601	36 540	44 965	101750	104294	106901	109574	112313
Driftskostnader	425651	455469	96552	98113	236500	244434	254048	262607	269937
Endring i driftskostnader		7,01 %			-48,08 %	3,35 %	3,93 %	3,37 %	2,79 %

Tabell 6.19: Oppsummering av driftskostnader.

Oppsummering av driftskostnader

Når vi legger sammen de estimerte kostnadene fra de ulike segmentene, får vi den samlede driftskostnadsposten for HRG. Økningen i de første årene reflekterer veksten i omsetning og økt aktivitet. For budsjetteringsperiodens slutt antar vi at kostnadene er kommet i en ”steady state”, og således representerer fremtiden. Totale driftskostnader er oppsummert i tabell 6.20 nedenfor.

<i>Hurtigruten</i>							
Driftskostnader	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Hurtigruten norskekysten	1 747 441	1 570 973	1 686 771	1 772 563	1 864 530	1 942 650	2 004 646
Explorer cruise	198 464	183 266	193 020	201 478	206 921	213 929	219 047
Spitsbergen	164 286	165 178	159 438	175 236	187 238	196 460	202 354
Charter			242260	318467	313685	320535	321369
Øvrig	425 651	455 469	236 500	244 434	254 048	262 607	269 937
Totale driftskostnader	2535842	2374886	2517989	2712178	2826421	2936181	3017353
Endring i kostnader		-6,35 %	6,03 %	7,71 %	4,21 %	3,88 %	2,76 %

Tabell 6.20: Oppsummering av totale driftskostnader.

Salgs-, markedsførings- og administrasjonskostnader

Denne posten budsjetterer vi samlet for hele selskapet. Fra den strategiske analysen vet vi at kostnadsreduksjonsprogrammet ”Ny-struktur” skal gi kostnadsreduksjoner på ca 150 MNOK i forhold til 2008 med full effekt i løpet av 2010.

Besparelsene kan relateres til redusert bemanning som følge av oppsigelser. Omorganisering av salgsapparat med plassering i lavkostland. Innføring av felles bookingsystem, og mindre anvendelse av agent/reisebyrå samt større satsning på å nå kunder via internett. Vi antar også at kostnadsreduksjoner kan relateres til nedsatt reisevirksomhet i administrasjon, som følge av mer utstrakt bruk av videolink og bedre planlegging. Markedsføringskostnadene reduseres gjennom en sentralisering for utarbeidelse av strategi, kampanjer og andre salgsfremmende tiltak. Vi har derfor kommet frem til følgende estimering av kostnader knyttet til salg, markedsføring og administrasjon gjengitt i tabell 6.21. I 2010 budsjetterer vi en reduksjon på ca 144 MNOK, og fremover antar vi en svak økning i forhold til inflasjons forventninger.

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
S, M og A kostnader	696 198	593 630	552 452	568 244	585 270	602 806	620 868

Tabell 6.21: Kostnader knyttet til salg, markedsføring og administrasjon.

Prognose på EBITDA

Vi har foretatt budsjettering av inntekts- og kostnadsposter som inngår i EBITDA. Vi har forsøkt å gi rimelige estimater på bakgrunn av overnevnte diskusjoner og antagelser. Utviklingen i EBITDA marginen målt i prosent av salgsinntekter viser en positiv trend. I regnskapsanalysen presenterte vi et bransjesnitt på rundt 15 % i normalårene 2005-2007. Dette bransjesnittet ble derimot trukket ned av HRG.

Den fremtidige utviklingen i EBITDA marginen forutsetter at inntekts- og kostnadsforbedringsprogrammene gir positive resultater i tråd med våre estimater. Vår prognose gjengitt i tabell 6.22 viser en god utvikling av EBITDA, spesielt for 2010 og 2011. Utviklingen normaliseres gradvis og vi antar en ”steady state” ved slutten av budsjetteringsperioden.

Hurtigruten	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Totale driftsinntekter	3492094	3395576	3689692	3961791	4118976	4266862	4377753
Totale driftskostnader	2535842	2374886	2517989	2712178	2826421	2936181	3017353
S, M og A kostnader	696198	593630	552452	568244	585270	602806	620868
EBITDA	260054	427060	619251	681369	707285	727875	739533
EBITDA-margin	7,45 %	12,58 %	16,78 %	17,20 %	17,17 %	17,06 %	16,89 %
Endring i %		64,22 %	45,00 %	10,03 %	3,80 %	2,91 %	1,60 %

Tabell 6.22: Samlet budsjettert EBITDA for HRG.

Avskrivninger

For å beregne en mest korrekt fremtidig skatt knyttet til drift, må vi anslå de fremtidige avskrivninger.

	2007	2008	2009	Snitt	Median
Av- og nedskrivninger	455635	565413	341657	454235	455635
<i>Av- og nedskrivninger/Driftsinntekter</i>	<i>11,91 %</i>	<i>16,30 %</i>	<i>10,08 %</i>	<i>12,8 %</i>	<i>11,91 %</i>

Tabell 6.23: Historiske av- og nedskrivninger.

Ovenfor i tabell 6.23 ser vi at de historiske av- og nedskrivningene har utgjort ca 12 % av driftsinntektene. I de målte årene opplyser selskapet om ekstraordinære av- og nedskrivninger, spesielt i forhold til salg av eiendeler/virksomheter. Siden virksomheten til HRG er svært kapitalkrevende er det nødvendig å ta avskrivninger i betraktning for å beregne den driftsrelaterte skatten. Lite konkrete opplysninger av allerede skattemessige avskrivninger gjør det utfordrende.

Vi legger til grunn at selskapets avskrivninger i forhold til driftsinntekten vil være avtagende, og vil ligge i intervallet 6,5-9 % for fremtiden. Dette gir avskrivninger på rundt 300 MNOK i året. Estimater er noe usikkert men gir likevel en god indikasjon på avskrivninger.

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Avskrivninger	332072	316943	308923	298680	284554
<i>Avskrivninger/Driftsinntekter</i>	<i>9,00 %</i>	<i>8,00 %</i>	<i>7,50 %</i>	<i>7,00 %</i>	<i>6,50 %</i>

Tabell 6.24: Avskrivninger for fremtiden.

Skattekostnad

Vi forutsetter at selskapet betaler 28 % skatt av driftsresultatet. Det tas ikke hensyn til fremførbare underskudd i budsjetteringsperioden. Skattefordelen av dette er ført opp som eiendel og tillegges i verdsettelsen.

Endring i arbeidskapital

Arbeidskapital defineres som differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig ikke-rentebærende gjeld. Vi finner det nødvendig å utarbeide endringer i arbeidskapitalen, dette fordi det vil påvirke kontantstrømmen fra selskapets drift til dets eiere. Vi velger å estimere endringene på bakgrunn av historiske forholdstall. Ved å måle andelen til postene som inngår i arbeidskapitalen i forhold til driftsinntektene vil vi få en god indikasjon på utviklingen.

Omløpsmidler består av varer, kundefordringer, derivater, kontanter og bankinnskudd. Historisk har denne posten utgjort ca 37 % av driftsinntektene. Økningen i 2009 kan i stor grad relateres til emisjon hvor de finansielle omløpsmidlene økte, mens en omorganisering resulterte i reduksjon av kundefordring og derivater.

Den kortsiktige ikke-rentebærende gjelden består av leverandørgjeld, betalbar skatt og andre avsetninger/forpliktelser, og utgjør hovedsakelig den kortsiktig driftsrelaterede gjelden. Historisk har KDG utgjort ca 30 % av driftsinntektene, for 2009 falt forholdstallet til i overkant av 16 %. Fallet relateres i stor grad til avvikling av den solgte ferge- og hurtigbåtvirksomheten.

<i>Hurtigruten</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>Snitt</i>
Omløpsmidler	1332921	1413080	1567934	1036666	1245981	1319316
<i>Omløpsmidler/Driftsinntekter</i>	<i>38,51 %</i>	<i>38,19 %</i>	<i>40,98 %</i>	<i>29,89 %</i>	<i>36,76 %</i>	<i>36,87 %</i>
KDG	1364761	1079950	1233913	1065934	558054	1060522
<i>KDG/Driftsinntekter</i>	<i>39,43 %</i>	<i>29,19 %</i>	<i>32,25 %</i>	<i>30,73 %</i>	<i>16,46 %</i>	<i>29,61 %</i>

Tabell 6.25: Historisk utvikling av omløpsmidler og KDG.

Vi forventer en oppgang i omløpsmidlene, men samtidig en nedgang i forhold til driftsinntektene. Oppgangen antar vi vil komme i kundefordringer som følge av økt salg. Varelageret må også tilpasses et økende antall passasjerer. Økningen i omløpsmidlene er derfor naturlig i forhold til at det skjer en omsetningsøkning. I forhold til driftsinntektene antar vi en nedgang til 35 %, dette begrunner vi ut fra økt omløpshastighet på omløpsmidlene støttet av økende passasjerantall. Fremover forventer vi svak avtagende trend som forklares av bedre rutiner og effektiv drift.

Den kortsiktige driftsrelaterede gjelden forventer vi vil øke i takt med omsetning, og vil i fremtiden utgjøre 16 % av driftsinntektene. Dette fordi det vil være naturlig å få innvilget økt kredit i form av leverandørgjeld når innkjøpene blir større.

Hurtigruten	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Omløpsmidler	1291392	1347009	1379857	1408064	1422770
<i>Omløpsmidler/Driftsinntekter</i>	<i>35,00 %</i>	<i>34,00 %</i>	<i>33,50 %</i>	<i>33,00 %</i>	<i>32,50 %</i>
KDG	590351	633887	659036	682698	700440
<i>KDG/Driftsinntekter</i>	<i>16,00 %</i>	<i>16,00 %</i>	<i>16,00 %</i>	<i>16,00 %</i>	<i>16,00 %</i>
Arbeidskapital	701041	713122	720821	725366	722329
Endring i arbeidskapital	13114	12081	7698	4546	-3037
<i>Arbeidskapital/Driftsinntekter</i>	<i>19,00 %</i>	<i>18,00 %</i>	<i>17,50 %</i>	<i>17,00 %</i>	<i>16,50 %</i>

Tabell 6.26: Fremtidig utvikling i arbeidskapital.

Endringen i arbeidskapitalen forventer vi vil bli finansiert over driften slik at det ikke er behov for økning i den kortsiktige finansielle gjelden.

Investeringer

Selskapets investeringer består av normale driftsinvesteringer for å sikre en kontinuerlig kvalitet innenfor driften. De to siste årene har det vært investert i nytt bookingsystem på til sammen ca 60 MNOK. Vi ser på disse investeringer som engangsinvestering og har kun inkludert normale driftsinvesteringer i tabell 6.27 under.

	2008	2009	Snitt
Investeringer	189739	128180	158960
<i>Investeringer/Driftsinntekter</i>	<i>5,47 %</i>	<i>3,78 %</i>	<i>4,63 %</i>

Tabell 6.27: Historiske investeringer.

Vi mener at den fremtidige normale driftsinvesteringen for 2010 vil utgjøre ca 4,5 % av driftsinntektene. Dette er en oppgang i kronebeløp i forhold til 2009, noe som skyldes investeringer for klargjøring av M/S Finnmarken. Vi antar også mulige ekstraordinære investeringer knyttet til omorganiseringen og det nye bookingsystemet. Fremover forventer vi at investeringene vil ligge i intervallet 3-3,5 %. Økt antall passasjer fremover vil gi større slitasje, for å opprettholde kvalitet ombord vil driftsinvesteringen øke i kronebeløp i takt med omsetningsøkning. Vi velger derfor å holde forholdstallet konstant i fremtiden.

Selskapet har i dag to skip som er ca 50 år gamle, og det vil være naturlig at det både må påregnes og kreves oppgraderinger, og på lengre sikt utskiftning. Administrerende direktør i HRG Olav Fjell har uttalt at selskapet er i planleggingsstadiet. Fjell presiserer at utskiftninger skal skje etter en plan som er tilpasset selskapet finansielle situasjon. *”Vi vil ha en fornuftig fornyelse av flåten, uten at vi på noen måte skal bli gjeldsslaver igjen”*, sier Fjell (E24.no, 2010).

Fjell vil ikke tidfeste når en eventuell utskiftning vil bli aktuell. Selskapet avventer utlysning av anbud for kystruten Bergen – Kirkenes, og endring av betingelser som antall skip og seilingsmønster kan og vil være avgjørende.

Vi forutsetter som tidligere nevnt at dagens seilingsmønster opprettholdes, og at det i fremtiden vil være behov for utskiftninger av flåten. Grunnet dagens finansielle situasjon ser vi at investeringen ikke vil komme de nærmeste 3-5 årene. Vi har likevel valgt å gjøre avsetninger for investering knyttet til utskiftninger i flåten, og har fra 2012 valgt å avsette 20 MNOK årlig for fremtidige investeringer.

På bakgrunn av overnevnte diskusjon er våre estimater på fremtidige investeringer presentert i tabell 6.28 under.

Hurtigruten	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Investeringer	166036	138663	185354	192009	196999
Investeringer/Driftsinntekter	4,50 %	3,50 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %
Avsetninger for Inv. i skip			20000	20000	20000
Totale investeringer	166036	138663	205354	212009	216999

Tabell 6.28: Fremtidig utvikling i investeringer.

