



UIT

**NORGES
ARKTISKE
UNIVERSITET**

Handelshøgskolen

Verdivurdering av Scandic Hotels AB

Tina Mari Pettersen

Kari Alvestad Wilhelmsen

Masteroppgave i Økonomi og administrasjon- juni 2017



Forord

Denne avhandlingen markerer avslutningen på vår mastergrad innen økonomi og administrasjon ved Handelshøgskolen i Tromsø. Oppgaven er en obligatorisk del av studiet og representerer 30 studiepoeng.

Arbeidet med verdivurderingen har vært en svært krevende prosess som har gitt oss både opp- og nedturer. Samtidig har det vært utrolig lærerikt, og vi har tilegnet oss ny og verdifull kunnskap for fremtiden. Vi har i tillegg fått benyttet kunnskapen vi har tilegnet oss gjennom vårt femårige studie. Oppgaven har gitt oss en interessant innsikt i Scandic og hotell-og reiselivsbransjen.

Avslutningsvis vil vi rette en stor takk til vår veileder, professor Terje Vassdal som har tatt seg tid til å bidra med verdifull kunnskap, innspill og konstruktive kritikk. Videre vil vi takke våre familier som har bidratt med både hjelp og støtte underveis.

Til slutt vil vi takke hverandre for godt samarbeid og oppmuntring gjennom året. Dette markerer slutten på begynnelsen.

Tromsø 1.juni 2017

Tina Mari Pettersen

Kari Alvestad Wilhelmsen

Sammendrag

Tema for denne avhandlingen er verdivurdering av det børsnoterte selskapet Scandic Hotels AB. Formålet har vært å estimere selskapets fundamentale verdi, og verdsettelsestidspunktet er satt til 27. April 2017. På bakgrunn av dette utarbeidet vi følgende problemstilling:

- *“Hva er verdien på selskapet Scandic Hotels AB”?*

Problemstillingen ble forsøkt svart ved å gjennomføre en fundamental verdsettelse av Scandic Hotels. Verdien på egenkapitalen ble estimert til 10 487 millioner SEK og tilsvarte en verdi per aksje på 101,83 SEK. Per 27. April 2017 ble aksjen handlet for 101,75 SEK.

Avhandlingen starter med en presentasjon av selskapet og bransjen de opererer i. Videre blir oppgavens teoretiske fundament gjort rede for. Deretter gjennomføres en strategisk og-regnskapsmessig analyse. Den strategiske analysen identifiserer de viktigste faktorene for selskapets lønnsomhet og vekst. Analysene baserer seg på “Porters Five Forces”, PESTEL, VRIO og SWOT. Videre blir regnskapet omgruppert og korrigert for å tilpasses investororientert analyse. Hovedfunnene fra analysene ble deretter benyttet som bakgrunn for prognostisering av fremtidige regnskap. Prognosene ble anvendt for å estimere selskapets frie kontantstrømmer. Disse ble videre neddiskontert med avkastningskravet, og resulterte i overnevnte verdi.

I neste steg ble verdiestimatet kvalitetssikret ved bruk av økonomisk profitt. I tillegg ble markedsbaserte metoder benyttet som et supplement. Avslutningsvis ble det gjennomført en sensitivitetsanalyse hvor vi undersøkte hvordan endringer i kritiske faktorer påvirket verdiestimatet.

Nøkkelord: Scandic Hotels AB, Scandic, hotell-og reiselivsnæringen, verdsettelse, verdivurdering, strategisk analyse, regnskapsanalyse

1	Innledning	1
1.1	Bakgrunn og aktualisering	1
1.2	Problemstilling	2
1.3	Avgrensning	2
1.4	Oppgavens oppbygging	2
2	Selskap-og bransjebeskrivelse	4
2.1	Historie	4
2.2	Visjon, verdi og strategi	5
2.3	Virksomhetsområde	5
2.4	Virksomhetsmodell	6
2.4.1	<i>Kundegrupper</i>	6
2.4.2	<i>Hotellavtaler og porteføljeforvaltning</i>	7
2.5	Hotell og reiselivsnæringen	8
2.5.1	<i>Det nordiske hotellmarkedet</i>	9
2.5.2	<i>Konkurransesituasjon</i>	11
2.6	Eierstyring (Corporate governance)	13
2.7	Kursutvikling	14
3	Teori verdsettelse	15
3.1	Rammeverk	15
3.2	Verdsettelsesmetoder	16
3.2.1	<i>Inntjeningsbaserte metoder</i>	16
3.2.2	<i>Balansebaserte metoder</i>	21
3.2.3	<i>Markedsbaserte metoder</i>	21
3.2.4	<i>Opsjonsbasert verdsettelse</i>	22
3.3	Verdidrivere	23
3.3.1	<i>Vekst, g</i>	23
3.3.2	<i>Avkastning på investert kapital- ROIC</i>	23
3.3.3	<i>Avkastningskravet - WACC</i>	23
3.3.4	<i>Kapitalverdimodellen- CAPM</i>	24
4	Strategi- og regnskapsanalyse	26
4.1	Strategisk analyse	26
4.1.1	<i>Ekstern analyse</i>	26

4.1.2	Intern analyse	35
4.1.3	Oppsummering	38
4.2	Regnskapsanalyse	40
4.2.1	Formål med analysen	40
4.2.2	Forutsetninger	40
4.2.3	Presentasjon av regnskapene	41
4.2.4	Omgruppering av regnskapene for investororientert analyse	42
4.2.5	Presentasjon av endelig omgruppert regnskap	50
4.3	Lønnsomhetsanalyse/ Nøkkeltall hotellbransjen	51
4.3.1	Lønnsomhetsanalyse ROIC	51
4.3.2	EBIT-margin	53
4.3.3	Bransjespesifikke nøkkeltall	53
5	Verdivurdering	55
5.1	Fremtidsprognoser	55
5.1.1	Rammeverk for prognostisering	55
5.1.2	Prognose av resultatregnskap og NOPLAT	56
5.1.3	Prognostisert investert kapital	61
5.1.4	Prognostisert ROIC og FCF	63
5.2	Avkastningskravet WACC	64
5.2.1	Avkastningskrav gjeld	71
5.2.2	Markedsverdi på gjeld og egenkapital	73
5.2.3	Utrekning av WACC	74
5.3	Verdiberegning	75
5.3.1	Diskontert fri kontantstrøm	75
5.4	Alternative verdivurderingsmetoder	76
5.4.1	Økonomisk profitt	77
5.4.2	Markedsbasert verdsettelse- relativ prising	77
5.5	Sensitivitetsanalyse	80
5.5.1	Endring i NOPLAT	80
5.5.2	Endring i WACC og ROIC	81
5.5.3	Endring i WACC og langsiktig vekst	82
6	Diskusjon og konklusjon	84
	Referanseliste	87

Vedlegg	92
Vedlegg 1: Resultatregnskap Scandic 2012-2016.....	92
Vedlegg 2: Balanse Scandic 2012-2016	93
Vedlegg 3: Omgruppert resultatregnskap Scandic 2012-2016.....	95
Vedlegg 4: Fullstendig omgruppert balanse Scandic 2012-2016	96
Vedlegg 5: Mellomregning prognostisering	98
Vedlegg 6: Verdsettelse diskontert fri kontantstrøm.....	99
Vedlegg 7: Verdsettelse diskontert økonomisk profitt	100
Vedlegg 8: Betaberegninger	101

Tabeller

Tabell 1: Avtaletyper	7
Tabell 2: Ulike leieavtaler (Scandichotelsgroup, 2015)	8
Tabell 3: Det skandinaviske hotellmarkedet (Hodari & Larsen, 2015).....	10
Tabell 4: Markedsindikatorer Q4 2017(Nordichotelconsulting.com, 2016).	11
Tabell 5: Konkurransesituasjon (Scandichotelsgroup, 2015).	11
Tabell 6: Egenkapital-og totalkapitalmetoden (Boye & Meyer, 2008).	18
Tabell 7: Oppsummering “Porter’s Five Forces”	31
Tabell 8: Oppsummering PESTEL	35
Tabell 9: Oppsummering VRIO.....	38
Tabell 10: Presentasjon av resultatregnskapet	41
Tabell 11: Presentasjon av balansen	42
Tabell 12: Unormale poster	44
Tabell 13: Omgruppert resultatregnskap (MSEK).....	50
Tabell 14: Omgruppert balanse (MSEK).....	51
Tabell 15: ROIC med og uten goodwill.....	51
Tabell 16: Dekomponering ROIC.....	52
Tabell 17: Prognostisert resultatregnskap og NOPLAT (MSEK)	60
Tabell 18:Prognostisert vekst i resultatregnskapet (%)	61
Tabell 19: Prognostisert investert kapital (MSEK).....	62
Tabell 20:Prognostisert vekst i balansen.....	63
Tabell 21: Prognostisert ROIC.....	63
Tabell 22: Prognostisert fri kontantstrøm	64
Tabell 23: Svenske statsobligasjoner (Riksbank.se, 2017).....	65
Tabell 24: Forventet inflasjon (Riksbanken.se, 2017).....	66
Tabell 25: Egenkapitalbeta	70
Tabell 26: Beregning av gjeldskostnad.....	73
Tabell 27: Diskontert fri kontantstrøm i prognoseperioden.....	75
Tabell 28: Verdi per aksje.....	76
Tabell 29: Økonomisk profitt.....	77
Tabell 30: Price-to-Book.....	78
Tabell 31: Price-to-Book verdiestimat.....	78
Tabell 32: Price-to-Earning.....	79

Tabell 33: Price-to-Earning verdiestimat.....	79
Tabell 34: EV/EBITDA multipler	79
Tabell 35: EV/EBITDA verdiestimat	80
Tabell 36: Endring i NOPLAT	81
Tabell 37: Endring i WACC og ROIC.....	81
Tabell 38: Endring i WACC og langsiktig vekst.....	82
Tabell 39: Verdiestimat med ulike metoder.....	85

Figur 1: Aksjonærer og investorer (Scandichotelsgroup, 2017).....	13
Figur 2: SHOT-aksjen (ScandicHotelGroup.com, 2017).	14
Figur 3: Markedsandeler antall rom (Scandichotelsgroup, 2016)	29
Figur 4: RevPAR og ADR	30
Figur 5: SWOT-analyse	39
Figur 6: Omgruppering av eiendeler og anleggsmidler	47
Figur 7: Omgruppering av gjeld	49
Figur 8: EBIT-margin	53
Figur 9: RevPAR	54
Figur 10: Beleggsprosent	54
Figur 11: Markedets risikopremie Sverige (Pwc.se, 2016).....	67
Figur 12: Sensitivitetsanalyse 1	82
Figur 13: Sensitivitetsanalyse 2	83

Begrepsavklaring

ADR: Average daily rate- et mål for den gjennomsnittlige daglige romprisen betalt for et solgt rom.

ARR: Average Room Rate - Gjennomsnittlig rompris

BNP: brutto nasjonalprodukt

CAPM: Capital Asset Pricing Model

DCF: Discounted Cash Flow

EBIT: Resultat før rente og skatt

EBITDA: Resultat før rente, skatt, avskrivning og amortisering

EUR: Euro

FCF: Free Cash Flow – fri kontantstrøm

IFRCS: International Financial Reporting Committee Standards

IFRS: International Financial Reporting Standards

Investert kapital: Kapital investert i selskapets kjerne aktiviteter

NOK: Norske kroner

NOPLAT: Net Operating Profits Less Adjusted Taxes – Netto driftsresultat fratrukket justert skatt

SEK: Svenske kroner

TV: Terminalverdi

OCC: Occupancy- prosentandel av totalt tilgjengelige rom solgt i en spesifikk periode.

Omtalt som beleggsprosent/kapasitetsutnyttelse

RevPAR: Revenue per available room - omsetning per tilgjengelig rom.

ROIC: Return on Invested Capital – Avkastning på investert kapital

RONIC: Return on New Invested Capital – Avkastning på ny investert kapital

WACC: Weighted Average Cost of Capital – Avkastningskravet til total kapitalen

1 Innledning

1.1 Bakgrunn og aktualisering

Scandic Hotels AB (heretter omtalt som Scandic) ble etablert i 1953 under navnet ESSO. Hotellselskapet har vært en pioner og en viktig aktør i det nordiske hotellmarkedet i over 50 år og er i dag Nordens ledende hotellselskap.

Februar 2014 ble det offentliggjort at Selskapet hadde inngått avtale om fusjon av Rica Hotels (E24.no, 2014). Scandic var allerede ledende på det svenske hotellmarkedet. Kjøpet gjorde de også til en av de største i Norge. En sentral og viktig faktor for vekst i hotellbransjen er utviklingen i økonomi og særlig brutto nasjonalprodukt (BNP).

I 2016 hadde turisme en direkte og indirekte påvirkning på verdensøkonomien med 10,2 % av global BNP. I løpet av de neste 10 årene er det forventet at reise og turisme vil ha en direkte påvirkning på BNP og en vekst større enn forventet i økonomien som helhet (Wttc.org, 2017).

Det er flere aspekter som gjør hotellkjeden Scandic til et interessant objekt å verdsette. Først og fremst har vi et ønske om å lære mer om hotell- og reiselivsbransjen. Videre ble Scandic relansert på Stockholm Børs 2. desember 2015. Hotellbransjen omtales i tillegg som en konkurranseutsatt bransje, preget av store aktører. Med bakgrunn i dette anså vi Scandic som et interessant forskningsobjekt, særlig med tanke på at vi ikke kunne finne tidligere utredninger som viste til verdsettelse av selskapet, eller generelt verdsettelse av nordiske hotellkjeder.

Sammenlignet med flere av aktørene i bransjen opererer Scandic med ett standardisert hotellkonsept. Da dagens hotellmarked preges av differensiering kan det resultere i at Scandic anses som anonym. Dette gjorde oss nysgjerrige på selskapets strategi, drift, og framtidsutsikter. Vi valgte derfor å gjennomføre en verdsettelse av Scandic.

1.2 Problemstilling

Formålet med masteroppgaven er å estimere den fundamentale verdien til Scandic Hotels AB og sammenlikne vårt estimat med børsverdi. Selskapet verdsettes derfor med utgangspunkt i sentrale verdivurderingsmetoder. På bakgrunn av dette har vi utarbeidet følgende problemstilling:

“Hva er verdien på selskapet Scandic Hotels AB?”

Vi vil sammenligne vårt verdiestimat med selskapets markedsverdi på Stockholm Børs. Deretter vil eventuelle avvik fra markedsverdien bli drøftet.

1.3 Avgrensning

Det foretatt en rekke avgrensninger i oppgaven. Geografisk fokuserer vi på Norden da det er der hovedvirksomheten og tyngden av Scandics hoteller er lokalisert. Oppgaven er begrenset til et investorperspektiv. Vi baserer oss kun på offentlig og tilgjengelig regnskapsdata-og informasjon, eksempelvis salgsprospekt, årsrapporter, avisartikler og akademiske publikasjoner. En annen avgrensning vil være enkelte data benyttet i bransjebeskrivelsen og nøkkeltallsanalysen. Disse vil være basert på 2015 da ikke alle selskaper har offentliggjort data for 2016. Videre har vi valgt å sette en grense for ny informasjon. Dato for verdivurderingen settes til 27.04.2017, det vil derfor ikke tas hensyn til ny informasjon etter denne datoen.

1.4 Oppgavens oppbygging

I kapittel 2 vil selskapet og hotell –og reiselivsnæringen bli presentert. Dette for å skape en bedre forståelse av Scandics, deres historie, virksomhetsområde, samt hotell- og reiselivsnæringen generelt. Videre i kapittel 3 vil teori om ulike verdsettelsesmetoder bli introdusert i tillegg til sentrale verdidrivere. Deretter vil valg av metode bli gjort rede for.

Kapittel 4 inneholder en analyse av strategi og økonomisk posisjon. Her vil det bli foretatt en intern og ekstern strategisk analyse som videre danner utgangspunkt for Scandics lønnsomhet og konkurransesituasjon på lang sikt. Det vil også bli gjennomført en kvantitativ regnskapsanalyse, hvor resultat –og balanseregnskapet omgrupperes for å tilpasse et

investorperspektiv. Selskapets historiske regnskapstall vil bli benyttet som utgangspunkt. Avslutningsvis vil historiske bransjerelaterte nøkkeltall bli presentert.

I kapittel 5 vil verdivurderingen gjennomføres. Fremtidsregnskapet og fremtidige kontantstrømmer vil bli utarbeidet med utgangspunkt i den strategiske analysen og det omgrupperte regnskapet. Deretter vil avkastningskravet, WACC bli beregnet. Med dette som utgangspunkt vil verdien av Scandic Hotels AB bli estimert. I tillegg vil alternative verdivurderingsmetoder bli benyttet som et supplement og kvalitetssikring til verdiestimatet. Avslutningsvis i kapitlet vil det gjennomføres en sensitivitetsanalyse hvor vi undersøker hvilke faktorer som har størst påvirkning på verdiestimatet. Til slutt vil kapittel 6 inneholde drøfting og konklusjon hvor eventuelle avvik fra markedsverdien vil bli drøftet.

2 Selskap-og bransjebeskrivelse

2.1 Historie

Scandic har vært hotelloperatør siden 1963 og opererte på den tiden under navnet Esso. Det første Esso Motorhotellet åpnet samme år i Laxå, Sverige. På den tiden var “motorby” langs de store fartsveiene ett innovativt konsept og var det første i sitt slag i Sverige (Scandichotelsgroup, 2015). Konseptet ble en suksess, og i perioden 1966-1969 åpnet de 23 hoteller i Sverige. I 1972 ekspanderer Esso til Norge og Danmark, og per 1973 var Esso Sveriges største hotellkjede. I 1984 endrer Esso navn til Scandic Hotels, og alle hotellene får navnet Scandic. Ved utgangen av 1990 hadde Scandic en hotellportefølje bestående av 101 hoteller, inkludert ett i Tyskland. I 1993 lanserte selskapet sitt eget bærekraftprogram, som var det første innen hotell- og restaurantbransjen. Bærekraftprogrammet førte til en netto reduksjon av både usortert avfall, vannforbruk, energiforbruk og utslipp av CO₂. Dette er fortsatt ett av deres viktigste fokusområde. I 1995 kjøpte Scandic opp den svenske hotellkjeden Reso Hotels, og i 1996 blir Scandic den første hotellkjeden som noteres på Stockholm Børs. Fra 1998-2000 kjøpte Scandic opp Finlands største hotellkjede, Arctia, og den svenske hotellkjeden Provobis. Dette resulterte i en sterk geografisk beliggenhet i Norden, og Scandic var nå blitt den største hotellkjeden basert på antall hotellrom. På slutten av 1990 tallet endret de hotelldriften ved å gå over til å benytte en CFRM-avtale, en leiemodell som gir de fleksibilitet og kontroll over virksomheten. Scandics eiendomsportefølje ble derfor solgt til ett separat holdingselskap, Hotellus. Dette selskapet eide Scandic 49 % av frem til år 2000 da det ble kjøpt opp av Pandox.

Scandic ble i 2001 kjøpt opp av hotellkjeden Hilton Group PLC og avnoteres samtidig fra Stockholm Børs. Under Hilton øker Scandics kvalitet på en rekke prosesser i hotellkjeden, og får det nordiske miljømerket Svanen, den mest prestisjefulle internasjonale merkingen i sin kategori. I 2007 ble Scandic solgt til EQT, noe som førte til en ekspansjon i hotellporteføljen. I perioden 2012-2014 investerte Scandic rundt 1,6 milliarder svenske kroner i oppussing av om lag 40 hoteller i Finland, Norge og Sverige. Renoveringen regnes som den største i Nord Europas hotellhistorie. År 2014 kjøper Scandic opp den norske hotellkjeden Rica Hotels, som førte til en økning på totalt 73 hoteller og 10 600 hotellrom. Dette resulterte i at de var blitt Nordens største hotellkjede og den nest største i Norge. 2. desember 2015 blir Scandic relansert på Stockholm Børs. (Scandichotelsgroup, 2015, 2017).