Gjeldsbetjening

Det opplyses om såkalte "Financial Covenants" for selskapets gjeld (HRG årsrapport, 2009), de er som følger:

”Arbeidskapitalen inkludert ubrukte trekkrettigheter skal være positiv. Hurtigruten skal ha en fri likviditetsbeholdning på NOK 200 millioner. EBITDA skal være større enn konsernets årlige gjeldsforpliktelse og utbyttebetalinger, eller konsernets frie likviditetsbeholdning inkludert ubrukte trekkrettigheter skal være minst NOK 350 millioner. Egenkapitalandel på 22,5 %, hvor konvertibelt obligasjonslån regnes som egenkapital i relasjon til låneavtalene. Det ble den 27. mars 2008 inngått et tillegg til låneavtalen. Tillegget innebærer at fra og med den 30. september 2009 til og med den 30. juni 2010 er kravet til egenkapitalandel 25 % og fra og med den 30. september 2010 og etter dette er egenkapitalandel kravet 27,5 % ”.

I årsrapporten for 2009 opplyses det om følgende forfallstruktur for selskapets gjeld gjengitt i tabell 6.29 under.

(Beløp i 1 000 kroner)	2009
Forfall for langsiktige lån er som følger:	
Mindre enn ett år	116 842
Mellom ett og fem år	3 312 191
Mer enn fem år	375 352
Herav klassifisert som holdt for salg (note 7)	(102 958)
Sum	3 701 427

Tabell 6.29: Forfall av langsiktig gjeld for HRG. Kilde: HRG årsrapport (2009).

Vi har vært i kontakt med Anita Jacobsen, Finance Manager i HRG, for ytterligere informasjon vedrørende forfallstrukturen. Fra selskapets side opplyses det om en gjeldsbetjening på 900 MNOK i årene 2012 og 2013. I dette beløpet inngår utsatte avdrag i perioden 2009-2011 av uopplyst beløp. Vi antar at selskapet vil refinansiere store deler av gjelden for å møte forpliktelsene, og at det vil styres mot å oppnå et egenkapitalkrav på rundt 30 %. Dette er konsistent med overnevnte krav, og selskapets ønske om lavere gjeldsandel for fremtiden.

For fremtiden antar vi etter en vurdering derfor at selskapet netto vil ha en gjeldsbetjening på 120 MNOK i årene 2012-2014. En slik netto nedbetalingsprofil vil finansieres gjennom driften, og våre antagelser for fremtidig gjeld vil opprettholdes deretter.

Det vil knyttes en del usikkerhet til våre estimater fordi ingen av obligasjonene som utgjør gjelden er børsnotert. Noe som gjør at det er lite tilgjengelig informasjon om forfallstruktur for gjelden utstedt av selskapet.

Oppsummering av budsjetterte kontantstrømmer

På bakgrunn av diskusjon ovenfor kan vi i tabell 6.30 under nå presentere HRGs fremtidige kontantstrøm til totalkapitalen. Den operasjonelle kontantstrømmen etter skatt inntar etter vårt syn en utvikling i slutten av budsjetteringsperioden som er representabel for "steady state".

Denne kontantstrømmen vil danne grunnlaget for fremskrivning av den implisitte budsjetteringen, og for den endelige verdsettelsen senere i utredningen.

Hurtigruten	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
EBITDA	619251	681369	707285	727875	739533
- Normale investeringer	166036	138663	205354	212009	216999
- Endring i arbiedskapital	13114	12081	7698	4546	-3037
= Normalisert driftskontantstrøm	440101	530625	494233	511320	525571
- Effektiv skatt 28 %	80410	102039	111541	120174	127394
= Operasjonell kontantstrøm etter skatt	359691	428586	382692	391146	398177
- Gjeldsnedbetaling	0	0	120000	120000	120000
= FCFF	359691	428586	262692	271146	278177

Tabell 6.30: Oppsummering av fri kontantstrøm til totalkapitalen, FCFF.

Kapittel 7 – Verdsettelse av Hurtigruten ASA

I dette kapitlet skal selskapets egenkapital verdsettes. Vi har som tidligere nevnt valgt å benytte en fundamental verdsettelsesmetode, og selve verdsettelsen gjøres ved hjelp av totalkapitalmetoden. Dette er en metode som tar utgangspunkt i de fremtidig budsjetterte kontantstrømmene vi estimerte i forrige kapittel. Vi må foreta en estimering av de fremtidige avkastningskravene for å finne nåverdien av kontantstrømmene. For å finne nåverdien av den implisitte budsjetteringsperioden benytter vi Gordons formel, som vil bli presentert senere. Summen av nåverdien til kontantstrømmene kalles Enterprise value eller totalkapital. Ved å gjøre fratrukk for netto finansiell gjeld, og tillegg for verdien av andre eiendeler, finner vi verdien av egenkapitalen. Etter å ha fullført verdsettelsen vil vi presentere vårt syn på hva en aksje er verdt med utgangspunkt i våre egne beregninger og skjønnsmessige vurderinger. I dette kapitlet har vi benyttet Brealey et al. (2006), Damodaran (2002), Koller et al.(2005) og Penman (2007) i beregningen. Vi har også benyttet forelesningsnotaer fra Johnsen (2008), Knivsflå (2006), Kinserdal (2010) og Östberg (2010). I tabell 7.1 under beskrives elementene i totalkapitalmetoden som ble gjennomgått i kapitlet verdsettelsesteori.

Enterprise Value
+/- Verdi netto finansiell gjeld
+/- Verdi andre eiendeler
+/- Verdi av skatteeiendel
= Verdi EK

Tabell 7.1: Totalkapitalmetoden. Kilde: Damodaran (2002).

Avkastningskrav

Et fremtidig avkastningskrav trengs for å finne Enterprise value, og en fremskrivning vil være nødvendig for å fullføre verdsettelsen. Vi må derfor gjøre en beregning for både egenkapitalkrav og gjeldskrav for å finne det fremtidige vektete avkastningskrav (WACC) til totalkapitalen.

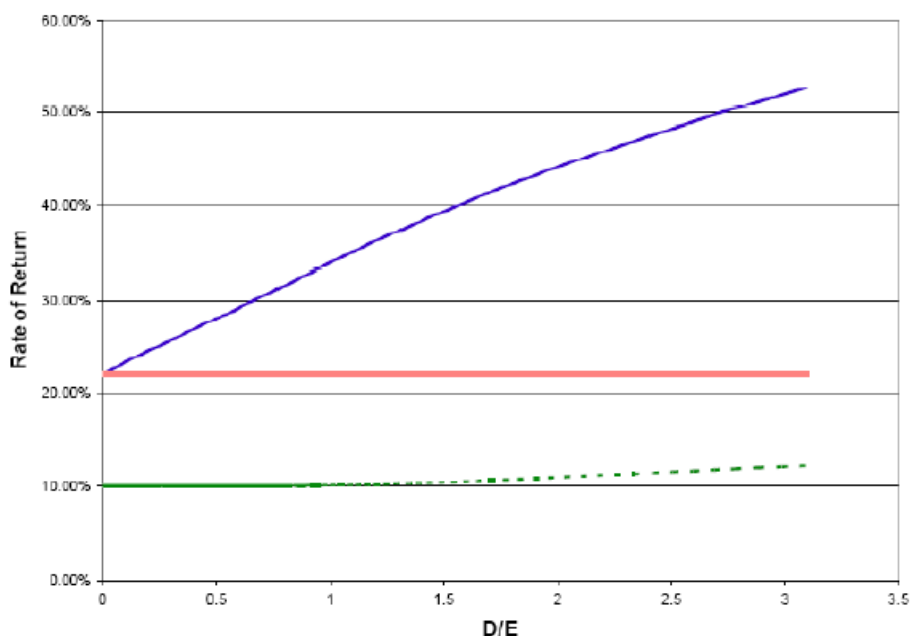
WACC – ”*Weighted average cost of capital*” representerer et vektet gjennomsnitt av kravet til egenkapital og kravet til gjeld og representerer således investors og kreditors krav til minimum kapitalavkastning. WACC beregnes ut fra følgende formel:

$$WACC = r_e * \frac{EK}{EK + Gjeld} + (1 - skatt) * r_g * \frac{Gjeld}{EK + Gjeld}$$

Figur 7.1: Formel for WACC.

Slik det fremgår av formelen, består totalkapitalkravet av egenkapitalkravet(r_e) multiplisert med andel av egenkapital i forhold til totalkapital og gjeldskravet(r_d) multiplisert med andelen gjeld i forhold til totalkapital. I gjeldskravet blir det også tatt hensyn til skattefordelen($1-s$) ved bruk av gjeldsfinansiering. Vi vil videre beskrive hvilke faktorer og forutsetninger vi for fremtiden har valgt å benytte i vår beregning.

I beregning av WACC bygger våre forutsetninger på Modigliani og Miller (M&M) sine teorier om et selskaps finansiering (Brealey et al., 2006). De hevder at i en verden med perfekte kapitalmarkeder vil et selskaps verdi ikke påvirkes av endringer i kapitalstrukturen. Perfekte kapitalmarkeder forutsetter fravær av skatter, symmetrisk informasjon, ingen transaksjons- og agentkostnader. Dette betyr dermed at ved perfekte kapitalmarkeder vil økt egenkapitalrisiko utlignes av "billigere" gjeldsfinansiering i stigende gjeldsandel, noe som derfor holder et selskaps kapitalkostnad konstant (Östberg, 2010). Dette kan forklares ut fra figur 7.1, hvor M&M beskriver at den vektete økning i gjeld vil øke risiko til egenkapital og at denne økningen dermed blir utlignet av den lavere gjeldskostnaden. Siden teorien bygger på perfekte kapitalmarkeder vil derfor ikke kapitalstrukturen påvirke et selskaps kapitalkostnad og WACC vil følgelig holdes konstant.



Figur 7.2: M&M proposisjon 2. Kilde: Östberg (2010)

At alle disse forutsetningene er oppfylt samtidig skjer sjelden. Vi forutsetter likevel at hovedlinjene i teoriene er oppfylt, noe som således betyr at endringer i finansiering ikke vil påvirke selskapets verdi. WACC vil derfor kun påvirkes av endringer i rentenivå.

Hvordan kapitalstrukturen ser ut kan også påvirkes av om en benytter bokførte eller markedets verdier. For å bestemme vektene som benyttes i beregning av WACC tar vi utgangspunkt i markedsverdien til både egenkapital og gjeld. For gjeld vil markedsverdier i liten grad avvike fra bokførte, mens det for egenkapital som regel observeres store avvik.

Egenkapitalkrav

For å beregne et egenkapitalkrav (ekk) benytter vi CAPM. Både modellen og elementer som inngår er presentert og forklart tidligere i utredningen. Videre vil kun det som oppfattes som relevant for fremtiden bli omtalt. Egenkapitalkravet beregnes ut fra følgende formel:

$$ekk = R_f + \beta * (R_M - R_f) + \lambda$$

Figur 7.3: Formel egenkapitalkrav.

Risikofri rente (Rf):

For å få et godt anslag på den fremtidige risikofrie renten tar vi utgangspunkt i den strategiske analysen. Der presenterte vi figur 4.6 med Norges Banks sine anslag på styringsrenten. Formen på rentekurven indikerer en svak stigende trend fra dagens lave styringsrentenivå. Forventninger ligger for 2010 på rundt 2 %, 3 % i 2011, 4 % i 2012, 4,5 % i 2013 og 5 % i 2014. Videre er rentekurven avtakende og mer stabiliserende slik vi tolker den. Det er også lagt inn en usikkerhetsvifte i anslagene, noe som synliggjør en betydelig risiko med fremtidige anslag. Norske statsobligasjoner er tilnærmet risikofri, og effektive renter opplyses på Oslo Børs. En 3-årig og 5-års statsobligasjon omsettes med effektive årlige renter på 1,97 % og 2,33 % 26. mai 2010. Denne renten mener vi er alt for lav og lite representativ for fremtiden. Derfor legger vi til grunn forventningene funnet i Norges Bank sin rentekurve.

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Risikofri rente før skatt	2,00 %	3,00 %	4,00 %	4,50 %	5,00 %

Tabell 7.2: Forventet fremtidig årlig risikofri rente før skatt.

Siden rentekurven representerer en årlig rentebane, vil vi i våre anslag på risikofri rente for budsjettperioden beregne en gjennomsnittlig rente for hvert av årene. Vi velger i den sammenheng å benytte et geometrisk snitt av de foregående års renter frem til og med forfall. På den måten vil vi ikke overestimere rentenivået og i så måte ta hensyn til forfallstrukturen og da benytte en rentebane som representerer år til år, og ikke årlig endring. For normalåret

velger vi å sette risikofri rente til 5 %, dette begrunnes ut fra rentekurven presentert av Norges Bank i figur 4.6 med støtte i historiske data fra 3- og 5 års statsobligasjoner med gjennomsnitt på henholdsvis 4,94 % og 5,17 % de siste 15 år (Norges Bank, 2010).

Markedets risikopremie, (R_m-R_f):

Tidligere i utredningen har vi benyttet 4,3 % som markedets risikopremie før skatt. Slik vi ser det vil den tidligere benyttede risikopremien også være egnet for fremtiden. For å finne markedets risikopremie etter skatt har vi foretatt en skattejustering, og kommet frem til følgende risikopremier i fremtiden:

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	Evig
Markedets risikopremie før skatt	4,30 %	4,30 %	4,30 %	4,30 %	4,30 %	4,30 %
+ Risikofri rente før skatt	2,00 %	2,50 %	3,00 %	3,37 %	3,69 %	5,00 %
* Skatt	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %
= Markedets risikopremie etter skatt	4,86 %	5,00 %	5,14 %	5,24 %	5,33 %	5,70 %

Tabell 7.3: Markedets fremtidige risikopremie etter skatt.