2.2 Visjon, verdi og strategi

I 2015 utviklet Scandic en ny visjon, misjon og kulturell plattform med fokus på å opprettholde og styrke sin posisjon i det nordiske markedet, samt en selektiv vekst i Tyskland. Strategien fokuserer på å forbedre drift basert på endring i kundenes atferd og digitalisering innen industrien. Scandics visjon for 2020 er å være det foretrekkende hotellmerket, en attraktiv arbeidsplass og en inspirerende samfunnsaktør. De ønsker å forsterke markedsposisjonen, utnytte markedsdynamikken bedre og fortsette å være et voksende hotellnettverk med kontinuerlig utvikling -og digitalisering av egen plattform.

Scandic har grunnleggende verdier og fokuserer på å skape verdi på alle nivå. Dette innebærer et dedikert og motivert team samt fornøyde-og lojale kunder som spesielt skapes gjennom kundelojalitetsprogrammet Scandic Friends.

Scandics strategi fokuserer på seks hovedområder. Dette innebærer å beholde-og forsterke selskapets ledende posisjon, utnytte selskapets merkevare og deres kontroll over distribusjonskanalene. I tillegg skal lojalitetsprogrammet og internettbasert distribusjon kontrolleres og utvikles for mer effektiv og direkte dialog med gjestene. Selskapet ønsker å være tilpasningsdyktig til endrede markedsforhold samt utforske mulighet for utvidelse i det tyske markedet. I tillegg fokuserer de på å være et førstevalg, både blant eiendomsseiere og ansatte. (Scandichotelsgroup, 2015).

2.3 Virksomhetsområde

Scandic opererer primært innenfor mellomklassesegmentet, et segment som tar utgangspunkt i å passe for de aller fleste, både når det gjelder standard og pris. Dette segmentet regnes som det største innenfor hotelldrift i Norden og står for mesteparten av hotellvolumet (Scandichotelsgroup, 2015). Segmentet antas å være mindre syklisk enn andre segmenter og er mer stabilt i forhold til svingninger i markedet. Scandic driver hovedsakelig med tjenestetilbud som losji, restaurant- og konferansevirksomhet. Omtrent 70 % av inntektene kommer fra losjiinntekter og de resterende 30 % fra konferanser og restaurant. Inkludert i losjiinntektene inngår også overnattinger i forbindelse med konferanser. (Scandichotelsgroup, 2016). Hotellporteføljen består hovedsakelig av flaggskiphoteller for konferanser og hoteller med strategiske lokaliseringer. Hotellkonseptet er standardisert men skal samtidig innebære et lokalt preg. Sammenliknet med andre hotellkjeder med samme standardiserte konsept, kan

Scandic anses som “high class”. De siste årene har design og miljøet på hotellene blitt viktig for Scandic slik at gjestene skal trives og føle seg hjemme (ScandicHotelGroup.com, 2016).

2.4 Virksomhetsmodell

Scandic har strukturert virksomheten med mål om å oppnå fleksibilitet og kontroll. Selskapet drives hovedsakelig gjennom varemerkehåndtering, leieavtaler og organisasjonsstruktur.

Denne virksomhetsmodellen er en av selskapets fremste styrker ettersom den øker effektiviteten. Virksomhetsmodellen fokuserer på fem grunnleggende målsettinger: 1) kontroll over egen verdikjede 2) sentralisert og standardisert virksomhet 3) stordriftsfordeler 4) fleksibel og tilpasningsdyktig kostnadsstruktur 5) kontinuitet ved varemerke og service. (Scandichotelsgroup, 2015). Flere av nøkkelfunksjonene er blitt sentralisert og standardisert i virksomheten, deriblant informasjonsteknologi- og støttesystem. Selskapet eier og kontrollerer varemerket Scandic og har i høy grad kontroll over egen distribusjon. Dette gjør det mulig å effektivt implementere standardiserte konsepter, strategier og kostnadsbesparingsinitiativer. Selskapets størrelse gir muligheter til å forhandle frem konkurransekraftige og unike løsninger med leverandører i hele verdikjeden, inklusive leverandører av varer og tjenester, outsourcingpartnere og eksterne distribusjonskanaler (Scandichotelsgroup, 2015). Vedrørende leverandører foregår de fleste av innkjøpene gjennom GRESS-gruppen AS, som er et innkjøpssamarbeid eid av Scandic, Compass Group Norge og Rezidor Hotels Norway AS. Dette samarbeidet gir Scandic stor kontroll over egne innkjøp. Som en del av å oppnå kontroll over verdikjeden ønsker Scandic at alle gjestene bestiller rom gjennom deres bookingkanal. Per 2016 stammet over 60 % av bookingen fra Scandics egne kanaler (Scandichotelsgroup, 2015).

2.4.1 Kundegrupper

Kundebasen består i dag av en høy andel returnerende kunder, både bedriftskunder og fritidsreisene. Deres viktigste kundegruppe er forretningsreisende, inkludert statlige og offentlige kundesegmenter. Scandic Friends er det største nordiske lojalitetsprogrammet i hotellbransjen, med 1,9 millioner medlemmer (Scandichotelsgroup, 2017). Omkring 40 % av inntektene kom fra medlemmer av lojalitetsprogrammet (Scandichotelsgroup, 2017).

2.4.2 Hotellavtaler og porteføljeforvaltning

Scandics hoteller drives hovedsakelig gjennom leieavtaler, men en liten andel drives under franchise-og partneravtaler. Tabellen nedenfor viser andelen av hotellrom som drives under respektive avtaletyper per 2015.

Tabell 1: Avtaletyper

Land	Leie	Management	Franchise	Partner	Eierskap
Sverige	93%	1%	6%	0%	0%
Norge	80%	0%	10%	9%	1%
Finland	96%	0%	4%	0%	0%
Danmark	94%	6%	0%	0%	0%
Europa	100%	0%	0%	0%	0%
Totalt	89%	1%	7%	3%	0%

*Nye hotell inngår ikke i denne beregningen.

Leieavtaler

På det nordiske hotellmarkedet er leieavtaler den vanligste modellen ved drift. Strategisk har selskapet basert porteføljen på langvarige leiekontrakter, ofte med en varighet på 15-20 år. Ved utgangen av 2016 var 192 av 233 hoteller basert på en CRFM-avtale (Contingent Rent With Fixed Minimum). Denne type avtale er basert på en fast-og variabel leiekostnad, hvor den variable vil være basert på en prosentandel av hotellets totale inntekter. Avtalen gir Scandic betydelig fleksibilitet og kontroll vedrørende utvikling av hotellene. Samtidig vil både utleierne og Scandics interesse koordineres og opprettholdes. Scandic og utleier har delte investeringskostnader, og årlig investerer selskapet cirka tre til fire prosent av de totale hotellinntektene på renovering og utvikling. I utgangspunktet har utleier ansvaret for vedlikehold av bygninger, og selskapet selv har ansvaret for vedlikehold av inventar og utstyr. Dette bidrar til et gunstig miljø og en langsiktig positiv utvikling, og et sterkt finansielt resultat for begge parter. Fremtidig drift vil også baseres på denne type avtale. (Scandichotelsgroup, 2015, 2017).

Tabell 2: Ulike leieavtaler (Scandichotelsgroup, 2015)

Land	CRFM	Variabel	Fast
Sverige	65%	22%	12%
Norge	84%	15%	0%
Finland	82%	10%	8%
Danmark	25%	29%	46%
Europa	64%	36%	0%
Totalt	70%	20%	11%

Franchise, management og partneravtaler

Ved franchise- og managementavtaler er ikke selskapet involvert i driften. De utenforstående eierne tar alle risikoer og benytter Scandics varemerke, konsept og bookingsystem mot avgift. Denne regnes som en prosentandel av Scandics totale hotellinntekter. Løpetiden for avtalene varierer, men har ofte en varighet på mellom 10 og 20 år. Partneravtaler er den enkleste formen for samarbeid med en tredje part. Partnerhotellene drives under selvstendig varemerker og får mot en avgift tilgang til Scandics egne distribusjonskanaler, bookingsystem og anskaffelsesfordeler (Scandichotelsgroup, 2015).

Scandics HTL og signaturhotell

I mai 2014 lanserte Scandic ett nytt konsept, HTL. Kjernen i HTL fokuserte på god beliggenhet, kvalitet og pris. HTL skal være moderne og rimelig, og retter seg mot den yngre hotellgjesten (Scandichotelsgroup, 2015). Etter to gikk de bort i fra dette konseptet og samtlige HTL hotell ble omprofilert til Scandic. I 2014/2015 lanserte selskapet også egne signaturhotell med innarbeidet merkevareverdi i hvert hotell. Signaturhotellene tilbyr unike hotellopplevelser i karakteristiske omgivelser. Hotellene drives under eget varemerker i kombinasjon med betegnelsen “by Scandic”, samtidig som de drar nytte av Scandics plattform (Scandichotelsgroup, 2015).

2.5 Hotell og reiselivsnæringen

Hotell og reiselivsnæringen er en av verdens største næringer, med en vekst som antas å bli høyere enn veksten i økonomien som helhet. Det totale bidraget av reise- og turisme var i 2016 10,2 % av global BNP. Det forventes en økning i løpet av de neste ti årene og det totale bidraget anslås å være på 11,4 % i 2027 (Wttc.org, 2017). Reiselinivnæringen er sammensatt

av bedrifter fra ulike virksomhetstyper, blant annet hoteller, restauranter, flyselskaper og aktivitetsbedrifter. Virksomhetene i næringen er til dels svært ulike, det de har til felles er at de lever av mennesker på reise (Iversen, Jakobsen, & Holmen).

Makroøkonomiske faktorer har stor påvirkning ved utviklingen av hotellbransjen, og fremtidig verdiskapning vil påvirkes av politiske beslutninger. Blant annet gjennom utvikling i innhold, pris og tilgjengelighet. Utviklingen i BNP påvirker også etterspørselen av for eksempel forretningsreisende, konferanser, kongresser og turisme. Befolkningsvekst, sysselsetting og renteutvikling er andre faktorer som også vil påvirke utviklingen i bransjen (Scandichotelsgroup, 2015, 2017). De fleste hoteller er i dag en del av en hotellkjede. Innkjøp, markedsføring, konseptutvikling og kompetanseutviklingen vil derfor utføres på kjedenivå. Stordriftsfordelene vil følgelig også realiseres på kjedenivå og ikke på hotellnivå. Innen overnatting har utviklingen vært større hoteller, og en mer konsolidert hotellbransje har lagt til rette for en standardisering med bedre utnyttelse av stordriftsfordeler. Etter årtusenskiftet har kundemassen vært mer yrkesorientert og veksten blant de standardiserte hotellene passer bra til dette. Hoteller og andre konferansetilbydere konkurrerer nasjonalt og internasjonalt om å tiltrekke seg konferanser og kongresser. Hotellbransjen har fått en mer infrastrukturell rolle sammenlignet med resten av næringslivet, og veksten i antall forretningsreisende har vært større enn veksten i ferie-/fritidsreisene (Iversen m.fl.).

Overnattingsbransjen blir omtalt som en lite lønnsom bransje, med svak totalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet. Overnattingsbransjen har hatt en stagnerende verdiskapningsvekst, lav produktivitetvekst og høy lønnsøkning fra 2005. Innenfor overnatting har store bedrifter og opplevelser blitt mer dominerende enn ved begynnelsen av årtusenskiftet. Dette kan muligens forklares fra et markedspektiv med at yrkestrafikk og kurs-og konferansemarkedet har vokst raskere enn de andre segmentene. Disse segmentene betjenes i større grad av større hotellkjeder (Iversen m.fl.).

2.5.1 Det nordiske hotellmarkedet

Det nordiske hotellmarkedet består hovedsakelig av operatører i “midt -marked” segmentet og rommene består vanligvis av premium- og økonomi klasse. Markedet er preget av regionale aktører med sterk posisjon og lojale innenlandske reisende. Det nordiske hotellmarkedet har generelt de siste årene hatt en god utvikling. En undersøkelse gjennomført blant ledere og aktører i hotellbransjen gjenspeiler en optimisme rundt regionens vekst og potensiale (Hodari

& Larsen, 2015). Blant hotelloperatørene er det uenighet vedrørende “midt-marked” segmentet. Flere mente “midt- marked” segmenter er mest foretrukket med tanke på etterspørsel, og at det fortsatt er muligheter i dette markedet, mens andre mente man må se behovet for diversifisering. Det er stor interesse i det nordiske markedet, hovedsakelig på grunn av gode og stabile politiske systemer, i motsetning til markedet i Øst-Europa. En sterk og voksende økonomi, tilgjengelig kapital, finansielle muligheter, i tillegg til en solid og voksende etterspørsel gjør det til et attraktivt marked. Internasjonale kjeder som Starwood, Hyatt og Four Seasons vurderer det nordiske markedet som interessant. Videre hevdes det at regionale kjeder har sterke ferdigheter ved drift i det nordiske markedet. Eksempelvis har høyt kostnadsnivå ført til at kjedene har blitt svært kostnadseffektive uten å bidra til en negativ påvirkning på gjesteopplevelsen. I tillegg har de fleste lokale hotellkjedene klart å strukturere og opprettholde gode leiekontrakter som i tillegg er veldig tilfredsstillende for aksjonærene (Hodari & Larsen, 2015).

Arbeidsledigheten i de nordiske landene har historisk sett vært lavere enn i gjennomsnitt for EU. En gunstig BNP-utvikling, rentenedganger og økt forbruk på reise-og restaurant har i løpet av de ti siste årene økt mer enn privat konsumering totalt. Kombinert med en økning i antall utenlandske reisende har det dannet et godt utgangspunkt for utviklingen i det nordiske hotellmarkedet. Nordiske byer representerer et stort og voksende marked når det gjelder internasjonale konferanser. Stockholm, Oslo, Helsingfors og København er rangert blant de mest populære konferansedestinasjonene (Scandichotelsgroup, 2017). Det nordiske hotellmarkedet har hatt en økning i pris, beleggsprosent og gjennomsnittlig rompris per dag (ADR). Dette gjelder for de fleste byer og regioner, unntatt Stavanger, hvor det kjente oljeprisfallet i 2014 førte til en nedgang i RevPAR med 28,5 % i 2015. Til tross for dette har RevPAR holdt seg relativt stabil i Norge, hovedsakelig grunnet gode tall fra markedet i Nord-Norge.

Tabell 3: Det skandinaviske hotellmarkedet (Hodari & Larsen, 2015)

	BELEGGSPROSENT (%)			ADR (EUR)			REVPAR (EUR)		
	15ytd	14ytd	Endring i	15ytd	14ytd	Endring i	15ytd	14ytd	Endring i
		%			%			%	
Danmark	72,1%	69,3%	4%	106,0	101,3	4,6%	76,4	70,2	8,7%
Norge	60,1%	60,1	0,0%	98,7	99,0	-0,3%	59,3	59,4	-0,3%
Sverige	63,3%	60,0	5,4%	107,2	104,7	2,4%	67,8	62,9	7,9%

*ytd= year to date (1 januar-30 september). Det skandinaviske hotellmarkedet 2015ytd mot 2014ytd

Markedsindikatorer

En kvartalsrapport presentert av Nordichotelconsulting.com (2016) for fjerde kvartal 2016 viser en oversikt over hovedstedene Scandic hovedsakelig opererer i. Som vi ser av tabellen har alle byene unntatt Oslo hatt en positiv utvikling i RevPAR.

Tabell 4: Markedsindikatorer Q4 2017(Nordichotelconsulting.com, 2016).

	København		Oslo		Stockholm		Helsinki	
	Q4	Δ(%)	Q4	Δ(%)	Q4	Δ(%)	Q4	Δ(%)
Beleggsprosent (%)	77,6%	3,6	64,3%	0,6	68%	3,7	85%	16,2
ADR i egen valuta	930	10,5	1008	-0,9	1060	3,3	15,507	14,2
RevPAR i egen valuta	722	14,5	648	-0,3	719	7,1	13,252	32,8
ADR i EUR	125		112		109		129	
RevPAR i EUR	97		72		74		111	

2.5.2 Konkurransesituasjon

Det nordiske hotellmarkedet domineres som nevnt av regionale operatører innen mellomklassesegmentet og store internasjonale hotellkjedene er underrepresentert. Historisk sett har det vært mindre interessant for disse kjedene å etablere seg i Norden da de ofte opererer med management -og franchise avtaler. Markedet preges av store nordiske varemerker som Scandic, Rezidor Hotels, Radisson Blue og Park Inn by Radisson, Nordic Choice Hotels (Comfort, Quality, Clarion og øvrige merker), Elite Hotels, First Hotels og Thon Hotels. Tabellen nedenfor viser en oversikt over Scandics største konkurrenter basert på antall rom i de nordiske landene.

Tabell 5: Konkurransesituasjon (Scandichotelsgroup, 2015).

Sverige	Rom	Norge	Rom	Danmark	Rom	Finland	Rom
Scandic	16 321	Nordic Choice	15 519	Scandic	3 705	Sokos	8 992
Nordic Choice	14 687	Scandic	14 478	Comwell	2 828	Restel	7 810
Best Western	7 654	Thon Hotells	9 622	Arp-Hansen	2 679	Scandic	5 449

Best Western

Best Western International Inc. er verdens største hotellkjede og er amerikansk eid (Bestwestern.no, 2016). Kjeden består av over 4 000 privateide- og drevne hoteller i over 110 land. Hotellene er lokalisert i Asia, Sør-Afrika, Canada, Karibien, Europa, Midtøsten, Mexico, Sentral- og Sør-Amerika, Australia og USA. Hotellkjeden skiller mellom seks ulike hotellkonsepter; Best Western, Best Western pluss, Best Western Premier, BW Premier Collection, Best Western Vib og Best Western Plus Executive Residency. Konseptene varierer fra enkel generell standard til luksus (Bestwestern.no, 2016).

Comwell

Comwell er en dansk hotellkjede som driver konferanse- og spahoteller i Skandinavia. Hotellkjeden består av 18 hoteller, hvorav 16 er lokalisert i Danmark og to i Sverige. Konseptet går ut på å fremme innovasjon og dyrke forskjellene mellom de ulike hotellene. Comwell fokuserer primært på fire områder; møter og konferanser, forretningsovernattinger, privatreiser og spaopphold (Comwell.dk, 2017).

Arp-Hansen Hotel Group

Arp-Hansen Hotel Group er Københavns største hotellkjede og består av privateide og sentralt beliggende hoteller. Hotellene dekker ca. 22 % av hotellkapasiteten i København og disponerer mer enn 100 møter og konferanselokaler (Arp-hansen.com, 2017).

Restel

Restel er en finsk hotellkjede for feriegjester, forretningsreiser og konferansedeltakelse. Kjeden opererer kun i Finland og består av tre ulike hotellkonsepter; Cumulus Hotels, Rantasipi Hotels og Holiday Inn Hotels. Konseptene deres varierer mellom moderne sentrumshotell til hoteller for konferanser og spa (Hospitalityawards.com, 2016). Restel driver også innen restaurantbransjen og har over 240 restauranter (Restel.fi/en, 2016).

Sokos Hotels

Sokos Hotels er en finsk hotellkjede med over 50 hoteller i Finland, Tallinn og St. Petersburg. Kjeden opererer med tre ulike hotellkonsepter; Original, Break og Solo. Konseptene varierer fra hoteller med nøkkelbeliggenheter til spa-hoteller (Sokoshotels.fi, 2016).

Thon Hotels

Thon Hotels er en del av Olav Thon gruppen. Deres hoteller er lokalisert i Norge, Sverige, Brussel og Rotterdam. Forretningsideen er å tilby sentralt beliggende hoteller til rimelige priser. Dette er en av Norges ledende hotellkjeder og ved begynnelsen av 2016 består kjeden av 69 hoteller i Norge, ett i Sverige, ett i Nederland samt fem hoteller og to leilighetshoteller i Belgia (Thonhotels.no, 2016).

Nordic Choice Hotels

Nordic Choice består av tre ulike konsepter og 16 frittstående hoteller. Deres hotellportefølje inkluderer 187 hoteller, lokalisert over fem land. Hotellkjeden består av Comfort Hotel, Quality Hotel og Clarion Hotel. De frittstående hotellene skal være en destinasjon i seg selv. Comfort har sentral beliggenhet og er et billigere alternativ. Quality er hoteller for møter, familieferier, kongresser og private arrangementer, mens Clarion har høyest standard og sentral beliggenhet (Nordicchoicehotels.no, 2016a).