Betarisiko (β):

Anslag på betarisiko ble gjort ved å måle egenkapitalbeta tidligere under regnskapsanalysen, og vi vil legge til grunn den egenkapitalbetaen vi beregnet der. Den er etter en justering anslått til 1,12 og vi forutsetter at egenkapitalbetaen ikke endrer seg i fremtiden.

Likviditetspremie (λ):

Vi anser at likviditetsrisikoen i aksjen er betydelig endret i forhold til historien. Dette på bakgrunn av økt interesse i og rundt aksjen, samt utviklingen i handelsvolum spesielt fra og med siste halvdel av 2009. I løpet av de 4 første månedene av 2010 har aksjen hatt god likviditet, og det har til tider vært ”daytrader” tendenser hvor faren for innlåsning har vært fraværende. Vi mener derfor at det for fremtiden ikke vil være behov for en likviditetspremie.

Fremtidig egenkapitalkrav

Vi har i overnevnte avsnitt presentert de nødvendige faktorer som inngår i beregningen for egenkapitalkravet. Som vi ser av tabell 7.4 under vil de fremtidige egenkapitalkravene i de første årene kunne oppfattes som lavt. Dette skyldes det svært lave rentenivået som er i begynnelsen av denne perioden. Vi mener at det i slutten av perioden vil representere et mer normalisert egenkapitalkrav som følge av økning i den risikofrie renten.

Egenkapitalkrav	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	Evig
Risikofri rente etter skatt	1,44 %	1,80 %	2,16 %	2,43 %	2,66 %	3,60 %
+ Beta	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12
* MP etter skatt	4,86 %	5,00 %	5,14 %	5,24 %	5,33 %	5,70 %
+ Lividitetspremie	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
= Egenkapitalkrav etter skatt	6,88 %	7,40 %	7,91 %	8,30 %	8,63 %	9,98 %

Tabell 7.4: Fremtidige egenkapitalkrav etter skatt.

Finansielt gjeldskrav

For å beregne gjeldskravet tar vi utgangspunkt i den rentebærende gjelden for selskapet. Den gjelden som er rentebærende finnes klassifisert som finansielle gjeld. Den driftsrelaterte gjelden er som regel ikke-rentebærende, og eventuell påløpt og betalt rente blir dekket over driften. Den finansielle gjelden betjenes av kontantstrømmen til totalkapitalen, og inngår derfor i beregning av WACC som en kapitaltyt med et avkastningskrav for gjelden.

Elementer som inngår i beregning av et finansielt gjeldskrav er risikofri rente, markedspremie knyttet til systematisk risiko og en kredittpremie. Formelen for utregning av finansielt gjeldskrav er som følger:

$$fgk = R_f + \beta * (R_M - R_f) + krp$$

Figur 7.4: Formel finansielt gjeldskrav.

Risikofri rente (R_f):

Vi tar utgangspunkt i den tidligere angitte utviklingen for risikofrie rente funnet under egenkapitalkravet, og henviser til begrunnelse der. Det vil foretas en skattejustering av den risikofrie renten fordi gjeldskostnader er fradragberettiget.

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	Evig
Risikofri rente før skatt	2,00 %	2,50 %	3,00 %	3,37 %	3,69 %	5 %
- 28 % Skatt	0,56 %	0,70 %	0,84 %	0,94 %	1,03 %	1,40 %
= Risikofri rente etter skatt	1,44 %	1,80 %	2,16 %	2,43 %	2,66 %	3,60 %

Tabell 7.5: Fremtidig risikofri rente etter skatt.

Betarisiko (β):

Den systematiske risikoen for gjelden måles med betarisiko. Den antas å være fraværende fordi risikoen over en tidsperiode knyttet til finansielle eiendeler og gjeld forventes å utligne hverandre. Vår antagelser bygger også på at ved en eventuell konkurs vil kreditorer ha første

prioritet i et eventuelt konkursbo. Vi forutsetter derfor at selskapet ikke har noen systematisk risiko knyttet til gjelden.

Kredittpremie (krp):

For alle selskaper er det en relativ sannsynlighet for konkurs, og medfølgende konsekvenser for at et selskap derfor ikke tilbakebetaler gjelden den har ovenfor lånegiveren(e). En kredittpremie kompensere derfor for den risiko en lånegiver påtar seg knyttet til risiko. På bakgrunn av en syntetisk rating kan det estimeres hvor stor en kredittpremie bør være knyttet til selskapets konkurssannsynlighet. En kredittpremie vil derfor i stor grad varierer mellom selskap på bakgrunn av risikoer knyttet til likviditet og soliditet. Generelt vil kredittpremien gå opp når sannsynligheten for konkurs øker, eller med andre ord kredittverdigheten synker. For å beregne kredittpremie benyttes kredittrisikofaktor fra den syntetiske ratingen. Den multipliseres deretter med risikofri rente etter skatt.

På bakgrunn av regnskapsanalysen beregnet vi en syntetisk rating for selskapet til å tidsvektet være B+, for 2009 ble ratingen BB-. Dette er relativt likt med bransjen som fikk en syntetisk rating tidsvektet BB- og for 2009 på B+. Konkurssannsynligheten for bransjen ligger da i intervallet 1,36 % til 6,08 %, tilhørende kredittrisikofaktor er da på rundt 1. Fremskrivning av kredittpremien for selskapet vil vi estimere på bakgrunn av den historiske ratingen og kvalitativ informasjon fra selskapet.

Selskapet fikk i 2006 låne ca 3300 MNOK fra et banksyndikat ledet av Nordea. Opprinnelig rente for lånet ble opplyst til å være NIBOR-rente + 1,15 % i kredittrisikopremie (HRG emisjonsprospekt, 2009). I forbindelse med refinansieringen i 2009 ble kredittrisikopremien justert opp og er ikke offentlig kjent har vi fått opplyst etter samtale med selskapet (Jacobsen, 2010). HRG ønsker imidlertid ikke å opplyse om nåværende kredittrisikopremie fra overnevnte banksyndikat. Syntetisk rating for 2008 og 2009 for selskapet ble C+ og BB-, kredittrisikofaktor for C+ er beregnet til å være i underkant av 27. Lånet fra banksyndikatet forfaller i begynnelsen av 2013, og vi antar at kredittpremien ikke er særlig gunstig for selskapet. Det forutsettes at det i tidsperioden ikke vil bli anledning til forhandling om justering, grunnet lavere konkurssannsynlighet. Det opplyses også i samtale med selskapet at den resterende finansielle gjelden er knyttet til mindre obligasjonslån med årlig rente på 7-10 % med forfall i 2012. Denne gjelden ble hovedsakelig reforhandlet og delvis utstedt under refinansieringen.

På bakgrunn av opplysninger fra selskapet antar vi derfor at selskapet vil måtte betale en kredittrisikofaktor som er betraktelig høyere enn 1. Vi mener at en kredittpremie tilsvarende en syntetisk rating på CCC+ /B- kan være relevant å bruke i perioden fremt til 2012. Dette fordi selskapet gjennom emisjon klarte å innbringe ny egenkapital for videre drift, og i tillegg presenterte en plan for fremtiden som lånegiverne godtok. Kredittrisikofaktoren er derfor satt til 2 ut 2012. I 2013 forventer vi at selskapet klarer å refinansiere gjelden med en kredittpremie som tilsvarer en syntetisk rating likt bransjen, og setter derfor kredittrisikofaktoren til 1.

Gjeldskrav	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	Evig
Risikofri rente f.skatt	2,00 %	2,50 %	3,00 %	3,37 %	3,69 %	5,00 %
- 28 % Skatt	28,00 %	28,00 %	28,00 %	28,00 %	28,00 %	28,00 %
= Risikofri rente e.skatt	1,44 %	1,80 %	2,16 %	2,43 %	2,66 %	3,60 %
+ Kredittrisikofaktor	2	2	2	1	1	1
* Kreditrisikopremie	2,88 %	3,60 %	4,32 %	2,43 %	2,66 %	3,60 %
= Gjeldskrav etter skatt	4,32 %	5,40 %	6,47 %	4,85 %	5,32 %	7,20 %

Tabell 7.6: Fremtidig gjeldskrav etter skatt.

Fremskriving av WACC

For å beregne WACC trenger vi kapitalstrukturen til selskapet. Dette fordi vi trenger å vite andelen til kapitallyterne for å kunne beregne et vektet avkastningskrav for totalkapitalen. Vi har i beregningen av avkastningskravene til kapitallyterne lagt vekt på at kapitalstrukturen holdes konstant. Derfor vil kapitalstrukturen i fremskrivningsperioden som nevnt ovenfor også holdes konstant og ikke påvirkes av forventede gjeldsnedbetalinger.

For å beregne markedsverdien av egenkapitalen for HRG, tar vi antall utestående aksjer og multipliserer de med prisen for en aksje notert ved Oslo Børs. Vi velger å legge til grunn sluttkursen torsdag 27. mai 2010 som var 5,11 NOK. Antall utestående aksjer er på tidspunktet 420 260 000, og gir en markedsverdi av egenkapitalen på 2 146 MNOK. Total finansiell gjeld som vi definerer som rentebærende gjeld hadde ved utgangen av regnskapsåret 2009 en markedsverdi på 3 840 MNOK. Nedenfor er kapitalstrukturen oppsummert i tabell 7.7.

Aksjepris	5,11		
Markedsverdi EK	2147529	E/E+D	35,86 %
Markedsverdi gjeld	3840890	D/E+D	64,14 %

Tabell 7.7: HRGs kapitalstruktur.

År	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	Evig
E/E+D	35,86 %	35,86 %	35,86 %	35,86 %	35,86 %	35,86 %
D/E+D	64,14 %	64,14 %	64,14 %	64,14 %	64,14 %	64,14 %
ekk	6,88 %	7,40 %	7,91 %	8,30 %	8,63 %	9,98 %
fgk	4,32 %	5,40 %	6,47 %	4,85 %	5,32 %	7,20 %
WACC	5,24 %	6,12 %	6,99 %	6,09 %	6,51 %	8,20 %

Tabell 7.8: Fremtidige beregnede WACC.

Den fremtidige utviklingen av det vektete avkastningskravet er stigende over budsjetteringsperioden. Som vi ser går det opp med ca 3 % fra 2010 til evig WACC, noe som representerer den utviklingen i risikofrirente vi forventer. I tillegg ser vi at en normalisering av gjeldskravet vil gi en indikasjon på en mer normal WACC. Total sett vil fremskrivningen av WACC representere fremtiden bedre enn om vi hadde valgt å benytte en konstant WACC beregnet ut fra dagens situasjon i 2010. Anvendelse av konstant WACC ville således ha representert et snitt for fremtiden, og likevel gi en nokså lik verdi som ved fremskrivning.

Enterprise value

Kalkulering av Enterprise value gjøres i to forskjellige trinn. Vanlig praksis er at en ved hjelp av en toperiodisk DCF modell kalkulerer nåverdien av de eksplisitte og implisitte kontantstrømmene til totalkapitalen. Det første trinnet i vår modell innebærer å beregne nåverdien av kontantstrømmene for de fem første årene. Enterprise value kan derfor beregnes ved følgende formel:

$$EV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{KS_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV}{(1 + WACC)^5}$$

Figur 7.5: Formel for Enterprise value.

Siden vi har estimert de fremtidige avkastningskravene kan vi nå diskontere fremtidige kontantstrømmer for å finne nåverdien. Nåverdien av de eksplisitte kontantstrømmene finnes enkelt ved tradisjonell nåverdiberegning. Derimot for å finne nåverdien av de implisitte kontantstrømmene må vi beregne terminalverdien ved starten av de implisitte budsjetteringsperiodene, og diskontere den til dagens nåverdi.

Terminalverdien (TV) også kalt horisontverdien er nåverdien av de evige fremtidige kontantstrømmene på det tidspunktet den implisitte budsjetteringsperioden starter. Som grunnlag for den implisitte budsjetteringen har vi valgt å ta utgangspunkt i den operative

kontantstrømmen fra drift i 2014. Kontantstrømmen til totalkapitalen i 2014 inneholder gjeldsbetjeningen på 120 MNOK, noe vi anser som unormalt. Vi mener derfor at den operative kontantstrømmen fra drift er det beste estimatet og mest representativt for hvordan kontantstrømmen til totalkapitalen vil se ut i fremtiden. Det vil følgelig knyttes stor usikkerhet fordi den bygger på flere forutsetninger og antagelser fra vår side.

For å beregne terminalverdien benyttes Gordons formel som tar utgangspunkt i at kontantstrømmene er evige og utgjør en uendelig geometrisk serie med konstant vekstrate. Ved beregning av terminalverdi er det normalt at den utgjør rundt 70-80 % av verdien til totalkapitalen. Endringen i WACC og vekstrate får stor innvirkning på terminalverdien.

Ved beregning av terminalverdien er vi avhengig av å bestemme den langsiktige veksten som HRG forventes å ha i fremtiden. Den langsiktige veksten i en økonomi eller et samfunn, henger normalt sammen med alminnelig vekst i makroøkonomiske faktorer. Det vil være unormalt at veksten på lang sikt overstiger den nominelle vekst. Nominell vekst består av realvekst og inflasjonen. Hvis veksten på lang sikt er større enn den nominelle veksten vil det mest sannsynlig bidra til nyetableringer og/eller sterkere rivalisering blant eksisterende aktører. Dette vil være med på å senke vekstraten til et rundt den langsiktige nominelle veksten som en økonomi eller et samfunn generelt har. Tidligere i utredningen har vi i budsjetteringsperioden lagt til grunn en vekstrate på kort/mellomlang sikt som er betydelig sterkere enn den forventede nominelle veksten. Dette fordi vi forventer at mye av den ubenyttede kapasiteten selskapet besitter pr. 2010 vil bli utnyttet bedre. Når selskapet inntar "steady state" ser vi derimot at denne vekstraten ikke kan opprettholdes. Den største langsiktige veksten som HRG på sikt kan forvente seg mener vi derfor er langsiktig nominelle vekst. Historiske BNP-utvikling Norge har fra 1865 til 2009 gitt en gjennomsnittlig vekst på ca 2,9 % (SSB.no, 2010). Norges Bank styrer etter et inflasjonsmål på 2,5 % (Norges Bank, 2010) for økonomien i Norge. Ved å legge historien til grunn for langsiktig nominell vekst vil den teoretisk riktige veksten i fremtiden være rundt 5 %. Fra begynnelsen av 2000-tallet og til 2009/2010 har det historisk vært lav og til tider ingen inflasjon. Spesielt i 2009 var realveksten i de viktigste økonomiene for HRG negativ. For fremtiden velger vi å legge til grunn en vekstrate på 2,5 % på bakgrunn av overnevnte diskusjon. I enkelte år vil det være en realvekst når inflasjon er under 2,5 %, mens det i andre år vil være tilbakegang fordi inflasjon er over 2,5 %. Under har vi presentert Gordons formel som benyttes for å regne ut terminalverdien:

$$TV = \text{Gordons formel} = \frac{\text{Kontantstrøm}}{(WACC - \text{vekstrate})} = \frac{KS_6}{(WACC^n - g)}$$

Figur 7.6: Formel for terminalverdi.

Netto finansiell gjeld

For å finne selskapets netto finansielle gjeld tar vi utgangspunkt i de omgrupperte regnskapene fra regnskapsanalysen. Ved å ta total finansiell gjeld og trekker fra de finansielle eiendelene får vi netto finansiell gjeld. Utgangen av 2009 utgjorde de finansielle eiendelene 840 MNOK, og den finansielle gjelden 3 840 MNOK. Netto finansiell gjeld for HRG utgjør derfor ca 3 000 MNOK.

Andre eiendeler

Selskapet har virksomhet som er definert som ikke-videreført og holdt for salg, og derfor diskontinuerlig for fremtiden. I tillegg har de eiendeler som er definert som investeringer i tilknyttede selskaper. De tilknyttede selskapene er hovedsaklig Nor Lines AS og Funn IT AS. I budsjetteringen tok vi ikke hensyn til kontantstrøm fra disse virksomhetene. Diskontinuerlig virksomhet har vi utelatt fordi vi anser den for å være lite relevant for fremtiden. Når det gjelder investeringer var det ikke nok tilgjengelig informasjon rundt kontantstrømmen i forhold til om selskapet mottar utbytte/konsernbidrag, vi har derfor utelatt de også.

Vi anser likevel disse virksomhetene for å ha en økonomisk verdi for selskapet, og har derfor valgt å legge til deres bokførte verd (HRG årsrapport, 2009). Verdien vi legger til grunn er selskapets netto eiendeler. For investeringen i tilknyttede selskap utgjør det ca 103 MNOK, og for ikke-videreført og holdt for salg ca 1 MNOK. Total var den netto bokførte verdien av andre eiendeler ca 104 MNOK ved utgangen av 2009.

Skatteeiendel

Selskapet har i tidligere år hatt store underskudd knyttet til resultatene. Dette resulterer i at selskapet vil ha store fremførbare underskudd som kan trekkes fra når selskapet får positive resultat. Dette vil redusere grunnlaget for beregning av skatt som skal betales, og derfor oppstår det en skattefordel fordi kostnaden ved skatt reduseres kostnaden. I budsjetteringen har vi ikke tatt hensyn til dette, og derfor budsjettert med at selskapet betaler 28 % skatt av driftsresultatet. Selskapet opplyser i årsrapporten at nåverdien av denne skattefordelen utgjør 54 MNOK. Vi oppfatter dette som en eiendel som investorer vil være villig til å betale for, og har derfor valgt å legge skattefordelen til ved beregning av egenkapitalverdien.

Verdi av egenkapitalen

Oppsummert har vi nå det grunnlag som er nødvendig i form av fremtidig budsjetterte kontantstrømmer, avkastningskrav, verdi av netto finansiell gjeld og andre eiendeler.

Beregning av egenkapitalverdien til Hurtigruten ASA er oppsummert i tabell 7.9 under. Som vi ser er vårt estimat på verdien av en aksje i selskapet 8,89 NOK. Vårt anslag ligger over siste omsatte aksjepris på 5,06 NOK notert på Oslo Børs ved stegning 14. juni 2010. For året 2010 er hittil høyeste omsetningsverdi for en aksje notert til 7,58 NOK.

Hurtigruten ASA	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	Evig
EBITDA	619251	681369	707285	727875	739533	
- Normale investeringer	166036	138663	205354	212009	216999	
- Endring i arbedskapital	13114	12081	7698	4546	-3037	
= Normalisert driftskontantstrøm	440101	530625	494233	511320	525571	
-Effektiv skatt 28 %	80410	102039	111541	120174	127394	
=Operasjonell kontantstrøm etter skatt	359691	428586	382692	391146	398177	408131
- Gjeldsnedbetaling	0	0	120000	120000	120000	
= FCFF	359691	428586	262692	271146	278177	408131
TV - Terminalverdi						7162234
WACC	5,24 %	6,12 %	6,99 %	6,09 %	6,51 %	8,20 %
Veskrate -g	2,50 %					
Nåverdi FCFF	341784	380613	214497	214050	202954	5225471
Enterprise value	6579370					
+/- Verdi netto finansiell gjeld	3000986					
+/- Verdi andre eiendeler	103826					
+/- Verdi av skatteeiendel	53862					
= Verdi EK	3736072					
Aksjepris	8,89					
Antall aksjer	420260					

Tabell 7.9: Verdsettelse av HRG.

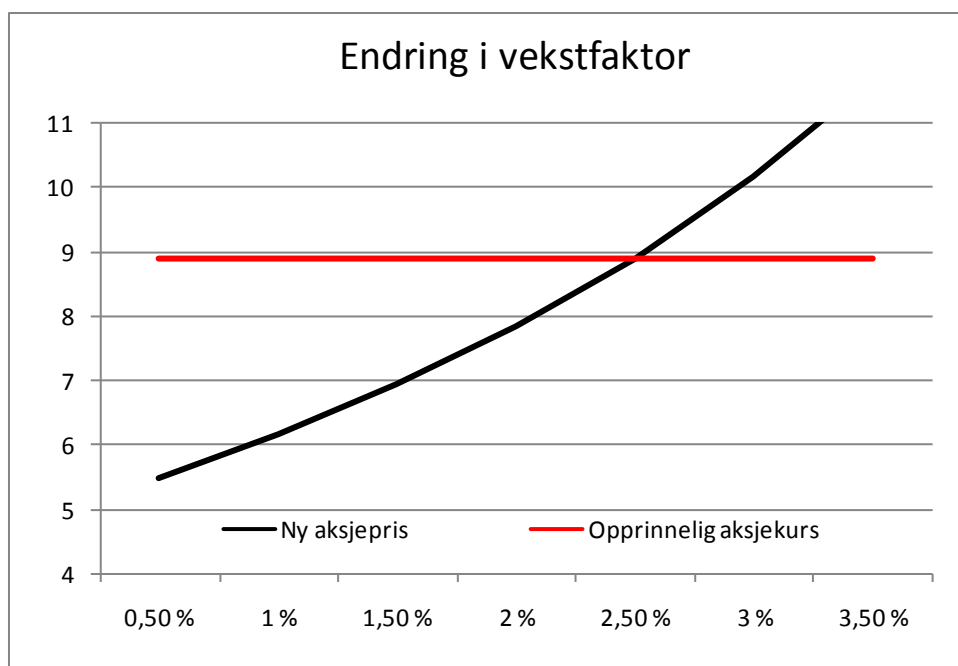
Kapittel 8 – Analyse av usikkerhet

Sensitivitetsanalyse

Vår verdsettelse tar utgangspunkt i å gi et verdiestimat basert på forventet utvikling i de forskjellige verdidriverne, et såkalt punkttestimat. Det vil alltid forbindes noe usikkerhet rundt slike estimater. Ved å ta i bruk en sensitivitetsanalyse vil en derfor kunne belyse og avdekke kritiske faktorer. Vi har valgt å utføre en analyse basert på endringer i inputvariabler i vår verdsettelse, for deretter å studere konsekvensene og tilhørende sensitivitet til vår aksjekurs. Analysen utføres ved hjelp av et Excel-regneark og ”hva-skjer-hvis-analyse”. Vårt valg av endringsparametre er vekstfaktor, WACC og EK-beta. Vi har i tillegg valgt å belyse to ulike budsjett drivere da de etter vår mening kan karakteriseres som kritisk og viktig for vårt estimat. I den sammenheng har vi konstruert en såkalt scenarioanalyse av hvordan hurtigruteavtalen og chartervirksomheten påvirker verdiestimatet.

Vekstfaktor

I beregningen av terminalverdien inngår vekstfaktoren – g , og vi ønsker derfor å studere sensitiviteten i aksjeprisen ved endring. Vekstfaktoren er av stor betydning for den fremtidige lønnsomheten. Siden terminalverdien står for en stor andel av verdien i en aksjepris, er det veldig interessant å se på endring i vekstfaktoren.



Figur 8.1: Endring i aksjekurs ved endring i vekstfaktor.

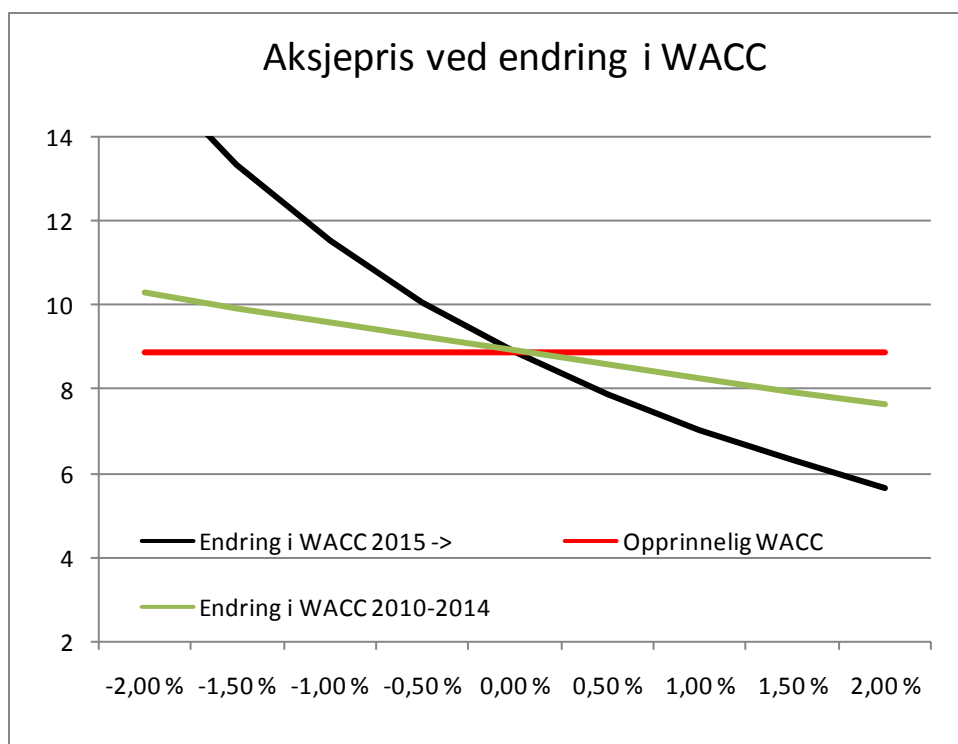
Som vi ser av figur 8.1 ovenfor vil en økning i vekstfaktoren i fremtiden virke positivt inn på aksjeprisen. Vi kan se at grafen er konveks, og det er derfor viktig å påpeke at ved stor vekst i fremtiden vil aksjeprisen stige betraktelig. Det er derfor best å analysere veksten innenfor et intervall +/- 2 %. En særdeles høy og vedvarende vekst inn fremtiden vil være unaturlig, og ingen selskap vil på sikt kunne vokse raskere enn økonomien (Kinserdal, 2010).

En økning i veksten til 3 % vil gi en potensiell aksjekurs på 10,15 NOK, en oppgang på ca 14 % i forhold til aksjekursen vi har beregnet. En nedgang i vekstfaktoren til 2 % vil således gi en potensiell aksjekurs på 7,83 NOK, en nedgang på 12 %.