2.6 Eierstyring (Corporate governance)

Eierstyringen og selskapsledelsen i Scandic har som mål å støtte formannskapet og styret slik at alle deres operasjoner vil skape langsiktige verdier for aksjonærene og andre interessenter. Dette innebærer å opprettholde en effektiv organisasjonsstruktur, et system for risikostyring og internkontroll, samt en intern- og ekstern rapportering preget av gjennomsiktighet (Scandichotelsgroup, 2015).

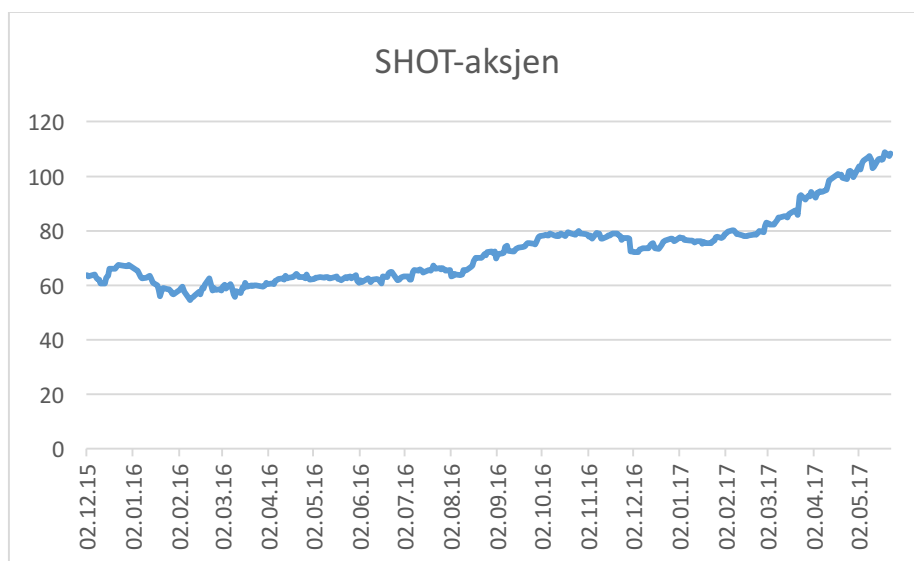


Figur 1: Aksjonærer og investorer (Scandichotelsgroup, 2017)

Per 2016 representeres 60,4 % av aksjekapitalen de ti største aksjonærene. 71,3 % av aksjene eies av svenske institusjoner og fond. Sunstorm Holding AB er den største aksjonæren med 20,4 %. Sunstrom Holding AB er kontrollert av EQTV Ltd, rådført av EQT partners. EQT er et såkalt "privat equity" selskap organisert i ca. 20 fond og investerer i selskaper, sektorer og regioner hvor de gjennom industrielle tilnærminger og vekststrategier kan utgjøre en forskjell (Scandichotelsgroup, 2017).

2.7 Kursutvikling

Hotellkjeden er notert på Stockholm Børs under tickerkode SHOT. Selskapet ble børsnotert 2. desember 2015. Per 27.april 2017 er det 102 985 075 utestående aksjer hvor pålydende verdi var 101,75 SEK. Scandics totale markedsverdi var da 10 478 731 381 MSEK. Nedenfor illustreres aksjekursens utvikling siden noteringsdato 2.desember 2015 frem til 27. April 2017.



Figur 2: SHOT-aksjen (ScandicHotelGroup.com, 2017).

Som fremstilt ser vi at utviklingen i aksjekursen har vært stigende siden børsnotering. Fra noteringsdato og frem til 27.april 2017 har aksjekursen steget fra 67,70 SEK til 101,75 SEK. Aksjekursen har hatt en enorm utvikling fra januar-april 2017, og blant alle børsnoterte hotellselskaper er SHOT-aksjen den som har hatt størst økning globalt.

3 Teori verdsettelse

I dette kapitlet vil det teoretiske fundamentet for verdsettelse av Scandic bli presentert. Videre vil vi kort redegjøre for de mest anvendte metodene for verdivurdering av foretak. Selskapets viktigste verdidrivere vil så bli presentert. Avslutningsvis vil valg av verdsettelsesmetode begrunnes.

3.1 Rammeverk

Fundamental verdsettelse er en metode brukt for å analysere informasjon, prognostisere fremtidig inntjening og komme frem til en verdivurdering. Prognosene er basert på analysert informasjon og verdivurderingen estimeres på bakgrunn av de fremtidige prognosene (Penman, 2013). Vi vil ta utgangspunkt i det fundamentale rammeverket til Penman (2013) som består av fem steg.

Steg 1- Kjenne bedriften

Ifølge Penman (2013) er det nødvendig å forstå bedriften for å kunne verdsette selskapet. Med dette menes å kjenne bedriftens produkt, kunnskapsbase, konkurrenter, lovmessige forhold samt bedriftens ledelse (Penman, 2013).

Steg 2- Analysere informasjon

Etter å ha oppnådd tilstrekkelig bakgrunnskunnskap om selskapet, vil neste steg være å analysere bedriftens informasjon i dybden. Denne informasjonen kommer ofte i mange former og fra ulike kilder. En stor mengede informasjon må her håndteres, både i- og utenfor regnskapet. Effektivitet er nødvendig for å kunne skille informasjon som er relevant for verdsettelse fra det som er irrelevant. Regnskapet er den viktigste kilden analytikere har til informasjon, og må granskes nøye før det tas stilling til hva som skal trekkes ut.

Steg 3-Utvikle prognoser

Utvikling av prognoser består av to steg. Det første steget er å spesifisere hvordan inntjening er målt, neste steg er å prognostisere de målte inntjeningene. Det første steget er det mest avgjørende da validiteten av verdsettelsen er avhengig av hvordan innbetalingene er målt. Hva som prognostiseres er det kritiske som må fastsettes før en kan gå videre til neste steg.

Steg 4- Konvertere prognosene til en verdivurdering

En vil ikke kunne se om det er lønnsomt å drive før det har gått noen år, følgelig vil prognoser utarbeides i en strøm av fremtidige innbetalinger. For å fullføre analysen må de fremtidige innbetalingene reduseres til ett tall, selve verdien. Siden innbetalingene er i fremtiden, og investorer foretrekker nåverdien, må disse følgelig neddiskonteres til nåverdi og justeres for risiko. Dette gjøres ved å justere innbetalingene med investorens diskonteringsrente.

Steg 5- Investeringsbeslutningen

En investor på utsiden av selskapet vil avgjøre om det skal gjøres en handel basert på en sammenligning med den estimerte verdien og prisen på selskapets aksje. Dette for å avgjøre om han skal kjøpe, selge eller avvente. Investoren fra innsiden av selskapet vil sammenlikne den estimerte verdien fra en investering med selskapets faktiske kostnader. Dette for å avgjøre om han skal akseptere eller avvise selskapets strategi. I begge tilfeller blir pris sammenliknet med et verditall som inneholder informasjon benyttet i prognosene (Penman, 2013)

Basert på definisjon av verdi klassifiserer Kaldestad og Møller (2016) metoder for verdsettelse i fem kategorier. De fem metodene er inntjeningsbasert, markedsbasert, balansebasert, kostbasert og opsjonsbasert (Kaldestad & Møller, 2016). Dahl og Boye (1997) klassifiserer metodene i to kategorier; balansebasert og inntjeningsbasert. Penman (2013) derimot, mener en kun kan skille mellom fundamental og komparativ verdsettelse. På bakgrunn av dette har vi valgt å tolke det slik at det finnes tre ulike hovedkategorier for verdsettelse; fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdsettelse. I tillegg til valg av metode er det nødvendig med et teoretisk rammeverk for å kunne foreta en verdsettelse. Vi vil kort beskrive de mest anvendte metodene.

3.2 Verdsettelsesmetoder

3.2.1 Inntjeningsbaserte metoder

Inntjeningsbaserte metoder tar utgangspunkt i hvilke kontantstrømmer et selskap kan forvente å generere i fremtiden og kategoriseres som; dividendemetoden, diskontert fri kontantstrøm (DCF) –metoden, normalresultatmetoden og økonomisk profitt-metoden. Verdien til inntjeningsbaserte metoder måles som nåverdien av forventede kontantstrømmer. Prosedyren for metodene er; utarbeide prognose på fremtidige kontantstrømmer, estimere avkastningskrav og diskontere kontantstrømmene tilbake til dagens verdi med grunnlag i

avkastningskravet (Kaldestad, Møller, & Den Norske, 2011, s. 29). Avkastningskravet tar hensyn til både penger og risiko.

Dividendemetoden

Metoden er mest anvendt i amerikanske selskaper hvor utbetaling av dividende (utbytte) skjer i større grad enn i Norge. Da aksjonærer mottar kontantstrømmer i form av utbytte, burde verdien baseres på fremtidig utbytte. Ved verdsetting av banker og andre finansinstitusjoner er dividendemetoden godt egnet da den tar hensyn til at en del av overskuddet holdes tilbake for å finansiere regulatoriske krav til egenkapitalen dersom selskapet vokser (Kaldestad & Møller, 2016; Penman, 2013).

Diskontert fri kontantstrøm metoden (DCF)

Dette er den vanligste metoden innen verdsettelse, og går ut på å diskontere kontantstrømmer tilgjengelig til alle investorer med en vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad, WACC.

Metoden bygger utelukkende på strømmen av innbetalinger inn- og ut fra selskapet og ikke regnskapsbaserte inntekter og kostnader. Verdien forklares som summen av de fremtidige kontantstrømmene og kan uttrykkes gjennom følgende formler: (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015).

$$Verdi_0 = \frac{FCF_1}{WACC - g} = \frac{NOPLAT_1 \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)}{WACC - g}$$

Proessen for diskontert fri kontantstrøm kan i følge Koller m.fl. (2015) deles opp i fire steg. Det første er å prognostisere fri kontantstrøm over en bestemt periode, kalt budsjettperioden (Kaldestad & Møller, 2016). Ofte anbefales det å utarbeide budsjetter for alt mellom 5 – 15 år frem i tid (Boye & Meyer, 2008). Før prognosene utarbeides må det historiske regnskapet omgrupperes. Resultatregnskapet omgrupperes for å komme frem til driftsresultatet justert for skatt, NOPLAT. Balansen omgrupperes for å komme frem til investert kapital, og er selskapets netto driftsrelaterte anleggsmidler pluss arbeidskapital (Koller m.fl., 2015). Når man har utarbeidet prognosene for budsjettperioden, kan en med utgangspunkt i NOPLAT benytte ulike metoder for å beregne selskapets frie kontantstrøm (Boye & Meyer, 2008; Koller m.fl., 2015)

Ifølge Boye og Meyer (2008) kan FCF defineres som FCF-totalkapital eller FCF-egenkapital. Ved riktig beregning skal metodene gi identiske resultater. Det som skiller disse metodene er

at total kapital diskonteres med WACC mens egenkapitalmetoden diskonteres med avkastningskravet for egenkapitalen (r_{ek}) (Boye & Meyer, 2008). Kontantoverskuddet til henholdsvis egenkapitalen og total kapitalen kan beregnes slik:

Tabell 6: Egenkapital- og total kapitalmetoden (Boye & Meyer, 2008).

Egenkapitalmetoden	Total kapitalmetoden
Resultat etter skatt	Driftsresultat
+ Avskrivninger	- Skatt av driftsresultat
- Brutto anleggsinvesteringer	= NOPLAT
+/- endring i arbeidskapital	+ Avskrivninger
+ Endring i rentebærende gjeld	- CAPEX
	+/- endring i arbeidskapital
= Kontantoverskudd til egenkapitalen	= Kontantoverskudd til total kapitalen

Total kapitalmetoden blir av (Boye & Meyer, 2008) betraktet som den enkleste og mest hensiktsmessige å anvende. Unntaket gjelder for bransjer med høy grad av finansiering, blant annet banker og livsforsikringsselskaper. For slike selskaper anbefales det å benytte APV-metoden (Adjusted Present Value). APV-metoden splitter verdien av drift til to komponenter: verdien av drift som om selskapet var 100 % egenkapitalfinansiert og verdien av skatteskjoldet fra gjeldsfinansieringen. Diskonterer samme kontantstrøm som DCF, men benytter “unlevered” egenkapitalkostnad som diskonteringsrente (koller s 137). APV skal ved riktig utførelse gi samme resultat som DCF-metoden (Koller m.fl., 2015).

Når prognosene og de frie kontantstrømmene for budsjettperioden er beregnet, er neste steg å estimere de resterende kontantstrømmene ved budsjettperiodens slutt. Verdien blir omtalt som terminalverdi. Man antar at selskapet har kommet i en stabil fase, såkalt “steady state”. Estimeringen av terminalverdi gjøres ofte sjablonmessig (Boye & Meyer, 2008, s. 144). Både Koller m.fl. (2015) og Boye og Meyer (2008) anbefaler å benytte “Gordons formel” med konstant vekst. Metoden er foretrukket da den baseres på kontantstrømmer som linkes direkte til vekst og ROIC. Terminalverdi kan beregnes slik:

$$Terminalverdi_t = \frac{NOPLAT_{t+1} \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)}{WACC - g}$$

Hvor:

$NOPLAT_{t+1}$ = NOPLAT året etter budsjettperioden

RONIC = langsiktig beregnet avkastning på ny investert kapital

WACC = total kapitalavkastningskravet

g = langsiktig vekst i NOPLAT

Formelen krever en prognose av NOPLAT i året etter budsjettperiodens utløp, RONIC (Return On New Invested Capital), WACC og langsiktig vekst i NOPLAT.

Med terminalverdi menes noe som vil være “evig”. En kritisk forutsetning i Gordons vekstformel er hvilken langsiktig vekstrate en skal legge til grunn for “evigheten”. En skiller mellom resultatvekst (vekst fra eksisterende eiendeler som over tid vil bli litt høyere på grunn av inflasjon) og ekspansjonsvekst (vekst på bakgrunn av nye investeringer) (Kaldestad & Møller, 2016). Nåverdi på nye investeringer vil over tid gå mot null. *“Vekstraten til et selskap kan på sikt ikke være større enn forventede vekst for økonomien i landet der selskapet er lokalisert”* (Kaldestad & Møller, 2016, s. 122). Hvis et selskap vokser mer enn vekst i BNP, vil det over tid fremstilles som en urealistisk andel av økonomien (Kaldestad & Møller, 2016). For å estimere selskapets verdi, skiller en selskapets forventede kontantstrøm inn i to perioder:

Verdi = Nåverdi av kontantstrømmer i løpet av eksplisitt prognoseperiode + Nåverdi av kontantstrømmer etter eksplisitt prognoseperiode

Den første perioden regnes som nåverdi av kontantstrømmer i eksplisitt prognoseperiode og andre periode regnes som terminalverdi. Et gjennomtenkt estimat av terminalverdi er essensielt for å sette en verdi på selskapet, da terminalverdi ofte står for en stor prosentandel av selskapets totale verdi. Når en har kommet fram til verdi av driften, kan en gå videre til å estimere “enterprise value” og egenkapitalverdien. Koller m.fl. (2015) anbefaler å foreta en midt-års justering, da kontantstrømmer genereres gjennom hele året, og ikke kun ved slutten av året. Ved midt-års justering oppjusteres nåverdien med en halvårsrente (Koller m.fl., 2015). Videre legges verdien av ikke-driftsrelaterte eiendeler til nåverdien av driften for å komme frem til selskapsverdien. Avslutningsvis for å komme frem til egenkapitalverdien

trekker en fra krav som ikke er relatert til egenkapitalen. For å estimere verdien per aksje deles egenkapitalverdi på antall utstedte aksjer (Koller m.fl., 2015). En ulempe er at sammenlignet med andre metoder er DCF tidkrevende og resultatene er sensitive for avgjørende input som avkastningskravet, marginer og inntekstvekst. Ved valg av metode må en imidlertid ta stilling til hvilken bransje en verdsetter og hvilken fase i livssyklusen selskapet er inne i og hvor det vil være i fremtiden (Kaldestad & Møller, 2016).

Normalresultatmetoden

Denne metoden tar utgangspunkt i antatte, normaliserte kontantstrømmer og kapitaliserer disse med et avkastningskrav. Metoden likner den tradisjonelle DCF-metoden men unnlater den eksplisitte prognoseperioden, og estimerer terminalverdien direkte. I tillegg blir Gordons vekstformel benyttet fra dag n (Kaldestad & Møller, 2016). Metoden kan betraktes som en forenklet variant av DCF- metoden.

Økonomisk profitt-metoden

Økonomisk profitt-metoden tar hensyn til alternativkostnaden av den investerte kapitalen ved beregning av verdi (Kaldestad & Møller, 2016). Verdien til selskapet regnes som den investerte kapitalen +/- nåverdi av mer/mindreavkastningen kapitalen genererer. Metoden er populær da den er kjent for å bygge bro mellom verdsettelse, strategi og regnskapsanalyse. Metoden fremhever når og hvordan selskapet skaper verdi. I tillegg skal metoden, ved rett anvendelse gi lik verdi som DCF (Koller m.fl., 2015). Økonomisk profitt måler verdien skapt av selskapet i en enkelt periode, og defineres som følge:

$$\text{Økonomisk profitt}_t = \text{Investert kapital}_{t-1} \times (\text{ROIC} - \text{WACC}).$$

Økonomisk profitt metode kan benyttes til å verdsette et selskap ved å anvende evighetsformelen for verdi.

$$\text{Verdi}_0 = \frac{FCF_1}{WACC - g}$$

Videre kan formelen omarbeides til en nøkkeldrivermodell. Formelen modellerer eksplicit forholdet mellom vekst og tilholdt investeringer (Koller m.fl., 2015). Basert på økonomisk profitt er formelen for verdi følgende:

$$\text{Verdi}_0 = \text{Investert kapital}_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Økonomisk profitt}_t}{(1+WACC)^t}$$

Modellen ovenfor viser at en kan komme frem til verdien på selskapet ved å ta summen av bokført verdi på investert kapital og legge til nåverdi av all fremtidig verdiskapning (Koller m.fl., 2015). Ifølge Kaldestad og Møller (2016) kan økonomisk profitt hevdes å være mer egnet enn DCF metoden da den fokuserer på de viktigste verdidriverne i et selskap. I tillegg hevder de denne typen modeller kan være et praktisk styringsverktøy for ledelsen, da kontantstrømmer sjelden benyttes til oppfølging og kontroll (Kaldestad & Møller, 2016). En ulempe ved metoden er at den baserer seg på investert kapital og metoden er mest egnet i selskaper hvor materielle eiendeler danner hovedtyngden av selskapets verdi (Kaldestad & Møller, 2016).

3.2.2 Balansebaserte metoder

Balansebaserte metoder også kalt substansverdiberegninger, tar utgangspunkt i hva selskapets eiendeler kan selges for i dagens marked. Metoden forutsetter det eksisterer et aktivt marked for eiendelene i selskapet, eller at innhenting av takstverdi er mulig (Kaldestad & Møller, 2016). Med substansverdi forstås det som markedsverdien av eiendelene fratrukket markedsverdien av gjelden (Boye & Meyer, 2008, s. 177).

Kostbaserte metoder

Metoden baserer seg på substitusjonsprinsippet, som vil si at en rimelig kjøper ikke betaler mer for en eiendel enn hva det koster å erstatte den med en identisk eiendel. Ifølge metoden er ikke verdien på en eiendel mer verdt enn gjenanskaffelseskost (Kaldestad & Møller, 2016). Er mest benyttet ved verdsettelse av enkeltstående eiendeler slik som software, tekniske løsninger og lignende (Kaldestad & Møller, 2016).