Slik vi ser av figur 8.1 vil relativt små endringer i vekstfaktor, påvirke aksjeprisen signifikant. Hvis vi hadde hatt en kortere eksplisitt budsjetteringsperiode ville disse utslagene blitt enda tydeligere. Dette viser tydelig viktigheten av at selskapet har inntatt en "steady state" fordi fremskrivningen ved Gordons formel er veldig sensitiv.

WACC

Endring i WACC vil gi signifikant endring på aksjekursen, i likhet med vekstfaktoren vil endringer i WACC spesielt påvirke terminalverdien. Vi har valgt å gjøre to forskjellige typer analyser rundt endring i WACC. Analysen tar for seg endring i WACC ved beregning av terminalverdien og ved endring av WACC i de enkeltes år under den eksplisitte budsjetteringsperioden.



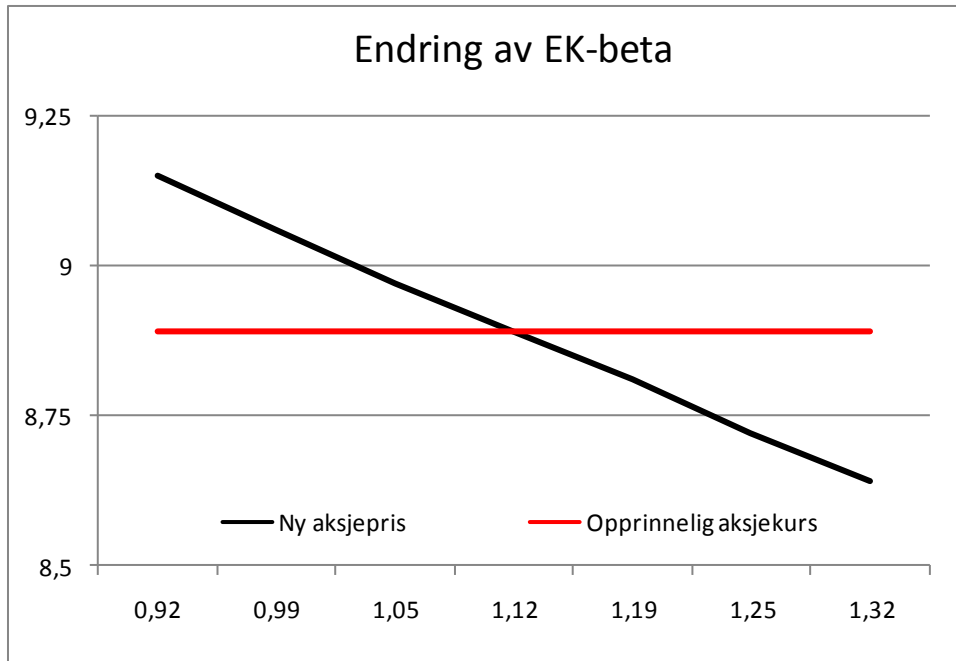
Figur 8.2: Endring i aksjekurs ved endring i WACC.

Som vi ser av figur 8.2 vil en endring i WACC for den implisitte budsjetteringsperioden som forventet gi mye større utslag enn i den eksplisitte budsjetteringsperioden. En endring med 1 % økning vil gi en nedgang på 21 % i forhold til vårt prisanslag, noe som tilsier en aksjepris på 7,03. En lik nedgang for WACC i den eksplisitte budsjetteringsperioden vil kun gi en nedgang på 7 % for aksjekursen. Dette forteller oss at terminalverdien er av stor betydning, og at det kun ved små endringer vil bli signifikante utslag.

Faktorer som inngikk i beregning av WACC, og som påvirker WACC vil også være av stor betydning. Våre anslag på risikofri rente ble fastsatt på bakgrunn av de makroøkonomiske forholdene, og vil være utsatt for eventuelle endringer i verdensøkonomien. Også endring av markedets risikopremie, spesielt i tider med mye støy i markedet vil gi betydelige utslag. En endring i anslag som inngår i WACC vil derfor lede til en ny beregning av potensiell aksjekurs, selv om kontantstrømmen og vekst fortsatt er uendret. Det vil som nevnt ovenfor påvirke aksjeprisen hvis endringer i rentenivå og markedspremie forekommer, vi har valgt å se bort fra det da vi mener dette vil bli overflødig i denne analysen siden vi foretar en grundig analyse av endringer i WACC og vekstfaktor. Vi knytter derimot størst usikkerhet til vårt anslag av EK-beta og vil derfor analysere effekten av endringer i den.

EK-beta

Tidligere i utredningen har vi beregnet og valgt en EK-beta til 1,12. Vårt valg er argumentert tidligere i forhold til de utfordringer som oppstod i forbindelse med beregningen. En sensitivitetsanalyse i forhold til den beregnede aksjekursen er derfor meget relevant siden det kan være noe usikkerhet i vår beregning.



Figur 8.3: Endring i aksjekurs ved endring i EK-beta.

En endring i EK-beta vil som kjent gi utslag i egenkapitalkravet, som i sin tur påvirker WACC. Det er derfor ikke overraskende at en endring vil gi signifikante utslag for den aksjeprisen vi har beregnet i likhet med sensitivitetsanalysen av WACC.

Som vi ser av figur 8.3 ovenfor vil aksjeprisen falle ved økning av EK-beta siden investor da vil kreve et større tillegg av markedets risikopremie. Vi har valgt å gjøre vår analyse med endring av EK-beta i intervallet +/- 0,20. En slik endring kan oppfattes som normal over lengre tid hvis selskapets risiko endrer seg. Det at vi har foretatt en justering av EK-betaen, gjør at anslaget innehar mindre systematisk risiko enn før justeringen. Tidligere observasjoner av EK-beta har vært betydelig lavere, og justeringen vil derfor underbygge vårt valg.

Ved en endring på +/- 0,07 i EK-beta vil aksjeprisen endre seg +/- 0,9 % i forhold til beregnet aksjepris. Det gir oss en indikasjon på at en eventuell endring vil være relativt symmetrisk.

Av de faktorer som inngår i WACC er EK-beta den som vanskeligst lar seg estimere for Hurtigruten. Dette ble beskrevet i regnskapsanalysen, og vi utelater derfor en grundig

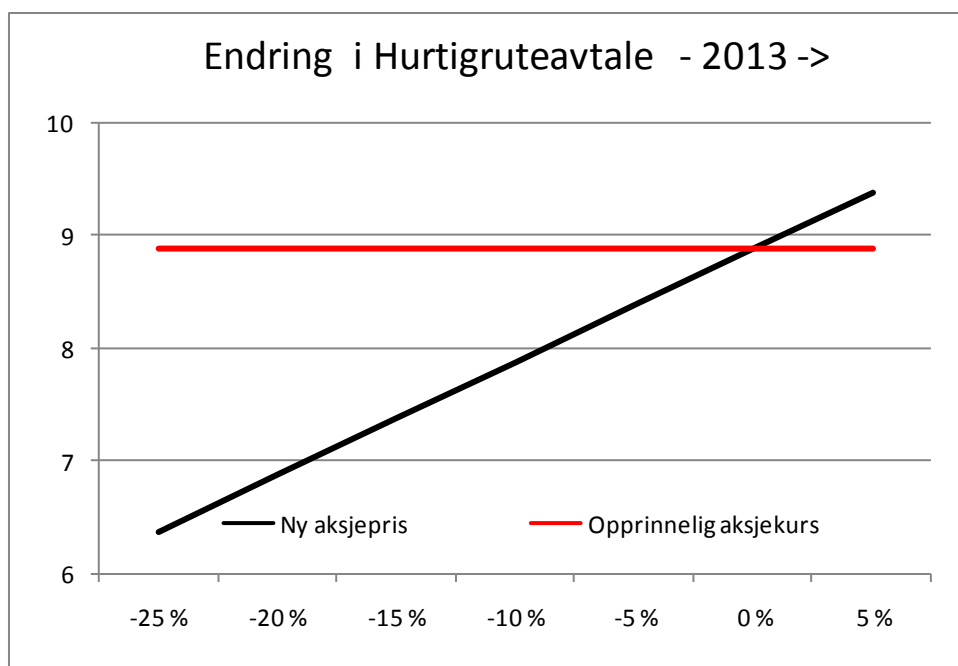
forklaring her. Siden EK-beta og vekstfaktor påvirker aksjeprisen i stor grad, samt det tidligere nevnte usikkerhetsbildet rundt EK-beta har vi valgt å presentere en sammenlignende tabell over potensielle verdiendringer. Slik vi ser av tabell 8.1 under, vil relativt små endringer i EK-beta og vekstfaktor gi store utslag i aksjekurs. Eksempelvis vil en økning i EK-beta til 1,19 samtidig som vekstfaktor reduseres til 2 %, gi et kraftig fall i aksjekursen på ca 1,14 NOK. Ettersom vi har valgt å justere EK-beta etter Merrill-Lynch metoden innebærer dette at observert EK-beta er nedjustert. Dette gir noe usikkerhet rundt det endelige kursanslag. Av den grunn er det derfor viktig å ikke se på vårt anslag som en fasit, men heller som et utgangspunkt for forskjellige mulige verdiestimer. I denne sammenheng vil tabell 8.1 under gi en oversiktlig oppsummering av mulige aksjekurser. Det skraverte felt representerer de antagelser som er lagt til grunn i vår verdsettelse.

g/EK-beta	0,92	0,99	1,05	1,12	1,19	1,25	1,32
0,50 %	5,67	5,61	5,54	5,48	5,42	5,35	5,29
1,00 %	6,36	6,29	6,22	6,15	6,09	6,02	5,95
1,50 %	7,15	7,08	7,00	6,93	6,86	6,79	6,71
2,00 %	8,07	7,99	7,91	7,83	7,75	7,68	7,6
2,50 %	9,15	9,06	8,97	8,89	8,81	8,72	8,64
3,00 %	10,43	10,34	10,24	10,15	10,06	9,97	9,88
3,50 %	11,99	11,89	11,78	11,68	11,58	11,48	11,38
4,00 %	13,92	13,81	13,69	13,58	13,47	13,36	13,25

Tabell 8.1: Sensitivitetsanalyse av vekstfaktoren og EK-beta.

Hurtigruteavtale

Selskapets avtale med staten på kystruten Bergen – Kirkenes sikrer selskapet betydelige kontraktsinntekter hvert år. Vi har lagt til grunn at dagens avtale vil være gyldig ut 2012. Fra 2013 vil det derfor være knyttet noe usikkerhet til om selskapet vinner anbudet, og hvor stor de årlige kontraktsinntektene vil være. Som tidligere nevnt har ESA interesse av saken, og etter at selskapet fikk økt kompensasjon i 2008 anser vi muligheten for minimal i hva angår betydelige fremtidige økninger. Vi har derfor konstruert en sensitivitetsanalyse som viser den direkte betydningen av endringer i fremtidige kontraktsinntekter. Vi har i denne sammenheng ikke tatt hensyn til inflasjonsjusteringen i kontraktsinntektene, slik at en nedgang på eksempelvis 10 % i 2013 kun vil representere en nedgang på 7,5 % fra 2012.

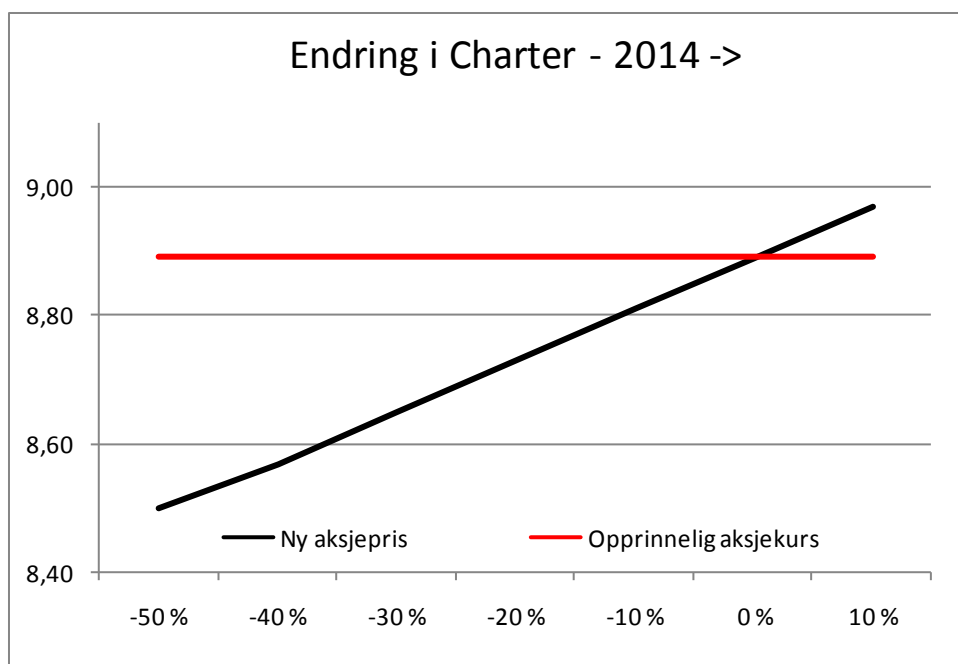


Figur 8.4: Endring i aksjekurs ved endring i kontraktsinntekter fra hurtigruteavtale.