3.2.3 Markedsbaserte metoder

Verdien i markedsbaserte metoder estimeres på bakgrunn av hva sammenliknbare selskaper omsettes for i markedet. Det benyttes ulike multipler for å estimere selskapets verdi. Slike analyser er i følge Penman (2013) "billig" fordi det benyttes minimalt med informasjon. De mest benyttede multiplene for verddivurdering er; "price-to-book", "price-to-earning" og "enterprise value-to-EBITDA". Pris-bok beregnes ved å at børsverdien, P, deles på selskapets balanseførte egenkapitalverdi, B. En høy P/B ratio antyder at markedet forventer at selskapet

klarer å skape merverdi på egne eiendeler. “Price-earning” er den mest anvendte multiplen i praksis, da den er enkel å bruke og kan være et bra estimat på egenkapitalens kontantstrømmer. Beregnes ved å dele markedsverdi av egenkapital, P, dividert resultatet etter skatt, E. Den siste metoden “enterprise value-EBITDA” er den mest anvendte metoden i forbindelse med kjøp og salg av selskaper. Metoden er godt egnet for å sammenligne selskapets underliggende drift. Beregnes ved å legge netto rentebærende gjeld til markedsverdi av egenkapital, og divideres på driftsresultat før avskrivning og amortisering (Kaldestad & Møller, 2016). Analyse av ulike multipler kan fungere fint som et supplement til mer avanserte metoder da de er enkle og lite tidkrevende (Penman, 2013).

3.2.4 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbaserte metoder er i praksis mindre benyttet innen verdsettelse. Tankegangen bak realopsjoner er å kombinere teorien bak prising av finansielle opsjoner med investeringer i realaktiva. Et selskap kan ha en rett, men ingen plikt til å foreta en bestemt type investering (Kaldestad & Møller, 2016). I motsetning til DCF metoden kalkuleres fleksibiliteten inn i verdien (Koller m.fl., 2015). Realopsjoner eksisterer i de fleste virksomheter, og deles ifølge Kaldestad og Møller (2016) inn i tre hovedkategorier: muligheten til å utsette et prosjekt, muligheten til å utvide eller ekspandere et prosjekt, og muligheten til å anvende eller relativt raskt skrinlegge et prosjekt. Det finnes flere modeller for prising av realopsjoner, to av de vanligste er i praksis “Black-Scholes” og den binomiske modellen. Opsjonsbaserte metoder er best egnet i bransjer der det er stor dynamikk/volatilitet og behovet for fleksibilitet er stort (Kaldestad & Møller, 2016).

Valg av metode

På bakgrunn av teoriene presentert ovenfor har vi valgt å benytte oss av diskontert fri kontantstrøm metoden (DCF), mer spesifikt total kapitalmetoden. Denne metoden er den vanligste og mest foretrukne metoden, og antas å gi mest pålitelig verdi. Da Scandic opererer innenfor en syklisk, men stabil bransje, anser vi denne metoden som mest egnet for vår verdsettelse. I tillegg vil vi benytte økonomisk profitt og relativ prising som kvalitetssikring og supplement til vår DCF-metode.

3.3 Verdidrivere

3.3.1 Vekst, g

Vekst blir ofte brukt til å forklare vekst i salg, inntekter eller eiendeler (Penman, 2013, s. 393). Det er imidlertid viktig å poengtere at vekst kun vil øke et selskaps verdi dersom ROIC overstiger kapitalkostnaden, WACC (Koller m.fl., 2015). Balansen mellom vekst og avkastning på investert kapital er derfor viktig for verdiskapningen (Koller m.fl., 2015). En økning i ROIC vil alltid øke et selskaps verdi, tilsvarende vil ikke være gjeldende for økning i vekst. Ved en ROIC lavere enn WACC vil en økning i vekst ikke skape verdi, men ødelegge. (Koller 22) Vekst vil derfor ikke alltid føre til en automatisk økning på selskapets kapitalavkastning (Koller m.fl., 2015).

3.3.2 Avkastning på investert kapital- ROIC

Koller m.fl. (2015) beskriver ROIC som avkastningen et selskap tjener på hver krone investert i virksomheten, og defineres slik:

$$ROIC_t = \frac{NOPLAT_t}{\text{Investert kapital}_{t-1}}$$

Verdiskapningen til et selskap er avhengig av hvor mye de kan øke den investerte kapitalen, og tidsaspektet en klarer å opprettholde ROIC større enn WACC. Faktorer som driver og opprettholder ROIC er selskapets beslutninger vedrørende strategi og investering. I følge Porter (2008) vil “The five Forces” bestemme intensiteten av konkurransen i bransjen, det kan derfor være en signifikant variasjon i ROIC på tvers av virksomheter og industrier. ROIC kan beregnes både med og uten goodwill. ROIC med goodwill måler om selskapets inntjening har gitt tilstrekkelig avkastning til aksjonærene inkludert prisen de har betalt for goodwill. Mens ROIC uten goodwill måler den underliggende driften i selskapet. Ved denne beregningen vil ikke ROIC være preget av “pris-premie” betalt ved kjøp av goodwill. Koller m.fl. (2015) mener at ROIC uten goodwill vil være mest relevant ved prosjektering av fremtidig kontantstrøm og valg av strategi. Årsaken til dette er da selskap nødvendigvis ikke er avhengig av oppkjøp for å vokse organisk. (Koller m.fl., 2015).

3.3.3 Avkastningskravet - WACC

WACC er den avkastningen investorene i et selskap, egenkapital og gjeld, forventer å oppnå på investeringen i selskapet (Koller m.fl., 2015). Når verdien vurderes ved bruk av DCF -

metoden skal de prognostiserte frie kontantstrømmene diskonteres med gjennomsnittlig kapitalkostnad, WACC. Den gjennomsnittlige kapitalkostnaden representerer avkastning nødvendig for å tiltrekke kapital til virksomheten over tid. Avkastningen skal kompensere for investors alternative inntjening ved investering i en tilsvarende risikabel plassering (Gjesdal & Johnsen, 1999). Ved estimering av selskapets avkastningskrav tar man utgangspunkt i tre hovedkomponenter: egenkapitalkostnaden, gjeldskostnaden etter skatt og selskapets målsatte kapitalstruktur (Koller m.fl., 2015). I sin enkleste form kan selskapets avkastningskrav i følge Koller m.fl. (2015) beregnes slik:

$$WACC = \frac{D}{V} k_d (1 - T_m) + \frac{E}{V} k_e$$

Hvor:

D = markedsverdi av rentebærende gjeld

k_g = gjeldskostnad

E = Markedsverdi av egenkapitalen

k_e = egenkapitalkostnad

V = markedsverdi av totalkapitalen

T_m = skattesats

WACC er vanskelig å estimere, årsaken er at det ikke eksisterer noen direkte måte å måle kapitalkostnaden til en investor, spesielt ikke egenkapitalkostnaden. Koller m.fl. (2015) forklarer at finanskrisen i 2007-2009 og dagens ekspansive pengepolitikk har skapt problemer rundt de tradisjonelle metodene ved beregning av WACC. Ved beregning av de ulike parameterne som inngår i WACC benyttes det ofte i dag andre metoder-og tilnærminger. Disse grunner ofte i “corporate finance” teori og bygger videre på empiriske observasjoner om selskapers markedsverdi (Koller m.fl., 2015).

3.3.4 Kapitalverdimodellen- CAPM

For å beregne kapitalkostnaden må avkastningskravet til egenkapitalkostnaden estimeres. Det finnes flere modeller for å estimere avkastningskravet til egenkapitalen; Arbitrage Pricing Theory modellen (APT), Fama-French trefaktormodell og kapitalverdimodellen (CAPM). I praksis er kapitalverdimodellen mest benyttet (Kaldestad & Møller, 2016). Det som skiller modellene fra hverandre er hvordan de definerer risiko. Fama-French definerer risiko som sensitiviteten aksjen har til tre porteføljer, inkludert aksjemarkedets. Risikoen i CAPM modellen blir definert som aksjens sensitivitet til aksjemarkedet (Koller m.fl., 2015).

CAPM-modellen (før skatt):

$$E(R_i) = r_f + \beta_i [E(R_m) - r_f]$$

Hvor:

$E(R_i)$ = Forventet avkastning på underliggende investering

r_f = Risikofri rente

β_i = Sensitivitet relativ til markedet

$E(R_m)$ = Forventet avkastning i markedet

$E(R_m) - r_f$ = markedets risikopremie

Kapitalverdimodellen tar utgangspunkt i at forventet avkastning på egenkapitalen ($E(R_i)$) inneholder tre faktorer som vil avgjøre kostnadene på egenkapitalen: bedriftsspesifikk risiko, generell markedsrisiko og en risikojustering for bedriftsspesifikke forhold relativt til markedet (Kaldestad & Møller, 2016). Bedriftsspesifikk risiko dreier seg om de forhold som kun vil påvirke det enkelte selskapet og formen for risiko måles som korrelasjon av aksjekursen til markedsendringer, nærmere kjent som beta. Koller m.fl. (2015) anbefaler å benytte industribeta framfor beta til individuelle selskaper da det vil gi et mer korrekt estimat. Markedsrisikoen handler om utviklingen i faktorer som vil påvirke alle selskaper, for eksempel overordnede konjunkturutviklinger, arbeidsledighet, rentenivå og inflasjon (Kaldestad & Møller, 2016). Et anslag om forventet avkastning på hele aksjemarkedet vil ikke nødvendigvis være samme som avkastningen til et bestemt selskap. Forventet avkastning på aksjemarkedet er et kritisk referansepunkt for å bedømme rimelige estimater for enkelte selskaper (Koller m.fl., 2015). Ved bruk av CAPM vil risikofri rente og markedets risikopremie være lik for alle selskaper, kun beta vil være ulik. Betaen representerer den interne risikoen til en aksje for en diversifisert investor. Risikoen defineres av hvordan aksjen beveger seg relativt til det samlede aggregerte aksjemarkedet (Koller m.fl., 2015).

4 Strategi- og regnskapsanalyse

4.1 Strategisk analyse

Kapitlet vil inneholde en strategisk analyse av Scandic og hotellbransjen. Formålet er å kartlegge Scandics strategiske posisjon og risiko. Ved hjelp av den strategiske analysen kan vi kartlegge hvilke makro- og mikroøkonomiske forhold som har innvirkning på Scandic og omgivelsene rundt. Vi skal forsøke å identifisere hvilke faktorer som bidrar til vekst og lønnsomhet, samt undersøke hvordan de interne og eksterne forholdene påvirker Scandics strategiske posisjon i markedet. Vil sammen med regnskapsanalysen danne grunnlaget for fremtidsbudsjeteringen og følgelig, verdivurderingen.

Analysen vil basere seg på følgende tre modeller; “Porter’s Five Forces”, PESTEL og VRIO. “Porter’s Five Forces” benyttes for å analysere faktorer som påvirker konkurransesituasjonen i hotell- og reiselivsbransjen. Videre vil PESTEL identifisere de makroøkonomiske forholdene som påvirker konkurransesituasjonen. For å identifisere selskapet sterke og svake sider benyttes en intern analyse, VRIO. Avslutningsvis vil vi benytte SWOT-analyse som en oppsummering.

4.1.1 Ekstern analyse

“Porter’s Five Forces”

Bransjens attraktivitet påvirker selskapets lønnsomhet og en god konkurransestrategi bør bygges på forståelse av konkurransereglene som avgjør attraktiviteten i bransjen (Porter & Kolstad, 1992). Porter (2008) skiller mellom fem ulike konkurransekrefter som avgjør lønnsomhetspotensialet i bransjen; nyetableringer, trussel fra substitutter, leverandørers forhandlingsmakt, kunders forhandlingsmakt og rivaliseringen blant eksisterende konkurrenter. Lønnsomhetspotensialet måles i denne sammenheng som langsiktig avkastning på investert kapital (Porter & Bureid, 1987). Nedenfor vil vi gjøre rede for de fem konkurransekraftene og hvilken påvirkning de har for Scandics konkurransesituasjon.

Nyetableringer

Bransjens inngangsbarrierer avgjør om nykommere kan entre markedet eller ikke. Dette vil avhenge av reaksjoner og etableringshindringer fra eksisterende aktører (Porter & Bureid, 1987). Det forventes en økende tilstrøm av turister til de nordiske landene, noe som vil gjøre hotellmarkedet attraktivt for nye aktører. Det nordiske hotellmarkedet er preget av få, men

store og veletablerte aktører med gode relasjoner til eiendomsseiere, og vil følgelig skape barriere for nye aktører. Vi antar nye aktører vil kunne være store veletablerte utenlandske hotellaktører som ønsker å etablere seg i det nordiske markedet. Mulige etableringshindringer vil kunne være det høye kostnads-og lønnsnivået. I tillegg vil en rekke statlige reguleringer og utfordringer knyttet til næringens lovverk og tilsyn være et etableringshinder. Kristin Krohn Devold uttaler at den største utfordringen for denne bransjen er manglende toleransen for at dette er en 24-timer i døgnet næring (E24.no, 2016). Det er en næring som ikke kan puttes i en åtte-til-fire jobb, og blir lovverk, tilsyn og reguleringer for rigide vil det kunne hindre veksten. Dette vil også kunne være en stor utfordring for nyetablerte aktører (E24.no, 2016).

En annen etableringsbarriere kan være utfordringer knyttet til kundens byttekostnad. De fleste hotellkjedene i Norden har en form for lojalitetsprogram. Scandic har som nevnt Nordens største og mest foretrukne lojalitetsprogram med over 1,9 millioner medlemmer (Scandichotelsgroup, 2016). Et medlem i et lojalitetsprogram, anses som en lojal kunde med stor tillit til nåværende aktør. Jo lengre kunden har vært hos virksomheten, dess vanskeligere blir det for konkurrenten å stjele den. Høye byttekostnader kan være med på å heve inngangsbarrieren. Vi anser trusler fra inntrengere som moderat.

Trussel fra substitutter

I følge Porter og Kolstad (1992) er substitutter produkter som utfører samme funksjon som bransjens produkt. Substitutter begrenser et selskaps lønnsomhet samtidig som de reduserer bransjens muligheter i oppgangstider (Porter & Bureid, 1987). Hotellnæringen dreier seg først og fremst om overnattinger. Alternative substitutter til hotellovernattinger vil være Airbnb, hyttegrender, vandrehjem og campingplasser. Airbnb er en voksende og nyetablert konkurrent som kan ha konsekvenser for turisme og turistdestinasjoner (Oskam & Boswijk, 2016). Airbnb har utviklet seg til å bli den største digitale markedsplassen for kortidsutleie av overnattinger i private boliger. Flere forventer Airbnb vil drive ned hotellpriser og inntekter i takt med tilbudet av overnattinger, noe som kan påvirke fordelingen av markedsrett. Airbnb har i overkant av 3 millioner utleiesteder i over 191 land og er til forskjell fra hotellbransjen en aktør i delingsøkonomien (Airbnb.no, 2017; Guttentag, 2015). Airbnb er et relativt nytt konsept og er per 2017 ikke styrt av statlige reguleringer. Professor i reiselivsøkonomi ved Universitetet i Stavanger, Sigbjørn Tveiteraas, mener hotellbransjen må se alvorret og hevder Airbnb er blitt en betydelig konkurrent for hotellbransjen (Winther, 2015). Noen av de største

aktørene i hotellbransjen anser ikke Airbnb som en farlig konkurrent og hevder Airbnb tilbyr en alternativ overnattingsmulighet (Winther, 2015).

Selv om noen av aktørene i hotellbransjen ikke ser på Airbnb som en konkurrent, vil vi såfremt det ikke forekommer statlige reguleringer, anse disse som moderat trussel. Da inntekten til Scandic hovedsakelig genereres fra forretningsreisende mener vi alternative substitutter vil ha en moderat påvirkning på selskapet og hotellbransjen.

Leverandørers forhandlingsmakt

Leverandørens makt har betydning for hvor mye av profitten de kan holde igjen på trinnet i verdikjeden. Forhold som kan føre til trussel fra leverandører er for eksempel relativ leverandørkonsentrasjon, produkt differensiering hos leverandøren, betydningen bransjen har for leverandørgruppen og trussel om integrering nedover i verdikjeden (Porter, 2008). Forhandlingsmakten til leverandøren kan være en stor trussel når leverandøren har stor grad av innflytelse på betingelser og priser i bransjen.

Som tidligere nevnt har Scandic et eierskap på 33 % i GRESS-gruppen, alle innkjøp (med få unntak) skal gjøres gjennom leverandører tilknyttet GRESS-gruppen (Gress.no, 2016). GRESS-gruppen AS er et innkjøpssamarbeid eid av Scandic Hotels AS, Compass Group Norge og Rezidor Hotels Norway AS. Med bakgrunn i Scandics fokus på kontroll over egen verdikjede og eierskapet i GRESS-gruppen anser vi leverandørenes forhandlingsmakt for lav.

Kunders forhandlingsmakt

Kundene “konkurrerer” med bransjen da de gjør det de kan for å presse ned prisene, oppnå høyere kvalitet-og bedre service på bekostning av lønnsomheten i næringen (Porter & Bureid, 1987). Noen av forholdene som gir kunden stor makt er; lave byttekostnader, standardiserte eller udifferensierte produkter, prissensitivitet, kjøper store volum og full tilgang til informasjon (Porter & Bureid, 1987).

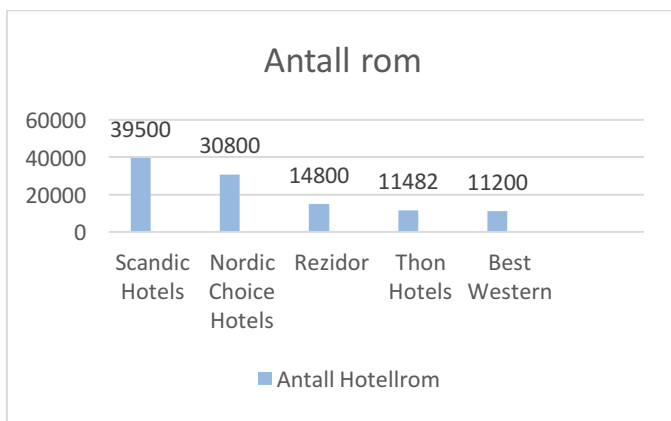
Scandics kundesegment består primært av individuelle turister-og turistgrupper, bedriftskunder/grupper og offentlige organisasjoner. Forretningsreisende sto i 2016 for rundt 70 % av Scandics inntekter (Scandichotelsgroup, 2017). Kundegruppene er derfor både konsentrert og handler i store volumer (Scandichotelsgroup, 2017). Produktene solgt i bransjen er relativt standardiserte og i Scandics tilfelle udifferensierte. Flere hotellkjeder

satser på differensiering, mens Scandic satser på et standardisert konsept. Kundene vet til enhver tid hva de kan forvente, uavhengig av hvilket Scandic hotell de velger.

Kunder som bestiller hotellrom er ofte prissensitiv, og på grunn av ulike internettsider som Booking.com og Hotels.com har kunden full oversikt over tilgjengelighet og pris. Dette gir kunden stor tilgang til informasjon, som igjen øker kundens forhandlingsmakt. Kunder uten noen form for medlemskap i lojalitetsprogram vil ha lave byttekostnader ved valg av hotell. Utviklingen i hotellbransjen viser til flere “lavprishoteller”, noe som gir kunden stor makt ved prissensitivitet som følgelig fører til at prisene presses ned. Med Nordens største lojalitetsprogram har Scandic konkurransefortrinn i form av kundelojalitet, og reduserer dermed konkurransen med andre hotellkjeder. Da rundt 40 % av Scandics reserveringer kommer fra disse medlemmene er dette et viktig produkt og konkurransefortrinn (Scandichotelsgroup, 2016). Samtidig er det verdt å merke seg at de fleste hotellkjedene har bonus- og lojalitetsprogrammer som gir kundene ulike fordeler. På bakgrunn av nevnt informasjonen konkluderes det med at kundene har stor forhandlingsmakt.