Som vi ser av figur 8.4 vil en endring av kontraktsinntektene få konsekvenser for vår beregnede aksjepris. En nedgang på 15 % i kontraktsinntektene vil resultere i en nedgang på ca 17 % i aksjeprisen. Dette gir oss en indikasjon og bekreftelse på at kontraktsinntektene er viktig for selskapet. Reduksjoner i kontraktsinntektene vil sannsynligvis komme som følge av endringer i seilingsmønster og antall havneanløp. Dette er imidlertid bare spekulasjoner, og den fremtidige avtalen vil naturligvis legge retningslinjer for driften. Slik som grafen viser vil derfor reduksjon i kontraktsinntekter føre til lavere aksjepris, nedgangen vil således kunne motvirkes ved at kostnader reduseres i samme takt. Vi har ikke tatt hensyn til reduksjon i kostnader da kostnadsstrukturen er komplisert.

Charter

Som nyopprettet produktområde antar vi at selskapet vil fortsette sin satsning på charter/uteleie av skip for større oppdrag. Kontrakten i Australia er av lang lengde i forhold til tidligere oppdrag, og inntektene fra produktområdet er bra. For fremtiden antar vi at selskapet vil få flere lignende kontrakter som dagens. I den forbindelse har vi valgt å konstruere en sensitivitetsanalyse for å vise hvilken betydning endringer i dette nyopprettede produktområdet vil få for den beregnede aksjekursen



Figur 8.5: Endring i aksjekurs ved endring i inntekter for produktområdet charter.

Som vi ser i figur 8.5 vil en nedgang i de budsjetterte inntektene fra 2014 og utover på 20 % gi en nedgang på litt under 2 % i aksjeprisen. Grafen er tilnærmet konstant, og forholdet er ca 10:1 for endringer i inntekter relativt til aksjekurs. Dette produktområdet kan virke beskjedent, men er viktig for å utnytte kapasiteten i flåten samt øke selskapets fleksibilitet. Endringer i inntektene er uansett ikke kritisk for aksjekursen, men har en viss betydning.

Oppsummering av sensitivitetsanalyse

Gjennom vår sensitivitetsanalyse har vi påvist at endringer i vekstfaktoren og WACC har en signifikant innvirkning på aksjekursen, da i størst grad via terminalverdien. Usikkerheten rundt EK-beta gir oss indikasjoner på at valg av denne faktoren også i stor grad er avgjørende for det endelige kursmål. Gjennom konstruksjon av to ulike scenarioer med endring i hurtigruteavtale og chartervirksomhet, fikk vi påvist at spesielt hurtigruteavtalen er avgjørende for selskapets verdi. De forutsetninger vi tok angående chartervirksomheten viser seg i mindre grad å påvirke aksjekursen. Dette kan forklares i at charter hovedsakelig består av et skip pr. 2010, men vi ser likevel på denne virksomheten som meget spennende for fremtiden. Den er etter vår mening en særdeles viktig bidragsyter i forbindelse med snuoperasjonen. Selskapet kan på denne måten oppnå forbedrede marginer og øke sin fleksibilitet. Det som sensitivitetsanalysen imidlertid viser godt, er hvor viktig det er å ikke anta at en fundamental verdsettelse gir et fasitsvar, men danner et mulighetsbilde for ulike verdiestimater.

Simulering

Vår statiske sensitivitetsanalyse påviste at verdiestimatet i stor grad avhenger av enkelte kritiske faktorer. Dette ble påvist gjennom endring i utvalgte faktorer for så å se effekten på aksjekursen. Som vi tidligere har nevnt er det knyttet usikkerhet mot et punkttestimat. Vi vil gjennom en simulering kunne synliggjøre denne usikkerheten ved at kritiske faktorer omgjøres til usikre stokastiske variabler. På denne måten vil vi kunne gjennomføre trekninger hvor det endres på gitte faktorer innenfor et på forhånd bestemt intervall. Resultatet av trekningene er en fordeling over de mest sannsynlige utfallene, altså en fordeling over de mest sannsynlige aksjekursene. Vi har valgt å benytte programmet Crystal Ball, et tileggsprogram for Excel. Siden terminalverdien står for ca 80 % av den endelige verdien, har vi valgt å gjennomføre simuleringen på basis av endringer i normalåret. Vi kunne kjørt trekninger i de eksplisitte år, men ser liten relevans da små endringer i liten grad påvirker det endelige estimat.

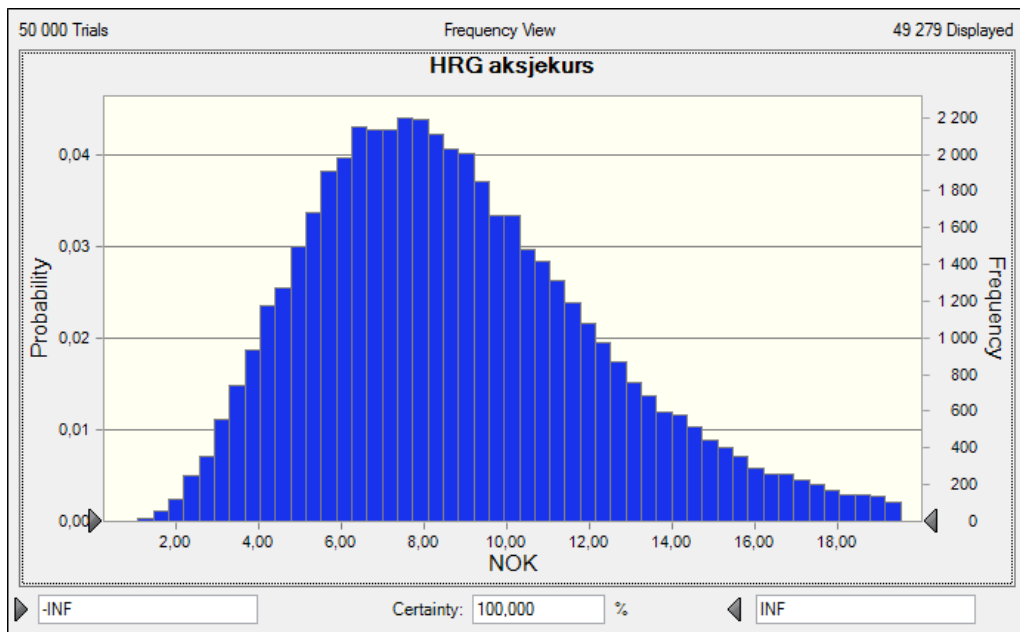
Kritiske faktorer

Vi har i vår simulering valgt å fokusere på kritiske faktorer som etter vår mening bidrar til usikkerhet i vårt estimat. På denne måten har vi også valgt å utvide den statiske sensitivitetsanalysen til å inkludere faktorer som ikke ble direkte behandlet der. Som en konsekvens av at vi har lite relevant historisk data å støtte oss til, har vi derfor utelukket en normalfordelt sannsynlighetsfordeling. Dette begrunner vi i at historisk standardavvik i de kritiske faktorer ikke vil gi et ønskelig og riktig bilde ved en simulering. Vi har derfor valgt en uniform sannsynlighetsfordeling for alle våre faktorer. Det vil si at innefor et gitt intervall tildeles hver faktor en nedre og øvre grense, slik at ved simulering vil alle muligheter innenfor intervallet gis lik sannsynlighet. Under presenteres de faktorer vi velger og tilhørende uniforme fordeling. Ved fastsettelse av fordelingen har vi tatt utgangspunkt i vårt eget skjønn, samt de diskusjoner og valg som er presentert tidligere i utredningen.

- Vekstfaktor: U[2 %, 4,5 %]
- EK-beta: U[0,8, 1,2]
- Markedspremie e/skatt: U[5 %, 6 %]
- Risikofri rente e/skatt: U[3 %, 5 %]
- Kredittrisikofaktor: U[0,8, 1,3]
- Kontraktsinntekter/Hurtigruteavtale: U[390 000, 440 000]
- Totale driftsinntekter: U[2 850 000, 3 100 000]
- Passasjerinntekter HRG norskekysten: U[1 900 000, 2 100 000]

Usikkerhet i verdiestimatet

Under presenteres resultatet av en Monte - Carlo simulering med 50 000 trekninger.



Figur 8.6: Sannsynlighetsfordeling for aksjekursen til HRG.

Slik vi ser av figur 8.6 vil en ikke kunne si at fordelingen er normalfordelt. Dette forklares med dens skjevhet, noe som bedre kommer fram gjennom de statistiske data i tabell 8.2 under.

Statistic	Forecast values
Trials	50000
Base Case	8,89
Mean	8,94
Median	8,37
Mode	-
Standard Deviation	3,78
Variance	14,29
Skewness	0,9549
Kurtosis	4,41
Coeff.of. Variability	0,4230
Minimum	0,71
Maximum	31,35
Mean Std. Error	0,02

Tabell 8.2: Statistiske data Monte-Carlo simulering.

Simuleringens gjennomsnittlige aksjekurs ligger noe over vårt estimat, mens median ligger under. Dette ser vi på som positivt, da det er liten forskjell mellom vårt punktestimat og simuleringens resultater. Det som imidlertid bør hensyntas er fordelingen skjevhet og

kurtosis, de forteller noe om formen til fordelingen. Skjevhet representerer symmetri på fordeling og vil for en normalfordeling naturlig ligge på 0. Vi ser at simuleringen ga en skjevhet på 0,9549, det vil si at kurven har positiv skjevhet med flere observasjoner på høyre side av toppunktet. Dette betyr at det er større sannsynlighet for en lavere verdi enn gjennomsnittet. Altså, det er større sannsynlighet for at verdien er under 8,94 enn over. Kurtosis forteller hvorvidt en større eller mindre andel av simuleringens utfall faller i ”halene” til fordelingen, slik at for vår simulering vil en positiv kurtosis bety at vi har en større andel av utfallene i ”halene” enn i en normalfordeling. For at en skal oppfylle kriteriene for en normalfordeling, må kurtosis og skjevhet ligge innefor intervallene +/- 2,5-3 (Løvås, 2004). Vi kan derfor ikke si at vår fordeling ligger innenfor en normalfordeling grunnet en kurtosis på 4,41.

Bidrag til varians i estimatet

For å analysere usikkerheten i estimatet vil det være interessant å se hvilke av de kritiske faktorene som bidrar med mest varians. Som tabell 8.3 viser, er risikofri rente etter skatt den faktoren som bidrar med mest varians i estimatet. Dette er ikke uventet, da den risikofrie renten har mye å si for både egenkapital- og gjeldskravet. Som i sin tur påvirker WACC. Det som også er viktig å bemerke seg er at en risikofri rente i særskilt grad er vanskelig å predikere fem år fram i tid. Simuleringen viser at den usikkerhet som forbindes med risikofri rente faktisk er bekreftet.

Vi ser også at totale driftskostnader er en kritisk faktor med sine 27,7 % bidrag til estimatets varians. Dette vil vi forklare i at denne kostnadsposten er i størrelsesorden 3 000 MNOK, altså en betydelig budsjettpost som derfor må kontrolleres på lang sikt. På samme måte har også passasjerinntektene for segmentet Hurtigruten norskekysten stor betydning, da denne utgjør største inntektspost for selskapet. Vekstfaktor bidrar med 18,6 % til variansen, dette forklares ved at terminalverdien er sensitiv til vekstfaktoren, noe som også ble forklart under sensitivitetsanalysen.

Videre ser vi at kredittrisikopremien bidrar med 5,5 %, en relativt stor påvirkning i forhold til faktorer som EK-beta og markedspremie. Vi registrerer i denne sammenheng viktigheten av at selskapet får refinansiert sine gjeldsforpliktelser ved forfall til bedre vilkår enn pr. 2010.

Slik det framgår av tabell 8.3 bidrar ikke EK-beta og markedspremie i særlig grad til estimatets varians, heller ikke hurtigruteavtalens kontraktsinntekter er av vesentlig betydning. Likevel vet vi at endringer i de nevnte faktorer vil kunne påvirke det endelige estimat

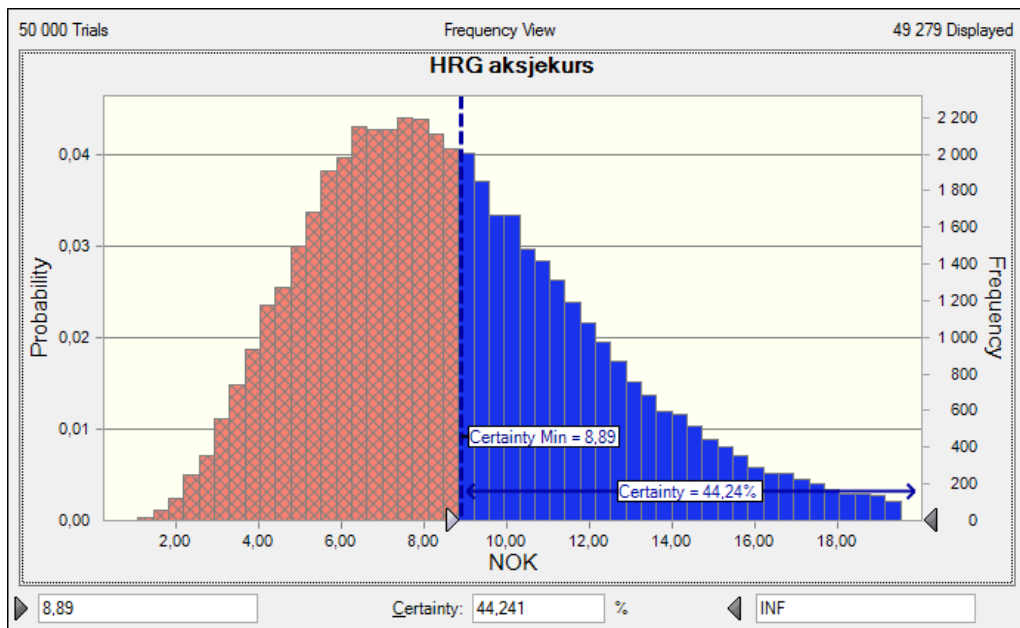
betydelig grad ”alt annet like”. Vi kan i den sammenheng spekulere i hva som er årsaken til de store forskjellene i henholdsvis sensitivitetsanalyse og simulering. Som vi viste under sensitivitetsanalysen ga endringer i både EK-beta og kontraktsinntekter utslag i aksjekurs. Hvis vi skal sammenligne simuleringen opp mot sensitivitetsanalysen kan muligens forskjellen mellom de overnevnte faktorerers betydning forklares ut fra at sensitivitetsanalysen er en såkalt statisk analyse, det vil si at en endrer på en parameter omgangen. Slike endringer vil derfor ikke ta hensyn til andre endringer som vil gjøre seg gjeldene i eksempelvis en simulering. Vi har i tillegg valgt å utvide simuleringen fra sensitivitetsanalysen ved å inkludere inntekts- og kostnadsposter som i stor grad har en sentral betydning for selskapets terminalverdi. På denne måten blir derfor effekten av endringer i EK-beta og kontraktsinntekter dominert av endringer i faktorer som eksempelvis risikofri rente, passasjerinntekter og totale driftskostnader.