Rivaliseringen blant eksisterende konkurrenter

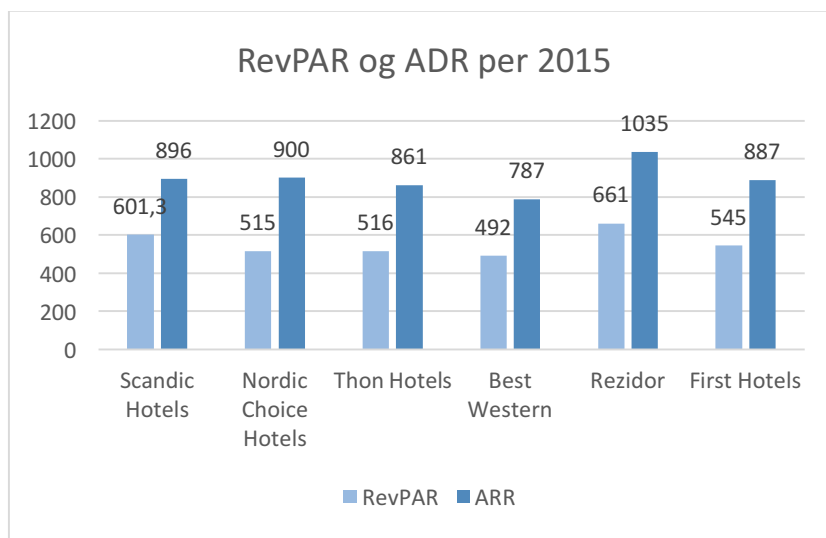
Per 2015 var markedsandelene basert på antall hotellrom i det nordiske markedet slik:



Figur 3: Markedsandeler antall rom (Scandichotelsgroup, 2016)

Hotellnæringen preges av høy konkurranse og prisen styres av etterspørselen. Prissensitivitet regnes som den avgjørende faktoren ved bestilling av hotellrom. Bransjen kjennetegnes av store sesongvariasjoner. Flere forhold fører til at graden av konkurranse er høy, og nivået av konkurranse varierer på tvers av geografiske plasseringer, produktområder, pris, tilgjengelighet og differensiering (Porter & Bureid, 1987). Det nordiske hotellmarkedet består

av små og store aktører, og fører til at flere posisjoneres seg ved differensiering, fisjon eller fusjon samt effektivisering. Et mye brukt nøkkeltall i bransjen er RevPAR, løsjisalg per tilgjengelig rom, og inneholder både pris og kapasitetsmoment som sier noe om lønnsomhetspotensialet (HTL, 2016). Et annet viktig bransjetall er ADR, gjennomsnittlig rompris. Nedenfor ser en RevPAR og ADR per 2015.



Figur 4: RevPAR og ADR

Den nevnte fusjonen av Rica Hotels i 2014 var et strategisk grep av Scandic for å oppnå markedsandeler, stordriftsfordeler og bredere geografisk posisjon (Scandichotelsgroup, 2016). Oppsummert er det sterk konkurranse i det nordiske hotellmarkedet, og Nordic Choice Hotels er Scandic største konkurrent. De er i likhet med Scandic i vekst, og vil etter all sannsynlighet fortsette å være den største konkurrent. Vi anser rivaliseringen blant eksisterende konkurrenter i bransjen for høy.

Oppsummering "Porter's Five Forces"

Tabellen oppsummerer hvordan de fem konkurransekraftene påvirker på bransjen. De største risikoene for lønnsomheten er rivalisering blant eksisterende konkurrenter og kundenes forhandlingsmakt.

Tabell 7: Oppsummering "Porter's Five Forces"

	Lav	Moderat	Høy	Trend
<i>Nyetableringer</i>		X		Stabil/Stigende
<i>Trussel fra substitutter</i>		X		Stabil
<i>Leverandørers forhandlingsmakt</i>	X			Stabil
<i>Kunders forhandlingsmakt</i>			X	Stabil
<i>Rivalisering blant eksisterende konkurrenter</i>			X	Stigende

PESTEL

PESTEL-analyse benyttes for å kartlegge de makroøkonomiske faktorene som påvirker selskapet, og kan kategoriseres slik: politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og lovmessige forhold (Johnson, Scholes, & Whittington, 2008). Analysen innebærer en kartlegging av hvilke forhold som danner verdi i bransjen og selskapet på lang sikt.

Politiske faktorer

Hotell –og restaurantnæringen styres av en rekke statlige reguleringer og tilsyn, og er den bransjen med flest tilsyn å forholde seg til. Noe som vil ha konsekvenser for fremtidig utvikling av nye aktører og veksten til eksisterende aktører (E24.no, 2016). Hotellbransjen er preget av internasjonale selskaper som opererer på tvers av landegrenser, og politiske faktorer vil derfor ha stor påvirkning. Da bransjen er preget av høye kostnader har statlige reguleringer, arbeidslovgivning og lønnsnivå stor betydning for kostnadsnivået. Med ansatte i flere land kan det skape utfordringer med blant annet fagforeninger angående lønnsnivå (Scandichotelsgroup, 2015). Med bakgrunn i dette antar vi de politiske faktorene vil ha en nøytral påvirkning på bransjen da enkelte faktorer trekker i positiv retning mens andre i negativ retning.

Økonomiske faktorer

Hotell- og reiseliv er en av verdens største næringer og genererte som nevnt 10,2 % av global BNP i 2017 (Wttc.org, 2016). Utvikling i denne faktoren vil ifølge Scandic selv være avgjørende for bransjens fremtid (Scandichotelsgroup, 2015). Faktorer som befolkningsvekst, sysselsetting samt renteutviklingen vil også drive etterspørselen (Scandichotelsgroup, 2015). De viktigste makroøkonomiske faktorene vil være økonomisk utvikling i de nordiske landene og vekst i turist-og reiselivsnæringen.

Økonomisk utvikling i de Nordiske landene

Da Scandic hovedsakelig driver hoteller i Norden vil økonomisk utvikling i de nordiske landene ha størst påvirkningskraft på framtidig utvikling.

Sverige

Scandics hoteller i Sverige står for omentrent 43 % av de totale inntektene (Scandichotelsgroup, 2016). Dnb.no (2016) (Den Norske Bank) presenterte i desember 2016 en rapport ”DNB *Economic Outlook 2017*” hvor utsiktene for Sverige viser en sterk, men avtakende vekst. Gjennomsnittlig vekst i BNP er forventet å ligge på 2,8 %. Sveriges inflasjonsnivå er forventet å gjennomsnittlig ligge på 1,6 % i 2017 og forventes å øke til 2 % i 2020 (Riksbank, 2017). Sverige har et lavt rentenivå og den svenske sentralbanken melder at de ikke forventer å heve renten for tidligst i midten av 2018 (Nordstrøm, 2017).

Norge

Scandic er den nest største hotelloperatøren i Norge. Fusjon av Rica Hotels førte blant annet til en sterk posisjon i populære turistdestinasjoner i Nord Norge. Hele 32 % av inntektene kom i 2015 fra hotellovernattingene i Norge (Scandichotelsgroup, 2016). Den norske økonomien påvirkes fortsatt av oljeprisens fall sensommeren 2014 og dette spås fortsette i 2017 (Haugen, 2016). Imidlertid er det en optimisme, og analytikere samt regjeringen spår en økning i oljeprisen de kommende årene. Ifølge statsbudsjettet for 2017 anslår regjeringen en vekst i fastlands BNP på 1,7 % for 2017. Den norske kronen har styrket seg noe etter markant nedgang i årene 2013- 2016. Den fallende kronen har bidratt til å heve inflasjonen midlertidig, men er satt til moderat i 2017 (Dnb.no, 2016). Den svake kronen bidrar til at Norge opplever en økning i antall tilreisende.

Danmark

Scandic har en ledende markedsposisjon i Danmark og flesteparten av hotellene er lokalisert i- og rundt København. Danmark sto for omentrent 12 % av de totale losjiinntektene. Landet har hatt en lav vekst i økonomien de siste årene og veksten i BNP forventes å ligge på 2 % i 2017. Denne skal stabilisere seg til 1,8 % i 2025 (Dors.dk, 2016) og økonomien er forventet å vokse de kommende årene. (Dors.dk, 2016).

Finland

Scandic har en sterk posisjon i det finske markedet, spesielt i Helsinki. 13 % av totale losinntekter kom fra hotellene i Finland (Scandichotelsgroup, 2016). Etter flere år med svak økonomi og lavkonjunktur har landet nå hatt en svak vekst BNP i med 0,2 %. Det er forventet en fremtidig, men lav vekst i årene fremover. Veksten i BNP anslås til 1,1% i 2017 (Imf.org, 2016).

Samlet sett viser de nordiske landene en positiv økonomisk utvikling hvor det er forventet høyere inflasjon og fortsatt lave, men stigende renter. Disse faktorene vil bidra til positive forhold som tilrettelegger til vekst i hotell-og reiselivsnæringen.

Forventet vekst i turist- og reiselivsnæringen

Sektorens fremtidige vekst i BNP forventes å være robust og fortsatt øke mer enn veksten i økonomien for øvrig (Wttc.org, 2016). Sterkere vekst underbygges av forbedret global økonomi, og en lav oljepris vil fortsette å øke etterspørselen gjennom lavere transportkostnader. Det er flere faktorer som påvirker strømmen av reisende over hele verden, spesielt ser en at styrken av den amerikanske dollaren i forhold til andre valutaer endrer priskonkurransen på destinasjoner. Reise og turisme hadde et direkte bidrag på den globale BNP med 3,8 % i 2016 (Wttc.org, 2017).

Vekst i bransjen kan ses i sammenheng med BNP, hvor det er forventet en økning de nærmeste årene. Det lave rentenivået i Norden har ført til en økning i antall utenlandske turister. Samtidig viser økonomien en positiv utvikling som kan føre til økt antall reisende. Kurs-og konferanse har sammen med det generelle hotellmarkedet hatt en vekst de siste årene noe som forventes fortsette. De økonomiske faktorene vil ha en positiv påvirkning på bransjen.

Sosiale og teknologiske faktorer

Sosiale påvirkninger omfatter endringer konsumentenes forbruksmønster, preferanser og oppfatninger. Forbrukers hotellvaner har vært i kraftig endring de siste årene. Stadig færre gjester etterspør tjenester som room-service og minibar, noe en ser resultater av på flere hoteller. Selskapene må være nytenkende og effektiviserende, da dagens hotellgjester vet hva de foretrekker (Andersson, 2014). Pris har alltid vært en viktig faktor ved valg av hotell, og

dagens hotellmarked gir den prisbevisste forbruker mer valgfrihet og makt. Teknologisk utvikling har gjort det lettere for kunden å bestille hotell, eksempelvis via smarttelefoner og nettbrett. Tilveksten av online reisebyråer og internettbaserte bookingkanaler har også økt konkurransen om kundene. Teknologiske faktorer innebærer utvikling og innovasjon av ny teknologi (Johnson m.fl., 2008). Da dagens samfunn er blitt mer digitalt og endringer i teknologi kan føre til både muligheter og trusler.

Hotellmarkedet er under endringer, og Scandic planlegger i sin strategi å proaktivt ligge i forkant av mulighetene når det gjelder digitalisering, endringer i forbruksmønster-og markedsdynamikk. Utvikling av felles digital plattform vil føre til kostnadseffektivitet og konkurransefortrinn (Scandichotelsgroup, 2017). Scandic var det første selskapet som lanserte eget bookingsystem for å bestille reserverasjoner over internett med kun ett klikk. Teknologiske faktorer vil ha en moderat påvirkning på bransjen og Scandic.

Miljømessige faktorer

Klima, miljø og bærekraft har en effekt på hvordan hoteller drives. Bransjen har en rekke forskrifter innenfor krav om avfall, helse- og miljøfare og utslipp å forholde seg til (Regelhjelp.no, 2016). Scandic blir sett på som en forløper innen miljø, og har siden 1993 jobbet mot å etablere industristandard for ansvarlig hoteldrift (Scandichotelsgroup, 2016). De fleste av deres hoteller er miljøsertifisert med miljømerke svanen, verdens strengeste miljøkrav for hoteller. Det offisielle nordiske miljømerket har langt strengere og mer spesifikke krav til hoteller enn øvrige aktuelle miljøsertifiseringer (Svanemerket.no, 2014).

Hotellbransjen er underlagt en rekke miljømessige forskrifter og krav. I tillegg vil bransjen kunne påvirkes av vær og naturkatastrofer. Faktorer som kan påvirke Scandic er flystreiker, veiavsperringer, ekstreme værforhold, og effekter av krig-og terrorisme. Disse underliggende faktorene vil igjen påvirke kundenes fremkommelighet og valg av destinasjon. Det nordiske hotellmarkedet er per dags dato i liten grad påvirket av miljømessige faktorer som naturkatastrofer, krig og terrorisme. Vi antar dette er forhold som ikke vil endre seg vesentlig i nærmeste fremtid. Da Scandic allerede har valgt å operere innenfor de strengeste miljøkravene anser vi ikke endringer i disse som en trussel. Miljømessige faktorer anses derfor å ha en moderat påvirkning.

Lovmessige faktorer

Endringer i lover og forskrifter som for eksempel i helse- og alkoholloven, ansattes rettigheter og kostnader knyttet til overholdelse av regelverk vil kunne påvirke hotellmarkedet og Scandic som enkeltaktør.

Tabell 8: Oppsummering PESTEL

	Effekt på hotellbransjen
Politiske faktorer	Nøytral
Økonomiske faktorer	Positiv
Sosiale og teknologiske faktorer	Nøytral
Miljømessige faktorer	Nøytral
Lovmessige faktorer	Nøytral

4.1.2 Intern analyse

VRIO

VRIO-analyse er en ressursbasert analyse for å kartlegge og kategorisere selskapets ressurser, og vurderes om disse vil gi midlertidige eller varige konkurransefortrinn. Vi finner det hensiktsmessig å gjennomføre en analyse av selskapets materielle og immaterielle ressurser, da disse er underliggende drivere for selskapet (Johnson m.fl., 2008). VRIO benyttes for å analysere ressursbruken og er en forkortelse for om ressursene er verdifulle, sjeldne, imiterbar og utnyttet (Barney, 1991). (Hitt, Ireland, & Hoskisson, 2009). Vi ønsker å undersøke følgende faktorer; konsept, felles plattform, produkt, menneskelige ressurser, omdømme-og merkevare.

Materielle ressurser

Konsept og felles plattform

Scandics standardiserte konsept innebærer forholdsvis like hoteller. Konseptet bidrar til at selskapet kan styres gjennom en felles plattform. Gjennom felles plattform er det enkelt-og kostnadseffektivt å gjennomføre endringer på kjedenivå. I tillegg gir Scandics virksomhetsmodell selskapet fleksibilitet og er en av deres fremste styrker da den øker effektiviteten. Kontroll og eierskap over eget varemerke bidrar til at selskapet styrer store deler av egen verdikjede. Dette er med på å gi selskapet stordriftsfordeler blant annet gjennom

sentraliserte innkjøpsfunksjoner som er med på å presse ned prisene. Fordelene vil realiseres på kjedenivå.

Selv om Scandic driver med et standardisert konsept kan hotellene klassifiseres som “høy-klasse hoteller” innen “midt-marked” segmentet. Et standardisert konsept er lett å kopiere, men vil være både tid, kostnad-og ressurskrevende. Scandic har over mange år opparbeidet et sterkt varemerke og foretatt en rekke investeringer som har bidratt til stordriftsfordeler. På bakgrunn av dette kategoriseres konsept og felles plattform som en ressurs som kan gi midlertidige konkurransefortrinn.

Produkt

Produktet Scandic tilbyr kan ses på som en tjeneste/opplevelse. De tilbyr tre ulike produktområder; losji, restaurant og konferanse. Produktene kan betraktes som enkelttilbud eller pakkertilbud. Scandics losjitolbud tilbyr hovedsakelig standardiserte rom og restauranten tilbyr kortreist-og lokal mat. På bakgrunn av ønske fra gjestene har Scandic nylig utviklet et nytt møtekonsept. Da selskapet har over fem millioner møtedeltakere regnes møtekonseptet som en betydelig investering.

Verken losji eller restauranttilbudet kan klassifiseres som unike ressurser da disse er mulig å gjenskape og kopiere. Det nyutviklede konferansetilbudet er per dags dato en unik ressurs, men vil på lang sikt være imiterbar. Anser Scandics produkt som en ressurs som kan være med på å gi midlertidige konkurransefortrinn da omkring 70 % av Scandics driftsinntekter stammer fra forretningsreisende.

Immaterielle ressurser

Menneskelige ressurser

De menneskelige ressursene er unike for selskapet og kan anses å være et kritisk element for oppnåelse av suksess. Det er ikke menneskene i seg selv som bidrar til å skape konkurransefortrinn, men menneskene må bruke sine evner til å anvende ressursene for å oppnå konkurransefortrinn (Johnson, 2014). De menneskelige ressursene er viktig for Scandic, da det er de som er i direkte kontakt-og dialog med gjestene. Ofte er disse ressursene vanskeligst å imitere, og ofte det eneste unike et selskap har.

Per 2016 hadde selskapet 15 326 ansatte, disse er nøkkelen som bidrar til kundelojalitet. Da hotellbransjen er en syklisk bransje medfører det behov for deltidsansatte. Bransjen preges av lavt utdannede, unge ansatte og høy turnover. Det kan være flere årsaker til at andelen turnover er høy, for eksempel er ubekvem arbeidstid og lave lønninger gjentakende faktorer. Scandic hadde en turnover på omtrent 22 %, noe som ligger på bransjegjennomsnittet (Scandichotelsgroup, 2016). Selskapet er opptatt av å skape en sunn og trygg arbeidsplass som vil gi konkurransefortrinn med tanke på rekruttering (Scandichotelsgroup, 2016). Gjennom Scandic Business School tilbyr de noe unik til sine ansatte, og flere velger å forlenge utdannelsen og bygge en karriere innad i hotellkjeden. Scandic anses å være en av de mest attraktive arbeidsgiverne i Norden og ønsker å tiltrekke seg de mest kompetente ansatte (Scandichotelsgroup, 2016). Deres store andel lojale kunder kan tyde på kundetilfredshet, blant annet gjennom servicen de mottar fra selskapets menneskelige ressurser. Vi antar derfor de menneskelige ressursene vil bidra til strategiske-og varige konkurransefortrinn.

Omdømme og merkevare

Et selskaps omdømme vil påvirke antall returnerende og nye kunder. Det er derfor i servicebransjen spesielt viktig å oppretthold et godt omdømme. Scandics fokuserer på å være en hotellkjede i verdensklasse innenfor “midt- marked” segmentet. De har stort fokus på å opprettholde god kunderelasjon og beholde eksisterende kunder. Omdømme forsterkes gjennom god kunderelasjon, for opprettholdelse anvender de blant annet Scandic Friends. En omdømmemåling utført av Opinion for 2015 viser at Scandic har styrket seg dramatisk, og er hotellkjeden som øker mest på spørsmålet om foretrukne hotellkjeder i Norge (ScandicHotels, 2016). Selskapet har også en sterk og anerkjent merkevare og et bredt geografisk nettverk. Scandic er avhengig av den sterke merkevaren og opprettholdelse av sitt gode rykte-og renomme. Vi vil på bakgrunn av nevnt informasjon konkludere med at omdømme og merkevare er ressurser som i Scandics tilfelle kan bidra til konkurransefortrinn.

Tabell 9: Oppsummering VRIO

Ressurs	Verdifull?	Sjelden?	Vanskelig å kopiere?	Utnyttet av organisasjonen?
Konsept og felles plattform	Ja	Ja/Nei	Nei	Ja
Produkt	Ja/Nei	Nei	Nei	Ja
Ansatte	Ja	Ja	Ja	Ja
Omdømme og merkevare	Ja	Ja	Ja	Ja

4.1.3 Oppsummering

Oppsummering strategisk analyse

Formålet med den strategiske analysen var å kartlegge hvilke faktorer som bidrar til konkurransefortrinn, muligheter for vekst samt en kartlegging av Scandics strategiske posisjon. Gjennom analysene har vi forsøkt å identifisere ulike faktorer som vil kunne bidra til fremtidig lønnsomhet for Scandic.

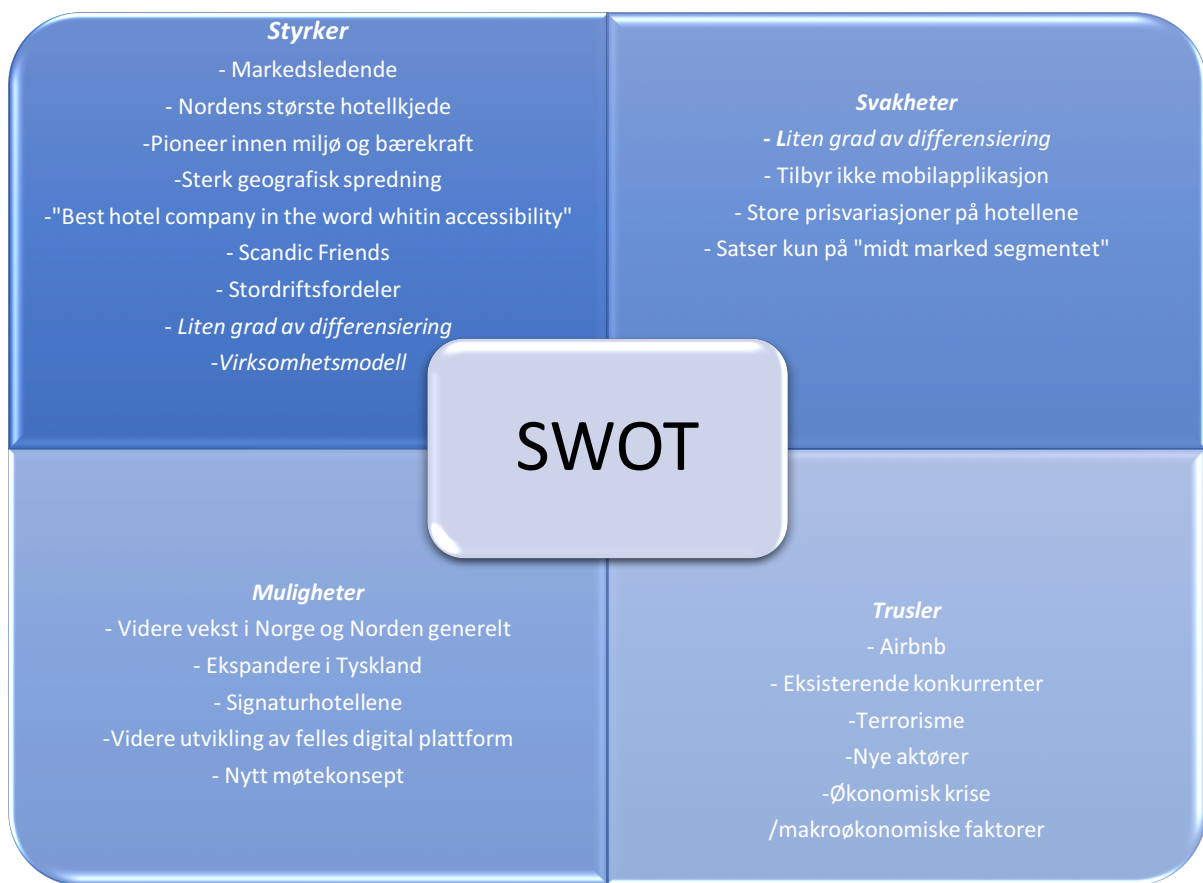
Makroøkonomiske faktorer, spesielt den økonomiske situasjonen vil ha en påvirkning på hotell-og reiselivsbransjen. Det er en optimisme i den generelle økonomien, både i verden og Norden. Spesielt kan en merke at økonomien i Norge, som er et av Scandics største marked har en positiv utvikling. Som nevnt tidligere er utviklingen i sektorens fremtidige vekst i BNP forventes å være robust med en vekst større enn økonomien for øvrig. Forholdene danner grunnlag for optimisme, både med tanke på lønnsomhet og vekst for Scandic i flere år fremover. Gjennom “Porter’s Five Forces” fant vi at bransjen preges av hard konkurranse. Nordic Choice er i det nordiske markedet Scandics største konkurrent, og har en strategi om å nå ut til alle kundegrupper, gjennom ulik prisklasse og ulikt tilbud. Scandic satser derimot på et konsept som skal være egnet for alle kundegrupper.

En av Scandics største styrker er Scandic Friends og deres fokus på miljø og bærekraft. Samtidig innehar Scandic en unik og sterk merkevare og har et godt omdømme. Fusjon av Rica Hotels var en vellykket strategi, og ga konkurransefortrinn, stordriftsfordeler og en sterk strategisk posisjon, spesielt i Norge. Basert på disse styrkene antar vi Scandic er sterkt rustet

for potensielle trusler som kan være med på å redusere lønnsomheten. Vi forutsetter derfor både drift og lønnsomhet for Scandic i flere år fremover.

SWOT analyse

Som avsluttende del vil vi gjennomføre en SWOT-analyse for å oppsummere selskapets styrker, svakheter, muligheter og trusler. Styrker og svakheter er de interne faktorene som påvirker selskapet, mens muligheter og trusler er selskapets eksterne faktorer (Johnson m.fl., 2008., s.106). (Johnson m.fl., 2008). Denne formen for analyse egner seg ikke alene og vi har derfor valgt å benytte analysen som oppsummering. Vi mener følgende faktorer vil ha størst relevans for videre verdsettelse.



Figur 5: SWOT-analyse

4.2 Regnskapsanalyse

4.2.1 Formål med analysen

“Formålet med regnskapsanalysen er å vinne innsikt i fortiden for å få et bedre grunnlag for å si noe om fremtiden” (Kinserdal, 2005, s. 260). Regnskapet er en sentral kilde til et selskaps økonomiske informasjon og anses som selve linsen inn til selskapet (Gjesdal, 2007; Penman, 2013). Regnskapet gir oss historie å forholde oss til og danner utgangspunktet for analysen (Kinserdal, 2005). Problemet med tradisjonelle finansregnskap, resultatregnskap, balanser og kontantstrømmer er at de ikke er organisert for å gi en enkel innsikt i selskapets drift og verdier (Koller m.fl., 2015). I regnskapsanalysen gjennomføres det derfor en systematisk bearbeidelse av regnskapsdata for å belyse de økonomiske forholdene som ligger bak. En dekomponering av regnskapet til ulike forholdstall vil gi bedre innsikt i selskapets verdiskapning (Kaldestad & Møller, 2016). Det er vanlig å skille mellom intern og ekstern regnskapsanalyse. Den eksterne analysen baserer seg på offentlig tilgjengelig regnskapsmateriale, vanligvis årsrapporter.

Ved å analysere fortiden kan bedriftens vekst og verdiskapning dokumenteres. I tillegg kan bedriftens prestasjon sammenlignes med konkurrentens (Koller m.fl., 2015). En slik innsikt vil forbedre estimatet av den frie kontantstrømmen da det er den fremtidige kontantstrømmen som avgjør verdien på selskapet (Kaldestad & Møller, 2016; Koller m.fl., 2015). Analyse av virksomheten over en lengre tidsperiode gjør det enklere å skape en realistisk formening om langsiktig lønnsomhet.

Formålet med regnskapsanalysen er å få innsyn i Scandics økonomiske forhold og historie. Analyse vil være ekstern og basert på offentlige tilgjengelige årsrapporter og prospektet. Sentralt i analysen er selskapets utvikling i analyseperioden. Sammen med den strategiske analysen skal regnskapsanalysen danne grunnlaget for en pålitelig utforming av fremtidsbudsjettering.

4.2.2 Forutsetninger

Analyseperiode og analysenivå

Valget av analyseperiode vektlegges av selskapets stabilitet over tid. Selve hotellindustrien er en industri som ikke er preget av store konjunkturer og selskapet har vært relativt stabil over tid. Vi velger en historisk periode for verddivurderingen på fem år, noe som vil gi oss mulighet

til å forankre prognosene i flere års regnskap. Perioden som skal analyseres er 2012-2016. Denne analyseperioden mener vi er tilstrekkelig for å gi et innblikk i Scandic før, under og etter fusjon og børsnotering. I vår analyse ønsker vi å fokusere på Scandic som ett selskap og tallene vi benytter til analysen kommer fra deres offisielle årsregnskap og prospekt.

Oppbygging av analysen

Først vil vi presentere selskapets historiske resultatregnskap og balanse. De tradisjonelle regnskapsrapportene som resultatregnskapet og balansen er ikke fremstilt på en hensiktsmessig måte for å analysere prestasjon og verdi. Vi vil derfor foreta en omgruppering med formål om verdivurdering fra et investorperspektiv. De omgrupperte oppstillingene av resultatregnskapet og balansen vil så presenteres. Deretter vil de brukes som grunnlag for videre regnskapsanalyse. Det omgrupperte regnskapet vil avslutningsvis ses i sammenheng med den strategiske analysen for å estimere de fremtidige kontantstrømmene (Gjesdal, 2007).

4.2.3 Presentasjon av regnskapene

I det følgende vil det bli presentert en oversikt over Scandics resultatregnskap og balanse i perioden 2012-2016. I denne perioden har de benyttet PWC (PricewaterhouseCoopers AB) som revisjonsselskap. Regnskapene er utarbeidet etter den internasjonale regnskapsstandard IFRS. Det er fastslått av revisor i samtlige regnskaper at de er i balanse med lover og regler, og de gir en pålitelig avbildning av selskapets økonomiske situasjon. Alle tall er i millioner SEK.

Presentasjon av årsregnskapet

Tabell 10: Presentasjon av resultatregnskapet

	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	8 060,6	7 896,8	10 841,3	12 208,3	13 095,0
Driftskostnader	-7 779,5	-7 709,4	-10 630,4	-11 595,7	-12 170
Driftsresultat	281,1	187,4	210,9	612,6	925,0
Netto finansposter	-356,0	-450,2	-713,9	-497,3	132,0
Resultat før skattekostnad	-74,9	-262,8	-503,0	115,3	1 057,0
Skattekostnad	223,3	14,9	66,4	4,7	-175,0
Årsresultat	148,4	-247,9	-436,6	120,0	882,0

Ved presentasjon av resultatregnskapet brukes den standardiserte resultatoppstillingen de selv har presentert i prospektet i tillegg til årsrapporten for 2015 og 2016. Resultatregnskapet viser at selskapet har gått med underskudd i perioden 2012-2014. Selskapet har i perioden 2012-

2015 benyttet seg av en skattefordel. Fra og med 2014 har selskapet styrket driftsmarginen og inntektene har økt betraktelig.

Presentasjon av balansen

Tabell 11: Presentasjon av balansen

	2012	2013	2014	2015	2016
<i>Eiendeler</i>					
Anleggsmidler	9 410	9 499	12 085	11 608	12 147
Omløpsmidler	1 694	1 823	1 739	1 292	1 997
Sum eiendeler	11 104	11 322	13 824	12 900	14 144
<i>Egenkapital</i>					
Egenkapital tilordnet morselskapets aksjonærer	3 221	3 126	3 587	6 177	7 072
Minoritetsinteresser			27	28	31
Sum egenkapital	3 221	3 126	3 614	6 205	7 103
<i>Gjeld</i>					
Langsiktig gjeld	1 611	1 545	2 221	2 177	2 110
Kortsiktig gjeld	6 271	6 651	7 990	4 519	4 931
Sum gjeld	7 882	8 196	10 210	6 696	7 041
Sum egenkapital og gjeld	11 104	11 322	13 824	12 900	14 144

Som vi ser av balansen har anleggsmidler og omløpsmidler økt i analyseperioden. I samme periode har sum egenkapitalen hatt en økning med hele 55 %. Den langsiktige gjelden har økt fra 2012 til 2016, mens den kortsiktige gjelden har blitt redusert.

4.2.4 Omgruppering av regnskapene for investororientert analyse

Årsregnskapet fremstilt i årsrapporter er utviklet etter prinsippene om god regnskapsskikk og er et kreditororientert regnskap. For å kunne utføre en analyse av lønnsomheten til selskapet, er det nødvendig med en omgruppering av regnskapstallene. Dette for å få et investororientert regnskap (Gjesdal, 2007). Det innebærer å skille mellom verdiskapning i selskapet og verdiutdeling fra selskapet. Både Gjesdal (2007), Koller m.fl. (2015) og Penman (2013) viser til flere steg som kan benyttes for å omgruppere regnskapet. Vi velger å benytte oss av anbefalingen til (Gjesdal, 2007).

- 1) Omgruppering av avsatt utbytte fra kortsiktig gjeld til egenkapital
- 2) Kartlegge brudd på kongruensprinsippet, "Dirty Surplus", som vil gi det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen
- 3) Skille mellom normale og unormale resultatposter
- 4) Skille mellom driftsfremmende og driftsrelaterte eiendeler

Gjesdal (2007) påpeker i tillegg at det må skilles mellom rentebærende og ”rentefri” gjeld samt fordele skattekostnaden mellom de ulike resultatelementene.

Omgruppering av avsatt utbytte

I følge Gjesdal (2007) har det i norske regnskaper vært vanlig å klassifisere foreslått utbytte som kortsiktig gjeld. Fra et investorperspektiv er ikke dette logisk, da en aksjeeier ikke kan være skyldig utbytte til seg selv. Dette er ikke i samsvar med IFRS da utbytte som ikke er vedtatt ikke tilfredsstillende definisjonen av gjeld. Foreslått utbytte er derfor en del av egenkapitalen frem til generalforsamlingen vedtar utbytte. Scandic Hotels følger IFRS, og har dermed ikke avsatt noe utbytte under kortsiktig gjeld.

Brudd på kongruensprinsippet

Kongruensprinsippet innebærer at egenkapitalen kun skal endres via egenkapitaltransaksjoner og opptjent overskudd. Endringer i balanseposter som ikke skyldes transaksjoner med eierne, skal ha sin motpost i resultatet (Gjesdal, 2007). Det går altså ut på at alle inntekter og kostnader skal resultatføres, og er et grunnleggende regnskapsprinsipp jf. regnskapsloven § 4-3(Lovomårsregnskap, 2017). I følge IFRS kan visse tap og gevinster på aksjer og finansielle instrumenter ”parkeres” midlertidig i egenkapitalen. Dette kalles for ”Dirty Surplus”. Ideén er at det reduserer svingninger i resultatet og dermed reduserer motstand mot å regnskapsføre verdiendringer. ”Dirty surplus” skaper likevel problemer ved lønnsomhetsmåling fordi rentabiliteten blir feil (Gjesdal, 2007). Alle endringer i egenkapitalen, med unntak av kapitalinnskudd og uttak, skal dermed i utgangspunktet være ført over til resultatregnskapet. Prinsippet er grunnleggende, men ikke absolutt. Det er i loven gitt unntak for at virkning av endring i regnskapsprinsippet skal føres direkte mot egenkapitalen.

Brudd på kongruensprinsippet fremkommer som ”dirty surplus” og oppstår oftest på grunn av urealisert gevinst og tap på verdipapirer, valutatransaksjoner samt tap på enkelte derivater (Penman, 2013). ”Dirty surplus” kan også fremkomme ved innstilling av pensjonsforpliktelser (Gjesdal, 2007). Det finnes to måter for korrigering av kongruensbrudd; tilbakeføring av poster mot egenkapitalen og årlig resultatføring av ”dirty surplus”. Det kan i tillegg argumentere for at ”dirty surplus” over tid vil korrigeres og utligne seg selv.

Av egenkapitaloppstillingen og totalresultatet til Scandic framkommer det “dirty surplus” på flere poster. Hovedsakelig kommer disse postene fra valutaeffekt ved omregning og endring i netto pensjonsforpliktelser. Noe som er naturlig da Scandic operer innenfor 5 forskjellige land med ulik valuta. De andre “dirty surplus” postene har sin opprinnelse i sikring av utenlandske nettoinvesteringer (etter skatt) og endring i virkelig verdi finansielle eiendeler.

Skille mellom normale og unormale resultatposter

Når formålet med regnskapsanalysen er verdsetting er det viktig å skille midlertidige resultatelementer fra varige (Gjesdal, 2007). Et normalt driftsresultat er spesielt viktig for å kunne predikere videre utvikling. Unormale poster er engangsposter eller poster som forekommer få antall ganger, og påvirker kun resultatet i enkelte perioder. Disse postene er lite relevante for fremtiden, og skilles derfor fra de normale postene. Unormale poster omfatter blant annet “dirty surplus”, tap/gevinst ved salg av anleggsmidler og virksomhet, andre finansposter, nedskrivninger og valutagevinst (Gjesdal, 2007). Ved en verdsettelse bør det korrigeres for ekstraordinære og unormale resultatposter for å få mest mulig normalt driftsresultat og følgelig fremtidsestimater. I regnskapet til Scandic har vi registrert følgende engangsposter:

Tabell 12: Unormale poster

Unormale poster	2012	2013	2014	2015	2016
Åpningsutgifter	61,5	18,3	67,9	27,9	51,0
Poster av engangskarakter	23,8	86,0	265,7	104,1	

Poster av engangskarakter:

I Scandics resultatregnskap fremkommer “poster av engangskarakter”. Det fremgår ikke av notene hva disse inneholder, og anses dermed som engangsposter.

Åpningsutgifter:

Åpningsutgifter er ikke en del av den daglige driften og det er lite sannsynlig å anta disse kostnadene i fremtiden.

Skille mellom driftsrelaterte og driftsfremmende eiendeler

Ses det bort fra finansielle selskaper vil driftsfremmede eiendeler ofte være finansielle eiendeler. Det er viktig å skille ut de finansielle eiendelene fra de driftsfremmende da de verdsettes ved hjelp av andre metoder enn de driftsrelaterte (Gjesdal, 2007). Ved en

verdivurdering verdsettes de driftsrelaterte eiendelene ved å prognostisere og neddiskontere fremtidig inntjening. Videre blir markedsverdien av de finansielle eiendelene lagt til. Markedsverdien er ofte i samsvar med bokført verdi, da virkelig verdi blir tatt i bruk som regnskapsmessig vurderingsprinsipp (Gjesdal, 2007).

Goodwill og varemerke

Dette er immaterielle eiendeler og klassifiseres derfor som driftsrelaterte anleggsmidler.

Øvrige immaterielle eiendeler

Denne posten består av omklassifisering, økning gjennom oppkjøp, innkjøp og årets avskrivninger og valutadifferanser. Klassifiseres som driftsrelaterte anleggsmidler.

Andeler i interesseselskap

Selv om slike investeringer ofte betegnes som en finansiell investering vil de i følge Gjesdal (2007) som regel ikke være driftsfremmende. Penman (2013) påpeker at langsiktige egenkapitalinvesteringer skal ses på som en investering i driften til andre selskaper, og derfor bør slike posteringer klassifiseres som en driftsrelatert eiendel. Er denne beholdningen større enn 20 % og mindre enn 50 % er det nedtegnet som aksjeinvestering etter egenkapitalmetoden. Med investeringsprosjekter større enn 50 % vil det konsoliderte regnskapet kombinere regnskapstallene til de relaterte selskapene til sitt eget regnskap, slik at egenkapitalinvesteringen ikke vises i det konsoliderte regnskapet (Penman, 2013). I analyseperioden har Scandic hatt en andel i to slike selskaper. Med en eierandel på 33 % i Gress-Gruppen AS og eierandel på 50 % i Scandic Dyreparken Hotel AS. Per 2016 har de kun eierandel i Gress-Gruppen AS, på 33 %. Investeringer i disse selskapenes klassifiseres som driftsrelatert anleggsmiddel.

Finansielle plasseringer

Inneholder anskaffelseskostnader, oppkjøp og valutakursdifferanser. Klassifiseres som finansielt anleggsmiddel.

Øvrige langsiktige- og kortsiktige fordringer

I følge Gjesdal (2007) er ikke andre fordringer kundefordringer, men likevel er det grunn til å anta at disse også er driftsrelaterte. Inneholder de finansielle derivater vil de kunne klassifiseres som finansiell eiendel. Av notene fremkommer det ingen forklaring på hva

øvrige langsiktige- og kortsiktige fordringer inneholder. Dermed gis det heller ikke informasjon om en eventuell rentedel på disse fordringene. På bakgrunn av dette anses øvrige langsiktige fordringer som et driftsrelatert anleggsmiddel, mens øvrige kortsiktige fordringer anses som driftsrelatert omløpsmiddel.

Utsatt skattefordel

I følge Koller m.fl. (2015) skal utsatt skattefordel behandles som en ikke driftsrelatert eiendel. Utsatte skattefordeler oppstår når det er forskjell i investorers og myndigheters beregning av skatt. En utsatt skattefordel kan også skyldes at et selskap har gått med fremførbart underskudd og vil ha en direkte påvirkning på skatten selskapet skal betale (Kaldestad & Møller, 2016). På bakgrunn av dette klassifiseres utsatt skattefordel som et finansielt omløpsmiddel.