Assumptions	Contribution to Variance	Rank Correlation
Risikofri rente etter skatt	29,9 %	-0,54
Totale driftskostnader	27,7 %	-0,52
Vekstfaktor	18,6 %	0,42
Passasjerinntekter norskekysten	14,7 %	0,38
Kreditrisikofaktor	5,5 %	-0,23
EK-beta	2,3 %	-0,15
MP etter skatt	0,8 %	-0,09
Kontraktsinntekter/Hurtigruteavtalen	0,5 %	0,07

Tabell 8.3: Bidrag til varians i verdiestimat.

Oppsidepotensial

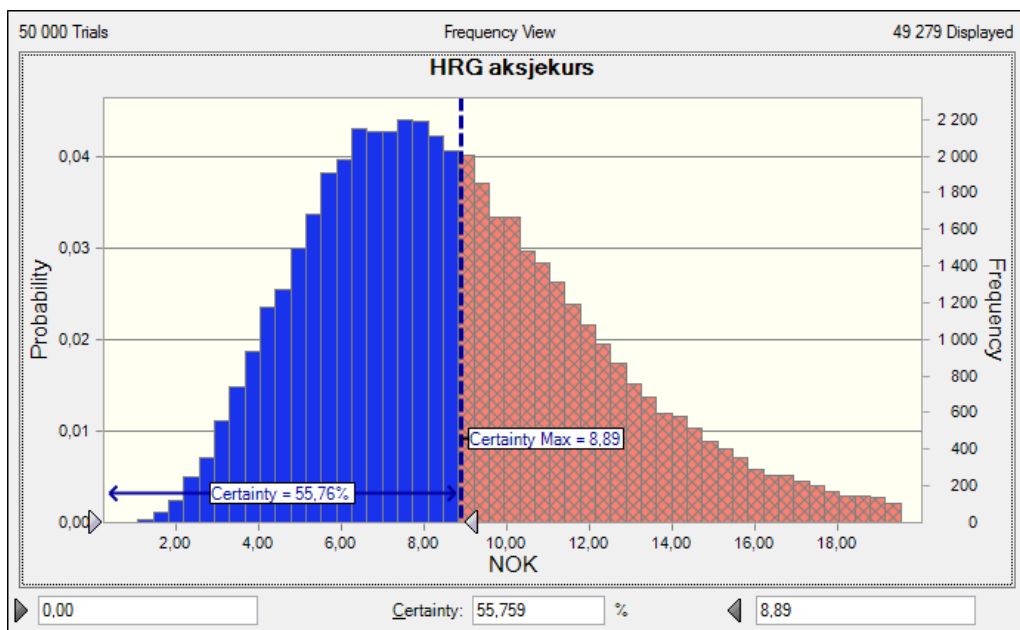
Oppsidepotensial forteller hvor stor sannsynligheten er for at Hurtigrutens aksjeverdi vil ligge over vårt estimat på 8,89 NOK. Slik vi ser av figur 8.7 under er sannsynligheten for at aksjen ligger i oppsideintervallet 44,24 %.



Figur 8.7: Sannsynlighet for oppside i HRGs punkttestimat

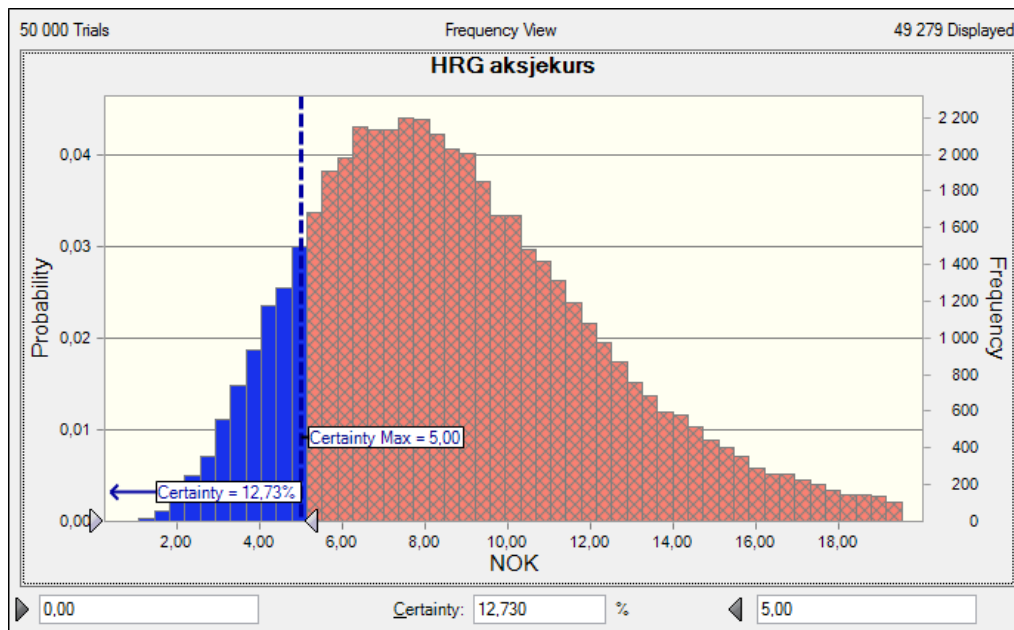
Nedsiderisiko

Nedside risiko forteller hvor stor sannsynligheten er for at aksjeverdi vil ligge under vårt punkttestimat på 8,89 NOK. Vi har for nedsiderisiko valgt å presentere to grenseverdier for å vise hvilken nedside aksjen representerer. Slik vi ser av figur 8.8 nedenfor er sannsynligheten for at aksjen ligger i nedsideintervallet 55,76 % om en legger vårt punkttestimat til grunn.



Figur 8.8: Nedsiderisiko for HRGs punkttestimat

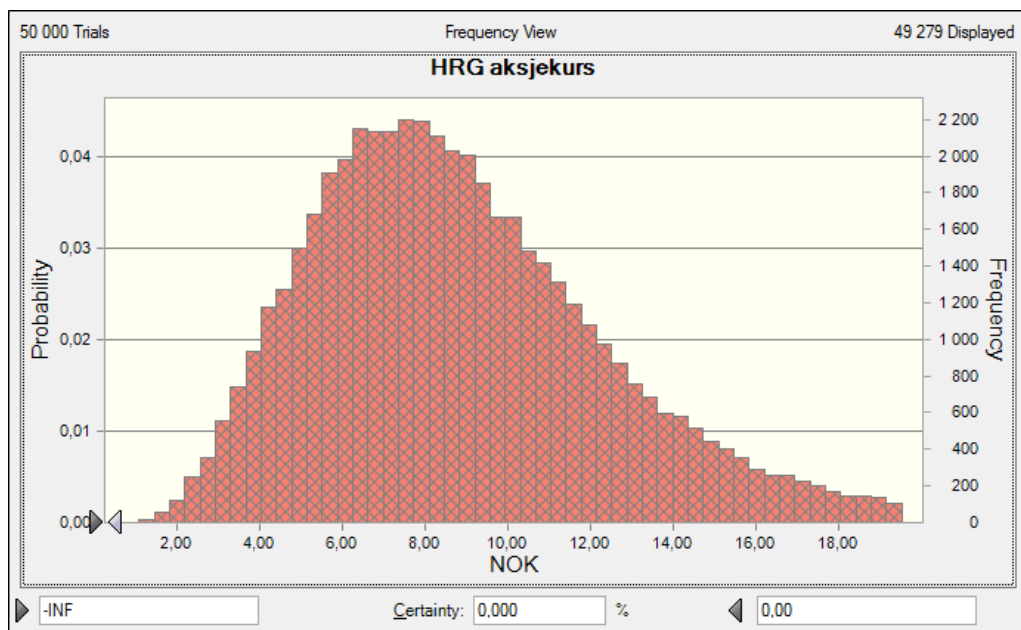
Figur 8.9 nedenfor viser sannsynlighet for nedsideintervallet på 12,73 % når aksjekursen er satt til 5 NOK.



Figur 8.9: Nedsiderisiko for HRG ved aksjekurs lik 5 NOK.

Konkursrisiko

Slik vi ser av figur 8.10 estimerer Crystal Ball en konkursrisiko lik 0 %. Det som imidlertid er viktig å bemerke seg i denne sammenheng er at simuleringen ikke reflekterer den virkelighet som er avgjørende for et selskaps konkurssansynlighet. Hvis en trekker paralleller tilbake til kapittel 5 utarbeidet vi i forbindelse med regnskapsanalysen en syntetisk rating for HRG. Vi fastslo en konkurssansynlighet på bakgrunn av ulike forholdstall etter metode utarbeidet av Knivsflå (2008). Ved en slik analyse vil en avdekke et selskaps betalingsevne og samtidig dets finansielle stabilitet. Ved simulering i Crystal Ball vil en derimot kun estimere en sannsynlighet for aksjekurs lik 0 gjennom på forhånd bestemte endringer i ulike kritiske variabler. På denne måten vil en derfor ikke avdekke eventuelle svakheter i selskapets finansielle situasjon. Kredittverdighet blir i så måte ikke tatt hensyn til på lik måte som ved en syntetisk rating. Simuleringen utelater sentrale elementer som innvirker på hvorvidt en konkurssansynlighet lar seg avspeile virkeligheten. Vi konkluderer derfor med at Crystal Ball ikke er representativ for å estimere en reell konkursrisiko i denne analysen.



Figur 8.10: Konkursrisiko for HRG

Oppsummering av simulering

Slik vi diskuterte under sensitivitetsanalysen vil et punkttestimat representere stor usikkerhet. Vår simulering forsterker denne argumentasjonen ved å bevise stor variasjon innefor de valgte faktorer.

Vi har beskrevet en sannsynlig aksjeverdi samt potensiell opp- og nedside i punkttestimatet. Dette har forsterket vårt estimat, men samtidig bekreftet stor usikkerhet. Vi føler simulering er et godt supplement til den statiske sensitivitetsanalysen, uten at den gir mulighet for å trekke endelige konklusjoner om hvorvidt et punkttestimat er rett eller ikke.

Kapittel 9 – Konklusjon

På bakgrunn av vår fundamentale verdivurdering har vi beregnet en aksjeverdi på 8,89 NOK for Hurtigruten ASA. Ved stegning på Oslo Børs 14. juni 2010 var siste omsatte aksje handlet for 5,06 NOK. Vårt verdiestimat representerer derfor en oppside på ca 80 %.

Verdien baseres på fremtidig inntjening og ca 80 % av aksjeverdien kan relateres til terminalverdien. Dette innebærer at vårt verdiestimat i vesentlig grad inneholder usikkerhet da denne verdien først gjør seg gjelde fra år 2015 og utover. Usikkerheten ble forsterket ved at vi gjennomførte en sensitivitetsanalyse samt en simulering. Det er derfor viktig å fremheve det faktum at en ikke må anta at vårt verdiestimat er en fasit, men heller se estimatet som et intervall av mulige aksjekurser.

Fra den strategiske analysen ser vi en spennende fremtid for selskapet. Vi har stor tro på at den stadig økende interessen rundt aksjen vil resultere i en bredere dekning fra de ulike investeringsbankenes analytikere. Vi vil derfor også i fremtiden fortsette å følge selskapet og håper i den sammenheng vår analyse vil bidra til ytterligere interesse hos leseren.

Av utredningen vår er det derfor med en god følelse at vi konkluderer med en sterk kjøpsanbefaling og tilhørende oppside på rundt 80 %, da verdsettelsen etter vårt syn reflekterer en reell fremtidig kursutvikling for Hurtigruten ASA.

Litteraturliste:

Bøker:

Brealey, Richard og Myers, Stewart, et al. (2006): Corporate Finance. 8 utgave. McGraw-Hill Book Co, Inc., New York.