Forskuddsbetalte kostnader

Denne posten inneholder forskuddsbetalt husleie og øvrige poster. Klassifiseres som driftsrelaterte omløpsmidler.

Kontanter

Bankinnskudd og kontanter skaper ofte problemer. Gjesdal (2007) hevder at kontantbeholdningen som er nødvendig for driften er driftsrelatert og den eventuelle overskuddslikviditeten er finansiell. Klassifisering av hva som er nødvendig kontantbeholdning er ikke lett. Behandles deler av likvidene som driftsrelatert må avkastningen behandles som driftsinntekter (Gjesdal, 2007). Selve kontantbeholdningen er en buffer for å betale driftsrelaterte forpliktelser som forfaller. Er størrelsen på kontantbeholdningen større enn driftsforpliktelsene vil kontantbeholdningen forrentes. I likhet med Gjesdal (2007) påpeker Penman (2013) det kan være vanskelig å skille ut hvor mye av kontantbeholdningen som er driftsrelatert, da kontanter og kontantekvivalenter ofte oppgis samlet. Videre hevdes det at om kunnskapen til bransjen og selskapet ikke er god nok er det tryggest å klassifisere kontanter som en finansiell eiendel. I teorien vil ikke en slik klassifisering være rett med tanke på at deler av beholdningen anses å tilhøre drift. Da selskapet selv ikke skiller mellom kontanter og kontantekvivalenter følger vi Penman (2013) og tar det tryggeste valget å klassifisere kontanter som et finansielt omløpsmidler, da vi ikke har nok inngående kjennskap til selskapet.

På bakgrunn av dette har vi valgt følgende sortering for omgruppering av eiendeler og anleggsmidler:

Driftsrelaterte eiendeler:	Finansielle eiendeler:
Anleggsmidler:	Anleggsmidler:
Goodwill	Finansielle plasseringer
Varemerke	
Bygninger og tomt	
Inventar, maskiner og utstyr	
Øvrige immaterielle anleggsmidler	
Andeler i interesseselskaper	
Øvrige langsiktige fordringer	
Omløpsmidler:	Omløpsmidler:
Øvrige kortsiktige fordringer	Utsatt skattefordel
Varelager	Kontanter
Kundefordringer	
Forskuddsbetalte kostnader	
Skattefordring - tilbakebetalt skatt	

Figur 6: Omgruppering av eiendeler og anleggsmidler

Omgruppering av gjelden i balansen

Ved omgrupperingen av gjelden i balansen skilles det mellom driftsrelatert og finansiell gjeld. Vi forutsetter at driftsrelatert gjeld er “ikke-rentebærende” og finansiell gjeld er rentebærende.

Gjeld til kredittinstitusjoner (langsiktig)

Disse lånene har en løpetid på 1-3 år men med mulighet for utvidelse ved opprettholdelse av lånevilkårene. Disse lånene er rentebærende. Klassifiseres som langsiktig finansiell gjeld.

Intern opplåning

Den interne opplåningen er rentebærende. Lånet ble tatt opp i 2013 og er et aksjonærlån for å styrke selskapets finansielle situasjon. Lånet ble nedbetalt i 2015. Klassifiseres som langsiktig finansiell gjeld.

Pensjonsforpliktelse

Pensjonsforpliktelser i realiteten en finansiell gjeld, dette på grunn av at de ansatte “aksepterer” en utsatt betaling av lønn fram til pensjonering (Gjesdal, 2007). Med bakgrunn i dette mener Gjesdal (2007) pensjonsforpliktelser i det omgrupperte regnskapet klassifiseres som langsiktig finansiell gjeld.

Øvrige avsetninger – Scandic Friends

Scandics lojalitetsprogram tilbyr stamgjester gratis overnatting ved oppsamling av bonuspoeng. Denne posten inneholder hovedsakelig avsetninger til fremtidige gjester i lojalitetsprogrammet. I følge IFRIC13 (2016) skal virksomheter som tildeler lojalitetsbonus allokere en del av inntekten fra det opprinnelige salget som gjeld. Virksomheten skal kun innregne den utsatte delen av inntektene når forpliktelsen er oppfylt eller forfalt (IFRIC13, 2016). Disse øvrige avsetningene har en tidsperiode på fem år. Med bakgrunn i dette føres øvrige avsetninger som en driftsrelatert langsiktig gjeld.

Finansiell leasing

Det framkommer ikke av notene hva finansiell leasing dreier seg om. Forutsetter derfor at den er finansiell langsiktig gjeld.

Utsatt skatt

Skatt anses ofte som rentefri gjeld. I realiteten er ikke denne posten gjeld men en justeringspost til andre eiendels- og gjeldsposter (Gjesdal, 2007). Ved utsatt skatt kan man benytte en skattesats tilsvarende den nominelle skattesatsen i kontantstrømberegningene og anta at nåverdien av skatteforpliktelsen knyttet til midlertidige forskjeller er null og dermed behandles som en driftspost i verdsettelsen (Kaldestad & Møller, 2016). Anser på bakgrunn av dette utsatt skatt som driftsrelatert langsiktig gjeld.

Betalbar skatt

Betalbar skatt er den skatten som ilignes selskapet på bakgrunn av regnskapsårets skattepliktige inntekter og gevinst ved salg av eiendeler. Skatten skal betales i neste års regnskap og står oppført i balansen som en forpliktelse til den er innfridd. Noen hevder at betalbar skatt på resultater fra tidligere år uansett er en forpliktelse som ikke vedrører de fremtidige kontantstrømmene som diskonteres, og at forpliktelsen er finansiell. Teoretisk korrekt vil være å prognostisere både resultatregnskap, balanse og kontantstrømmer, herunder skattebetalinger. Fremtidige utbetalinger knyttet til skatt vil da inngå i kontantstrømmene som diskonteres, og vil derfor bli dobbelttelling å inkludere betalbar skatt som gjeld (Kaldestad & Møller, 2016). Klassifiserer skatt som kortsiktig finansiell gjeld.

Påløpte kostnader og forskuddsbetalte inntekter

Denne posten inneholder påløpte personalkostnader, påløpte rentekostnader og øvrige rentebærende kostnader. Posten klassifiseres derfor som kortsiktig finansiell gjeld.

Gjeld til kredittinstitutt (kortsiktig)

Kortsiktig gjeld til kredittinstitutt klassifiseres som kortsiktig finansiell gjeld.

Øvrig gjeld

Er ingen noter om øvrig gjeld. Klassifiseres som kortsiktig driftsrelatert gjeld.

Derivatinstrument

Derivater er finansielle instrumenter som er avledet fra et underliggende instrument. Da det er snakk om finansielle derivater vil en klassifisering som finansiell gjeld være aktuell, ifølge Gjesdal (2007).

Driftsrelatert gjeld:	Finansiell gjeld:
Lansiktig gjeld Øvrige avsetninger - Scandic Friends Utsatt skatt	Langsiktig gjeld Gjeld til kredittinstitusjoner (langsiktig) Intern opplåning Avsetning til pensjonsforpliktelser
Kortsiktig gjeld Forskudd fra kunder Leverandørgjeld Øvrig gjeld	Kortsiktig gjeld Betalt skatt Derivat instrument Påløpte kostnader og forskuddsbetalte inntekter Gjeld til kredittinstitusjoner (kortsiktig)

Figur 7: Omgruppering av gjeld

Leasing

Et selskap kan leie eiendeler fremfor å kjøpe. Dette innebærer en forpliktelse til å betale en fast sum over en gitt periode og på den måten har leasing fellestrekk med et vanlig lån. Regnskapsmessig er det vanlig å skille mellom finansiell og operasjonell leasing. Er leasingen finansiell oppføres eiendelen og den tilhørende betalingsforpliktelsen i balansen. Ved operasjonell leasing disponerer selskapet eiendelen ut kontraktens levetid og har ingen forpliktelser utover det. Dermed blir kostnaden klassifisert som en driftskostnad i regnskapet

og ikke tatt inn i balansen (Kaldestad & Møller, 2016). Scandic baserer seg på operasjonell leasing og fører derfor leasingkostnadene som leiekostnader i resultatregnskapet. Som nevnt tidligere har leiekontraktene en levetid på 15-20 år og betalingen på disse fordeler seg over ulike årsperioder i regnskapet; innen 1år, mellom 1 og 5 år, og 5år og utover.

Kaldestad og Møller (2016) anbefaler på en generell basis å følge regnskapets bruk av finansiell- og operasjonell leasing, og ikke foreta noen justeringer. De mener effektene ofte er marginale og følgelig vil en justering gjøre mer vondt enn godt. Imidlertid mener de at en må vokte seg for å sammenligne omløpshastigheter og resultatmarginer med selskaper som driver med ulik praksis (Kaldestad & Møller, 2016).

Scandics forretningsmodell baserer seg på leasing av bygninger hvor deres hotell drift utføres. Per 2016 er alle leasingavtalene til Scandic klassifisert som operasjonell leasing og føres i resultatregnskapet som leiekostnader. På bakgrunn av dette vil vi følge anbefalingen til Kaldestad og Møller (2016) om å fortsette å føre operasjonell leasingen som driftsrelatert i omgrupperingen.

4.2.5 Presentasjon av endelig omgruppert regnskap

Presentasjon av endelig omgruppert resultatregnskap

Tabell 13: Omgruppert resultatregnskap (MSEK)

	2012	2013	2014	2015	2016
Justerte driftsinntekter	8 035,3	7 881,8	10 825,9	12 192,7	13 082,0
Øvrige inntekter	25,3	15,0	15,4	15,6	13,0
Råmateriale og forbruksmaterial	-682,4	-656,7	-959,3	-1 180,5	-1 138,0
Øvrige eksterne kostnader	-2 026,4	-1 931,8	-2 458,8	-2 667,6	-2 850,0
Personalkostnader	-2 544,8	-2 574,4	-3 597,1	-3 954,0	-4 211,0
Faste og garanterte leiekostnader	-1 348,7	-1 486,1	-1 822,7	-2 091,3	-2 203,0
Variable leiekostnader	-666,7	-554,9	-984,1	-1 068,5	-1 180,0
Justert EBITDA	791,6	692,9	1 019,3	1 246,4	1 513,0
Avskrivninger	-425,2	-401,2	-474,8	-501,8	-537,0
Justert EBIT	366,4	291,7	544,5	744,6	976,0
Driftsrelatert skatt	-80,6	-64,2	-119,8	-163,8	-214,7
NOPLAT	285,8	227,5	424,7	580,8	761,3

Før en kommer fram til NOPLAT er det nødvendig å beregne driftsrelatert skattesats. Selskapet har utnyttet reglene for skattefordel og utsatt skatt. Noe som har resultert i at unormale størrelser av usatt skatt er tatt inn i skattekostnaden. Med begrenset informasjon er det vanskelig å beregne effektiv skattesats. Vi har derfor valgt å sette driftsrelatert skattesats lik finansiell skattesats, og benytter derfor en skattesats på 22 %.

Presentasjon av endelig omgruppert balanse

Tabell 14: Omgruppert balanse (MSEK)

	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsrelaterte anleggsmidler	9 053	9 130	11 616	11 572	12 104
Driftsrelaterte omløpsmidler	739	790	1 010	1 042	929
Driftsrelaterte eiendeler	9 792	9 919	12 626	12 615	13 033
Langsiktig driftsrelatert gjeld	776	780	970	536	740
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	642	658	811	759	866
Driftsrelatert gjeld	1 419	1 438	1 781	1 295	1 606
Netto driftseiendeler	8 374	8 481	10 845	11 320	11 427
Egenkapital ink. Minoritetsinteresser	3 221	3 126	3 614	6 205	7 103
Langsiktig finansiell gjeld	5 495	5 871	7 019	3 983	4 191
Kortsiktig finansiell gjeld	969	887	1 397	1 416	1 244
Finansiell gjeld	6 464	6 758	8 417	5 399	5 435
Finansielle anleggsmidler	2	2	5	4	8
Finansielle omløpsmidler	1 310	1 401	1 181	279	1 103
Finansielle eiendeler	1 312	1 403	1 185	284	1 111
Netto finansiell gjeld	5 152	5 355	7 231	5 115	4 324
Netto egenkapital og gjeld	8 374	8 481	10 845	11 320	11 427

4.3 Lønnsomhetsanalyse/ Nøkkeltall hotellbransjen

4.3.1 Lønnsomhetsanalyse ROIC

Lønnsomheten til et selskap forteller om muligheten til å skape overskudd. Et selskaps lønnsomhet er avgjørende for en potensiell investor. Det finnes en rekke ulike rentabilitetstall for å måle et selskaps lønnsomhet. Vi har valgt å fokusere på ROIC, som ifølge Koller m.fl. (2015) er et av de mest sentrale rentabilitetstallet innen lønnsomhet. Nedenfor vil ROIC med og uten goodwill bli presentert.

Tabell 15: ROIC med og uten goodwill

	2012	2013	2014	2015	2016
ROIC inkludert goodwill	3,4 %	2,7 %	5,0 %	5,4 %	6,7 %
ROIC eksklusive goodwill	6,8 %	5,5 %	10,1 %	11,2 %	13,3 %

ROIC med goodwill måler om selskapet har tjent tilstrekkelig avkastning for aksjonærene inkludert kjøp av goodwill. Rentabilitetstallet uten goodwill måler det underliggende driftsmessige resultatet til et selskap og forteller om resultatet genererer ROIC over kapitalkostnaden. Videre hevder Koller m.fl. (2015) ROIC uten goodwill i flere tilfeller er mer relevant for å prosjektere fremtidig kontantstrøm. Av tabellen kan vi se at selskapets avkastning på den investerte kapitalen inkludert goodwill historisk har vært lav, men viser en positiv og økende trend fra 2014. ROIC med og uten goodwill gir oss en avkastning på henholdsvis 6,7 % og 13,3 % i 2016. Dette viser at en oppnår betydelig høyere ROIC uten goodwill. Da en stor del av selskapet driftsrelaterte anleggsmidler som nevnt hovedsakelig består av immaterielle eiendeler, innebærer det at selskapets investerte kapital i stor grad består av goodwill. Det vil derfor ikke være representativt å måle avkastningen på investert kapital uten goodwill.

Videre kan ROIC dekomponeres for å undersøke hvilke elementer som driver ROIC (Koller m.fl., 2015).

$$ROIC = (1 - \text{driftsrelatert skattesats}) \times \frac{EBIT}{\text{omsetning}} \times \frac{\text{Omsetning}}{\text{Investert kapital}}$$

Nøkkeltallene kan dekomponeres i margin og omløpshastighet. Omløpshastighet måler hvor effektivt selskapet utnytter den investerte kapitalen og indikerer hvor mange ganger den investerte kapitalen blir omsatt i løpet av et år.

Tabell 16: Dekomponering ROIC

	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsmargin	4,56 %	3,70 %	5,03%	6,11%	7,46 %
Omløpshastighet	0,96	0,93	1,00	1,08	1,14

Driftsmargin har gjennom hele perioden vært positiv og selskapet har hatt en stigende trend fra 2014-2016. Vi ser en positiv økning i Scandics omløpshastighet, noe som tyder på at selskapet er blitt mer effektiv til å utnytte den investerte kapitalen (Kaldestad & Møller, 2016). I 2016 ble den investerte kapitalen omsatt 1,14 ganger, som vil si at hver krone investert i 2012 ga en omsetning på 0,96 SEK mens det i 2016 ga en omsetning på 1,14 SEK. Dette tyder på at selskapet har en økende vekst i inntekter.

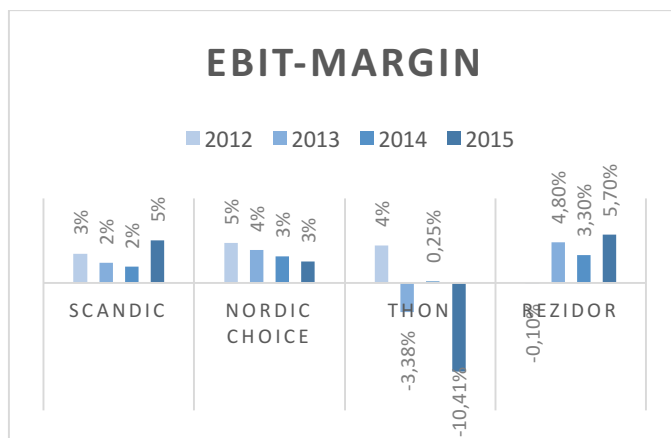
EBIT-margin

Denne formen for analyse kan gi uttrykk for selskapets økonomiske prestasjoner, utvikling og vekst. For nærmere undersøkelse sammenlignes selskapets forholdstall med sammenlignbare bedrifter innenfor samme bransje.

4.3.2 EBIT-margin

EBIT-margin er et mål på fortjeneste selskapet sitter igjen med per omsatt krone og måles i prosent av inntekt over tid.

$$EBIT - margin = \frac{\text{driftsresultat}}{\text{inntekter}}$$



Figur 8: EBIT-margin

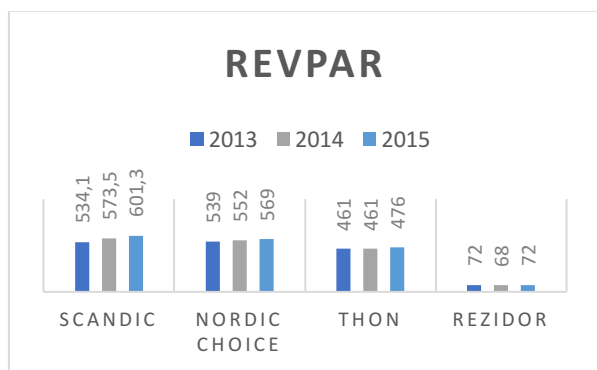
I analyseperioden fremkommer det at Rezidor Hotels AB og Scandic totalt sitter igjen med mest per omsatt krone. Et avvik finner vi hos Thon Hotels med negativ EBIT-margin i 2013 og 2015 .

4.3.3 Bransjespesifikke nøkkeltall

Bransjespesifikke nøkkeltall sier noe om inntekter og kostnader relativt til kunder og produsert volum. Tallene kan gi en indikasjon på hvor dyktige selskapene er til drift (Kaldestad & Møller, 2016). For å få en bedre forståelse av analysen har vi valgt å ta med de mest sentrale nøkkeltallene benyttet i hotellstatistikken.

RevPAR

RevPAR er et av de viktigste nøkkeltallene i hotellbransjen og er et mål på omsetning per tilgjengelig rom. Omsetningen deles på totalt antall tilgjengelige rom, og gir en god pekepinn på hvor dyktige ledelsen er til å konvertere tilgjengelige rom til omsetning (Scandichotelsgroup, 2017).



Figur 9: RevPAR

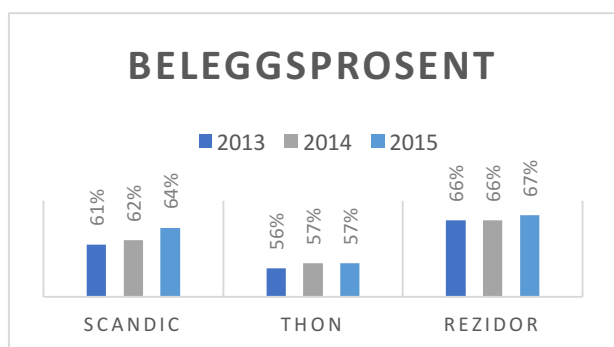
*RevPAR for Rezidor er oppgitt i EUR.

*RevPAR for Thon Hotels og Nordic Choice er oppgitt i NOK.

*RevPAR for Scandic er oppgitt i SEK

Dette indikerer at Scandic og Rezidor har oppnådd høyere profitt per antall rom sammenlignet med konkurrentene. Totalt viser markedet en økende trend.

Beleggsprosent



Figur 10: Beleggsprosent

Beleggsprosent gir en indikator på hvor godt hotellkjedene utnytter romkapasiteten basert på totalt antall tilgjengelige rom. Gjennom hele perioden har Rezidor Hotels høyest beleggsprosent. Scandic viser en stigende og positiv utvikling.

5 Verdivurdering

I dette kapitlet vil vi beregne prognostisert fri kontantstrøm og avkastningskravet WACC.