Boye, Knut og Hansen, Terje, et al. (2008): Personlig Økonomi. 25 utgave. Cappelen akademiske forlag, Oslo.

Dahl, Gunnar og Hansen, Terje, et al. (1997): Verdsettelse i teori og praksis. Cappelen akademiske forlag, Oslo.

Damodaran, Aswath. (2002): Investment Valuation. 2 utgave. John Wiley & Sons, Inc., New York.

Dimson, Elroy og Marsh, Paul, et.al. (2002): Triumph of the optimists: 101 years of global investment returns. Princeton University Press, New Jersey.

Hill, Charles og Jones, Gareth. (2008): Strategic Management Theory – An integrated approach. 8 utgave. Houghton Mifflin Company, Boston.

Hoff, Kjell G. (2005): Bedriftens økonomi. 6 utgave. Universitetsforlaget AS, Oslo.

Jacobsen, Erik og Lien, Lasse. (2001): Ekspansjon – Strategi for foretningsutvikling. Gyldendal Akademisk, Oslo.

Koller, T og Goedhart, M, et al. (2005): Valuation. 4 utgave. McKinsey and Company. John Wiley & Sons, Inc., New Jersey.

Løvås, G. (2004): Statistikk for universiteter og høgskoler. 2 utgave. Universitetsforlaget, Oslo.

Penman, Stephen H. (2007): Financial statement analysis and security valuation. 3 utgave. McGraw-Hill Book Co, Inc., New York.

Roos, Göran og Krogh, Georg, et al. (2005): Strategi – En innføring. 4.utgave. Fagbokforlaget, Bergen.

Aviser/Internett artikler:

Aftenposten.no. (2010): Ny diarébølge på Hurtigruten.

<http://www.aftenposten.no/nyheter/iriks/article3654024.ece>, (18.5.2010).

Boarding.no. (2008): Hurtigruten - 115 år i kystens tjeneste.

<http://www.boarding.no/art.asp?id=32128>, (13.4.2010).

Dagens Næringsliv. (2010): 1,5 milliarder til lyse ideer. (10.4.2010).

Dagens Næringsliv. (2010): Børs og markeder, OB Standard. (27.5.2010).

Dinside.no. (2009): Innfører restriksjoner på turisme i Antarktis.

<http://www.dinside.no/811167/innforer-restriksjoner-paa-turisme-i-antarktis>, (22.4.2010).

E24.no. (2010): Vil fornye Hurtigrute-flåten.

<http://e24.no/boers-og-finans/article3649244.ece>, (18.5.2010).

NRK Nordland. (2010): Starter charterfly fra London.

http://www.nrk.no/nyheter/distrikt/troms_og_finnmark/1.7067388, (6.4.2010).

TU.no. (2005): Propellenes Rolls-Royce.

<http://www.tu.no/nyheter/produksjon/article36324.ece>, (17.3.2010).

Personer:

Norum, Ragnar. (2010): Kommunikasjonsdirektør i Hurtigruten ASA.

Jacobsen, Anita. (2010): Finance Manager i Hurtigruten ASA.

Bilder:

Tillatelse er gitt fra Hurtigruten ASA for bruk av deres bildematerialer.

Rapporter:

Hurtigruten ASA: Årsrapport 2005-2009.

Hurtigruten ASA: Kvartalsrapporter 2006-2010.

Hurtigruten ASA: Presentasjon generalforsamling 2010.

OVDS ASA: Årsrapport 2003-2005.

TFDS ASA: Årsrapport 2003-2005.

Hurtigruten ASA: Emisjonsprospekt utarbeidet av Pareto Securities AS og Carnegie ASA, 2009.

Finnlines Oyj: Årsrapport 2005-2009.

DFDS A/S: Årsrapport 2005-2009.

AS Tallink Grupp: Årsrapport 2005-2009.

DnB NOR Markets: Økonomiske utsikter 2 tertial 2010.

Norges bank: Pengepolitisk rapport nr 1 2010.

Dimson, Elroy og Marsh, Paul, et.al. (2009): Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2009. Credit Suisse Research Institute, Zurich.

Landsdelsutvalget for Nord-Norge og Nord-Trøndelag (2008): Hurtigruten mot år 2020.

<http://www.lu.no/content/view/2747/119/>, (20.2.2010).

Solvoll, Gisle (2008): Samfunnsregnskap Hurtigruta.

http://brage.bibsys.no/hibo/bitstream/URN:NBN:no-bibsys_brage_9862/1/SIB_notat_1006_2008.pdf, (21.2.2010).

Det kongelige samferdselsdepartement: Kontrakt - Kystruten Bergen – Kirkenes for perioden 1.1.2005 – 31.12.2012.

<http://www.regjeringen.no/upload/kilde/sd/prm/2004/0035/ddd/pdfv/232267-hurtigruteavtale.pdf>, (23.2.2010).

Forelesningsnotater:

Johnsen, Thore. (2008): Forelesningsnotater FIE402 – Foretakets finansiering, Norges Handelshøyskole, Bergen.

Johnsen, Thore. (2009): Forelesningsnotater FIE426 – Kapitalforvaltning, Norges Handelshøyskole, Bergen.

Kinserdal, Finn. (2010): Forelesningsnotater BUS425 – Bedriftsverdsettelse og strategisk regnskapsanalyse, Norges Handelshøyskole, Bergen.

Knivsflå, Kjell H. (2008): Forelesningsnotater BUS424 – Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse, Norges Handelshøyskole, Bergen.

Knivsflå, Kjell H. (2006): Forelesningsnotater BUS425 – Regnskapsanalyse og verdsettelse, Norges Handelshøyskole, Bergen.

Östberg, Per. (2010): Forelesningsnotater FIE 402E – Corporate Finance, Norges Handelshøyskole, Bergen.

Internett:

Damodaran Online: Home Page for Aswath Damodaran,
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, (13.3.2010).

EIA: The U.S. Energy Information Administration
<http://www.eia.doe.gov/>, (18.5.2010).

Hurtigrutene.info: Historie,
<http://hurtigrutene.info/historie>, (21.2.2010).

Hurtigruten.no: Verdens vakreste sjøreise,
<http://www.hurtigruten.no>, (10.6.2010).

IMF.org: International Monetary Fund Home Page.
www.imf.org, (14.5.2010).

Norges Bank: Norges Bank.
<http://www.norges-bank.no/>, (18.5.2010).

Norsk Kundebarometer: Norsk kundebarometer ved Handelshøyskolen BI.

<http://www.kundebarometer.com/>, (15.4.2010).

Oslobors.no: Oslo Børs,

<http://www.oslobors.no/>, (10.6.2010).

SSB.no: Statistisk sentralbyrå,

<http://www.ssb.no/>, (20.5.2010).

Wikipedia.no: Hurtigruten,

<http://no.wikipedia.org/wiki/Hurtigruten>, (20.2.2010).

Appendiks:

Finnlines Oyj:

Omgruppert resultat

Finnlines 1000 EUR	2005	2006	2007	2008	2009
Driftsinntekter	587582	634744	700784	738176	507824
Driftsresultat	41954	58223	68816	35443	-23617
Avskrivning og nedskrivning	33848	39875	53082	62690	61012
Historisk EBITDA	75802	98098	121898	98133	37395
Justeringer					
Salg av anleggsmidler-unormal post	1746	725	13960	1214	
Historisk justert EBITDA	74056	97373	107938	96919	37395
Avskrivning og nedskrivning	33848	39875	53082	62690	61012
Historisk justert EBIT	40208	57498	54856	34229	-23617

Årsresultat før ekstraordinære poster	25 366	55 752	20 433	-243	-41706
--	---------------	---------------	---------------	-------------	---------------

Omgruppert balanse

Finnlines 1000 EUR	2005	2006	2007	2008	2009
Driftsrelaterte anleggsmidler	744109	940263	1267488	1435794	1363017
Langsiktig driftsrelatert gjeld	98488	104576	109865	104509	95070
Netto anleggsmidler	645621	835687	1157623	1331285	1267947
Driftsrelaterte omløpsmidler	120431	97426	97340	78094	70893
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	161479	179323	262762	201657	204162
Driftsrelatert arbeidskapital	-41048	-81897	-165422	-123563	-133269
Netto driftseiendeler	604573	753790	992201	1207722	1134678
Egenkapital inkludert minoritetsinteresser	378523	423757	435652	437940	425651
Langsiktig finansiell gjeld	269425	360067	593817	789692	721112
Finansielle anleggsmidler	14832	11794	9777	9247	6369
Langsiktig netto finansiell gjeld	254593	348273	584040	780445	714743
kortsiktig finansiell gjeld	220	232	244	555	387
Finansielle omløpsmidler	28763	18472	27735	11218	6103
Kortsiktig netto finansiell gjeld	-28543	-18240	-27491	-10663	-5716
Netto finansiell gjeld	226050	330033	556549	769782	709027
Netto driftskapital	604573	753790	992201	1207722	1134678
Sum eiendeler	908135	1067955	1402340	1534353	1446382
Sum gjeld	529612	644198	966688	1096413	1020731

DFDS A/S:

Omgruppert resultat

DFDS 1000 DKK	2005	2006	2007	2008	2009
Driftsinntekter	6278418	7523840	8310249	8193586	6555483
Historisk EBITDA	890366	1128949	1311276	1011470	786376
Justeringer					
Nedskrivning av varebeholdning	1580	1869	7449	2347	1945
Historisk justert EBITDA	891946	1130818	1318725	1013817	788321
Avskrivning og nedskrivning	487006	565250	593822	594204	631408
Historisk justert EBIT	404940	565568	724903	419613	156913

Årsresultat før ekstraordinære poster	194920	365397	419146	255424	90773
--	---------------	---------------	---------------	---------------	--------------

Omgruppert balanse

DFDS 1000 DKK	2005	2006	2007	2008	2009
Driftsrelaterte anleggsmidler	7178263	8345141	7862131	7266821	8093573
Langsiktig driftsrelatert gjeld	431647	454056	450276	323818	340935
Netto anleggsmidler	6746616	7891085	7411855	6943003	7752638
Driftsrelaterte omløpsmidler	1002373	1249596	1225012	997577	1008801
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	1437967	1853723	1797451	1895401	2106436
Driftsrelatert arbeidskapital	-435594	-604127	-572439	-897824	-1097635
Netto driftseiendeler	6311022	7286958	6839416	6045179	6655003
Egenkapital inkludert minoritetsinteresser	2903686	3265251	3653346	3484492	3687782
Langsiktig finansiell gjeld	3470565	4287855	3644775	2724631	3073721
Finansielle anleggsmidler	26688	25138	25808	17453	30094
Langsiktig netto finansiell gjeld	3443877	4262717	3618967	2707178	3043627
kortsiktig finansiell gjeld	213028	130357	64225	182080	89078
Finansielle omløpsmidler	249569	371367	497122	328571	165484
Kortsiktig netto finansiell gjeld	-36541	-241010	-432897	-146491	-76406
Netto finansiell gjeld	3407336	4021707	3186070	2560687	2967221
Netto driftskapital	6311022	7286958	6839416	6045179	6655003
Sum eiendeler	8456893	9991242	9610073	8610422	9297952
Sum gjeld	5553207	6725991	5956727	5125930	5610170

AS Tallink Grupp:

Omgruppert resultat

Tallink 1000 EUR	2005	2006	2007	2008	2009
Driftsinntekter	259671	404619	760759	785855	791863
Driftsresultat	40186	112294	99372	64399	63738
Avskrivning og nedskrivning	26822	17377	59150	61628	69939
Historisk EBITDA	67008	129671	158522	126027	133677
Justeringer					
Inntekt fra negativ goodwill	0	45409	44	0	0
Historisk justert EBITDA	67008	84262	158478	126027	133677
Avskrivning og nedskrivning	26822	17377	59150	61628	69939
Historisk justert EBIT	93830	101639	217628	187655	203616

Årsresultat før ekstraordinære poster	30276	49517	67018	19424	-8172
--	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

Omgruppert balanse

Tallink 1000 EUR	2005	2006	2007	2008	2009
Driftsrelaterte anleggsmidler	403466	1480824	1536731	1722489	1814853
Langsiktig driftsrelatert gjeld	21	1623	4279	1137	85
Netto anleggsmidler	403445	1479201	1532452	1721352	1814768
Driftsrelaterte omløpsmidler	18345	85233	77393	104715	81313
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	69197	189688	233742	255331	210901
Driftsrelatert arbeidskapital	-50852	-104455	-156349	-150616	-129588
Netto driftseiendeler	352593	1374746	1376103	1570736	1685180
Egenkapital inkludert minoritetsinteresser	169739	580016	647741	651166	642696
Langsiktig finansiell gjeld	201057	877347	804281	979405	1075482
Finansielle anleggsmidler	5	527	594	492	490
Langsiktig netto finansiell gjeld	201052	876820	803687	978913	1074992
kortsiktig finansiell gjeld	2713	8655	8147	11252	18074
Finansielle omløpsmidler	20911	90745	83472	70595	50582
Kortsiktig netto finansiell gjeld	-18198	-82090	-75325	-59343	-32508
Netto finansiell gjeld	182854	794730	728362	919570	1042484
Netto driftskapital	352593	1374746	1376103	1570736	1685180
Sum eiendeler	442727	1657329	1698190	1898291	1947238
Sum gjeld	272988	1077313	1050449	1247125	1304542