Videre vil selve verdivurderingen gjennomføres. I tillegg vil vi benytte alternative verdivurderingsmetoder som supplement og kvalitetssikring for vårt verdiestimat.

Avslutningsvis vil en sensitivitetsanalyse gjennomføres for å kartlegge usikkerhet i sentrale parametere.

5.1 Fremtidsprognoser

Fremtidsprognosene vil bli utledet på bakgrunn av den strategiske analysen, regnskapsanalysen og selskapets egne forventninger. Verdien til et selskap er basert på de fremtidige utbetalingene de forventer å levere. Antagelser om fremtiden vil derfor være avgjørende for selskapets endelige verdi (Penman, 2013).

5.1.1 Rammeverk for prognostisering

De mest benyttede modellene kan i henhold til Kaldestad og Møller (2016) deles inn i tre ulike kategorier: naive modeller, top-down modeller og bottom-up modeller. I naive modeller er fjorårets kontantstrøm det beste anslaget på årets kontantstrøm og kan eventuelt korrigeres for en trend. Top-down modellen er markedsbasert og prognosene utarbeides på et overordnet nivå for de ulike postene i resultat- og balanseregnskapet. Bottom-up modeller forutsetter at en går i dybden og gjør en detaljert analyse av selskapets produktlinjer (Kaldestad & Møller, 2016). En naiv modell vil ikke være hensiktsmessig da vi har både tilstrekkelig med tid og regnskapsdata, på den andre siden vil vi ikke ha tilstrekkelig med regnskapsinformasjon til å gjennomføre en bottom-up analyse. I vår analyse vil vi derfor benytte en top-down tilnærming da dette vil være mest hensiktsmessig med utgangspunkt i tilgjengelig tid og informasjon.

Lengden på prognoseperioden er helt sentral innenfor prognostiseringen. Perioden må være lang nok til at selskapet oppnår en stabil tilstand, noe som innebærer stabil vekst og konstant avkastning ved eksisterende og ny investert kapital (Koller m.fl., 2015). Et resultat av dette vil være at fri kontantstrøm (FCF) vil ha en konstant vekst og kan verdsettes ved bruk av en uendelig vekstformel. En prognoseperiode på 5 år blir ofte brukt uten nærmere refleksjon, i følge Kaldestad og Møller (2016) kan det i noen tilfeller være mer egnet med en periode på 2 og 10 år (Kaldestad & Møller, 2016). Det vil være problematisk å lage en detaljert prognose utover 2 år da mange forhold vil være vanskelig å predikere. Til tross for dette er det ikke

unaturlig med en lengre analyseperiode (Kaldestad & Møller, 2016). Koller m.fl. (2015) anbefaler en budsjettperiode på 10-15år, og muligens lenger for selskaper som er sykliske eller opplever en rask vekst. Prognostiseringen deles ofte opp i to perioder, den første er en detaljert år-for-år prognostisering. Den andre perioden er i “steady state”, hvor årene verdsettes gjennom en forenklet prognose for selskapets resterende levetid (Koller m.fl., 2015). Hotellindustrien er en stabil bransje som preges av få svingninger. Fusjon av Rica Hotels i 2014 bidro til at selskapet fikk en rask vekst.

Bortsett fra 2017 og 2018 planlegger selskapet å legge seg på et stabilt vekstnivå for framtiden. Noe som indikerer at en prognoseperiode på 15 er noe lang. Selskapet er på vei mot en stabil tilstand og derfor anser vi en prognoseperiode på 5 år som tilstrekkelig for vår analyse. Fra 2021 antar vi selskapet vil gå over i “steady state” og benytter en evig vekstformel ved videre prognostisering. Vi antar da selskapet som nevnt har nådd en stabil tilstand og er i likevekt. Med bakgrunn i selskapets historiske utvikling velger vi å basere fremtidige prognoser på 2015 og 2016 da vi mener disse vil være presentabel for fremtidig drift.

5.1.2 Prognose av resultatregnskap og NOPLAT

Driftsinntekter

Ved prognostisering av de individuelle postene i resultatregnskapet beskriver Koller m.fl. (2015) 3 steg:

1. Fastsette hvilke økonomiske forhold som driver postene
2. Estimere ratio for prognosene
3. Multipliser ratioen for prognosen med et estimat av driveren

Hovedtyngden av postene vil være direkte knyttet til inntektene, selv om noen poster vil være knyttet opp mot en bestemt eiendel eller gjeld, som for eksempel avskrivninger (Koller m.fl., 2015). Postene i prognosen vil vurderes individuelt.

Driftsinntektene til Scandic kan grupperes inn i losjiinntekter, restaurant-og konferanseinntekter, franchise-og management avtaler og øvrige hotellrelaterte inntekter. Losjiinntekter er den største inntektsposten og den antatt største inntektsdriveren til driftsinntektene. Den nest største inntektsdriveren er restaurant-og konferanseinntekter. Det er vanskelig å skille mellom disse to produktområdene da deler av losjiinntektene må ses i

forbindelse med konferanser. Scandic skiller ikke mellom dette i egne regnskaper. Vi vil derfor baserer våre antakelser om vekst i driftsinntekter på losjiinntektene.

Markedsvekst

Vekst i BNP er en sterk driver til hotellindustrien, og utviklingen i BNP vil være en avgjørende faktor for bransjens fremtid. Som vist i PESTEL-analysen trekker den makroøkonomiske faktoren i positiv retning. Veksten i BNP blant de nordiske landene er forventet å øke i årene framover, følgelig vil utviklingen i den nordiske hotellindustrien være positiv. Det er forventet en høyere vekst i hotellsektorene enn vekst i økonomien som helhet. Salg i den globale reise og turisme står for 3,8 % av global BNP. De to siste årene har de totale salgsinntektene til Scandic hatt en merkbar økning, og i 2016 økte de totale salgsinntektene med 7,3 %. Hovedsakelig på grunn av økt antall solgte rom, høyere rompris og økt etterspørsel i restaurant-og konferanse. Per 2016 bidro antall nye hoteller til en inntektsvekst på 3,8 %. De neste to årene planlegger selskapet å øke porteføljen med 16 nye hoteller. Utover dette vil de i følge strategien baserer seg på en vekst med 2-4 hoteller årlig.

I tillegg forutsetter Scandic årlig å bruke 3-4 % av driftsinntektene til å forbedre, utvide og rekonfigurere eksisterende hoteller. Produktområdet losjiinntekter har fra 2015-2016 hatt en økning på 8,4 %. Denne økningen er hovedsakelig forårsaket av økt RevPAR og en generelt høyere rompris. En vekst i losjiinntekter vil også kunne ses i sammenheng med en økning i antall reisende- og konferanser. Restaurant-og konferanse har hatt en vekst på 5,7 %.

Markedsandel

I Norden har Scandic en markedsandel på 13 % av det totale hotellmarkedet. Scandics fokusområde er “midt-marked” segmentet, hvor de har en markedsandel på 25 % per 2016. Som nevnt er “midt-marked” segmentet et stabilt marked som ikke vil påvirkes i like stor grad av økonomiske nedturen som resten av markedet. De nordiske landene er blitt en mer populær turistattraksjon -og møtedestinasjon for internasjonale konferanser. Scandic har lansert et nytt og spennende møtekonsept og tilbyr nå mer inspirerende konferanse. Møte- og konferanse markedet har blitt et veldig konkurransutsatt marked, men hele 95 % av Scandics forretningskunder fornyet kontraktene fra 2015-2016. Som det framkommer i “Porters Five Forces” er trusselen fra nyetableringer moderat og da Scandic allerede har en så høy markedsandel blant rivaliserende konkurrenter antar vi at de vil opprettholde markedsandelene. Da 70 % av Scandics inntekter stammer fra forretningsreisende og

konferanse fant vi gjennom “Porters Five Forces” at “trusselen fra substitutter” ikke vil påvirke dette produktområdet. Vi tar derfor utgangspunkt i at Scandic vil opprettholde en stabil markedsandel.

Konklusjon for vekstfaktoren til driftsinntektene

Fra 2014 har Scandic hatt en solid vekst i inntekter. Selv om denne veksten har vært høy, har den vært avtakende. Med utgangspunkt i selskapets egne vekstplaner i strategien, baserer vi oss på en gradvis avtagende vekst i inntekter. I prognoseperioden vil vekst i inntekter gradvis reduseres mot en stabil vekst. Da det er vanskelig for nye aktører å entre hotellmarkedet er det eksisterende aktører som kan påvirke selskapet markedsandeler. Innenfor “midt-marked” segmentet er Scandic den ledende hoteloperatøren og har derfor en sterk markedsposisjon. Selskapet har i tillegg en bevisst strategi om å opprettholde markedsandelene. Med utgangspunkt i dette, selskapets veletablerte merkevare og stor andel lojale kunder antar vi markedsandelene ikke vil bli redusert i fremtiden. Kaldestad og Møller (2016) mener vekstraten generelt bør settes til et nivå som er lavere enn nominell vekst BNP. Gjennomsnittlig vekst i BNP for Sverige er forventet å ligge på 2,8 %. Det er ikke uvanlig å anta veksten flater ut mot landets inflasjonsmål. Sverige er preget av unormalt lavt inflasjonsmål og bevisst fokuserer på å øke inflasjonsmålet. Riksbankens forventede inflasjonsmål er på 2 %. Vi velger derfor å prognostisere med en vekst høyere enn Riksbankens inflasjonsmål og lavere enn BNP. Vi setter vekst i “steady state” til 2,5 %, noe som også er i tråd med selskapets egne forventninger.

Driftskostnader

I følge Koller m.fl. (2015) anbefales det å benytte inntekter som driver for de ulike resultatelementene. Følgelig har vi valgt å benytte oss av Koller m.fl. (2015) anbefaling. For de fleste postene vil det derfor beregnes en ratio i forhold til driftsinntektene. De historiske ratioene og fremtidige interne- og eksterne kostnader vil ligge til grunn for fremtidsprognostisering. Relativt til selskapets totale inntekter er kostnadene høye, og var henholdsvis 95 % og 93 % i 2015 og 2016. Vi antar kostnadene ikke vil bli noe høyere enn de har vært de siste to årene. En komplett oversikt over den historiske utviklingen er å finne i vedlegg 5.

Personalkostnader

Personalkostnadene er den største kostnadsposten til Scandic. Per 2016 utgjorde den 32 % av driftsinntektene. Totalt antall ansatte i Scandic per 2016 er 15326, hvor 8493 av disse er fast ansatte, 6471 er midlertidig ansatt og 362 er kontraktsarbeidere (Scandichotelsgroup, 2017). Historisk har personalkostnadene holdt seg stabilt på dette nivået. Da Scandic opererer innenfor en syklisk bransje har de et stort antall midlertidige ansatte, noe som gjør at personalkostnadene vil bevege seg på et stabilt nivå i takt med driftsinntektene. Hotellindustrien er en industri hvor enkelte arbeidsoppgaver ikke kan standardiseres eller erstattes elektronisk, for eksempel renhold og service. Vi forutsetter at personalkostnadene vil holde seg på 32 %.

Faste-og variable leiekostnader

I likhet med hotellkjedene i Norden baserer Scandic seg på en virksomhetsmodell som bygger på leiekostnader. Som tidligere nevnt baserer denne modellen seg på en fast- og variabel leiekostnad. Totalt ligger posten på gjennomsnittlig 25 % av driftsinntektene. Den variable delen avhenger av det enkelte hotells salgsinntekter, og har gjennomsnittlig ligget på 8 % av driftsinntektene mens den variable delen utgjorde 17 % av driftsinntektene. Vi baserer oss på at dette også vil vedvare i framtiden, og forutsetter at det ikke vil blir store variasjoner i leiekostnadene i forhold til driftsinntekten, da en del av disse vil variere etter salgsinntektene.

Råmateriale og forbruksmateriale

Dette resultatelementet har holdt seg relativt stabil gjennom analyseperioden og har i gjennomsnitt ligget på 9 % av de totale inntektene. Som vi ser har også disse kostnadene hatt et stabilt nivå i forhold til driftsinntektene. Det er ingen informasjon som tilsier at dette vil endre seg de fremtidige årene. Vi antar Scandic i årene fremover vil se nytten av økende hotellportefølje og få en liten reduksjon i kostnadene med tanke på stordriftsfordeler. Vi antar derfor at denne posten vil være 8 % av driftsinntektene.

Øvrige eksterne kostnader

I denne posten finner vi avgifter til revisjonsselskap (PWC), resterende avgifter vedrørende børsnotering og avgifter til huseier i forbindelse med investering til vedlikehold og oppussing. Disse vil ligge på et stabilt nivå i forhold til inntekter (3-4 %). Vi antar avgifter vedrørende børsnotering vil opphøre, mens avgifter til revisjonsselskap og huseier vil hode seg relativt stabil i forhold til inntektene. I "steady state" er denne posten prognostiserer til 22 %.

Avskrivninger

Koller m.fl. (2015) beskriver tre alternativer vedrørende prognostisering av avskrivninger; avskrivninger som prosent av inntekter, prosent av PP&E, eller estimeres på bakgrunn av planlagt kjøp av utstyr og avskrivningsplaner. Vi har ikke tilstrekkelig med informasjon til å benytte sistnevnte metode. Avgjørende ved valg av metode er hvordan balanseverdien av eiendom, anlegg og utstyr korrelerer med inntektene. Da selskapet har få materielle eiendeler, anser vi prosent av PP&E som et godt mål. Ved bruk av PP&E som prosentdrivere, prognostiseres avskrivningen som en prosentandel av PP&E. I 2015 og 2016 var avskrivninger i prosent av PP&E henholdsvis 19 og 18 %. Dette antar vi er et presentabelt nivå og prognostiserer derfor med 18 % i fremtiden.

Skatt

Da selskapet historisk har utnyttet reglene for skattefordel og utsatt skatt, har vi tidligere benyttet en driftsrelatert skattesats på 22 %. Tilsvarende vil også fremtidig driftsrelatert skattesats også være 22 %, og antar denne satsen som en representativ effektiv skattesats.

Prognostisert resultatregnskap og NOPLAT

Presentasjon av fullstendig resultatregnskap med respektive vekstfaktorer.

Tabell 17: Prognostisert resultatregnskap og NOPLAT (MSEK)

Resultatregnskapet	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Netto omsetning	13082	13939	14742	15471	16109	16641	17057
Øvrige inntekter	13	15	15	15	15	15	15
Råmateriale og forbruksmateriale	1138	1213	1253	1331	1369	1331	1365
Øvrige eksterne kostnader	2850	3011	3169	3280	3351	3411	3411
Personalkostnader	4211	4600	4894	5152	5348	5492	5629
Faste leiekostnader	2203	2384	2536	2630	2722	2829	2900
Variable leiekostnader	1180	1268	1356	1392	1418	1481	1535
EBITDA	1513	1479	1548	1701	1916	2112	2165
Avskrivninger	537	561	577	590	596	603	609
EBIT	976	917	971	1111	1320	1509	1646
Skattekostnad	215	202	214	244	290	332	357
NOPLAT	761	715	758	867	1029	1177	1206

Tabell 18: Prognostisert vekst i resultatregnskapet (%)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Driftsinntekter		7,3	6,5	5,8	4,9	4,1	3,3	2,5
Øvrige inntekter								0,0
Råmateriale og forbruksmateriale	10,0	9,0	8,7	8,5	8,6	8,5	8,0	8,0
Øvrige eksterne kostnader	21,9	21,8	21,6	21,5	21,2	20,8	20,5	20,0
Personalkostnader	32,4	32,2	33,0	33,2	33,3	33,2	33,0	33,0
Faste og garanterte leiekostnader	17,2	16,8	17,1	17,2	17,0	16,9	17,0	17,0
Variable leiekostnader	8,8	9,0	9,1	9,2	9,0	8,8	8,9	9,0
Avskrivninger i % av PP&E	19,0	18,0	17,9	17,7	17,5	17,3	17,1	17,0

*Alle tall oppgitt i %

*Vekstrater i prosent av driftsinntekter hvis ikke annet er oppgitt

*Øvrige inntekter satt konstant

5.1.3 Prognostisert investert kapital

Ved prognostisering av investert kapital må det tas stilling til om postene skal prognostiseres direkte eller indirekte. Ved en direkte prognostisering vil investert kapital være en funksjon av for eksempel inntektene. En indirekte prognostisering innebærer å prognostisere endringer som en funksjon av vekst i inntekter (Koller m.fl., 2015). Vi ønsker å benytte oss av den siste metoden da den antas å være mest stabil. Historisk utvikling er å finne i vedlegg 5.

Driftsrelatert arbeidskapital:

Driftsrelatert arbeidskapital er driftsrelaterte omløpsmidler fratrukket driftsrelatert kortsiktig gjeld. For fremtidige prognoser vil disse prognostiseres som en post. Historisk har driftsrelatert arbeidskapital vært økende i perioden 2012-2015. Fra 2015 til 2016 var det en stor reduksjon i denne posten. Arbeidskapital som prosent av inntekten har gjennomsnittlig ligget på 1,5 %. På bakgrunn av svingninger i denne posten har vi prognostisert den til 2 % i fremtiden.

Varige driftsmidler:

Vi vil benytte samme metode for prognostisering av varige driftsmidler som for arbeidskapitalen. Prognosen vil derfor også inneholde langsiktig gjeld. Varige driftsmidler inneholder poster som for eksempel immaterielle eiendeler, eiendom, anlegg og utstyr og andre driftsrelaterte anleggsmidler. Koller m.fl. (2015) anbefaler også her at de fleste varige driftsmidler skal prognostiseres som en prosent av inntektene. Postene immaterielle eiendeler

og eiendom, anlegg og utstyr vil bli beregnet separat, dette gjelder også for driftsrelatert langsiktig gjeld.

Immaterielle eiendeler:

De immaterielle eiendelene utgjør en stor del av Scandics totale eiendeler og utgjorde per 2016 hele 70 % av driftsinntektene. Goodwill oppstår når et selskap betaler mer for en eiendel enn dens bokførte verdi. Koller m.fl. (2015) anbefaler å ikke ta hensyn til potensielle oppkjøp da den empiriske litteraturen har dokumentert at det typiske oppkjøpet ikke skaper verdi. Inntektsveksten fra potensielle oppkjøp blir satt lik null og holder goodwill stabil på nåværende nivå. I hotellbransjen kan de immaterielle eiendeler endre seg fordi goodwill kan oppstå ved investering i nye hoteller. Da vi ikke har ytterligere informasjon om dette følger vi anbefalingen til Koller m.fl. (2015) og setter nivået på fremtidige immaterielle eiendeler til dagens nivå.

Eiendom, anlegg og utstyr:

I prosent av inntekter har eiendom, anlegg og utstyr holdt seg forholdsvis stabil. Denne posten inneholder hovedsakelig et par hotelleiendommer og inventar, eksempelvis møbler, kjøkken og IT-utstyr. Da strategien til Scandic baserer seg på å ikke eie hotellbygninger selv, antar vi denne posten vil fortsette å holde seg stabil i forhold til driftsinntektene. Prognostiseres derfor til 23 %.

Andre driftsrelaterte anleggsmidler:

Dette er en post som utgjør en minimal del av selskapets totale eiendeler og har vært stabil i analyseperioden. Vi vil derfor ikke gå i detalj på denne posten og prognostiseres til 0,20 % for fremtiden.

Prognostisert investert kapital

Tabell 19: Prognostisert investert kapital (MSEK)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Arbeidskapital	283	63	216	228	240	250	258	264
PP&E	2 638	2 977	3 136	3 258	3 373	3 447	3 528	3 582
Immaterielle eiendeler	8 907	9 103	9 103	9 103	9 103	9 103	9 103	9 103
Andre driftsrelaterte anleggsmidler	27	24	35	37	39	40	42	43
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	11 856	12 167	12 274	12 398	12 514	12 591	12 673	12 728
Driftsrelatert langsiktig gjeld	536	740	767	774	797	805	815	819
Investert kapital	11 320	11 427	11 724	11 852	11 957	12 035	12 115	12 173

Prognostisert vekst i balanseposter

Tabell 20: Prognostisert vekst i balansen

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Driftsrelaterte anleggsmidler:								
PP&E	21,6 %	22,8 %	22,50 %	22,1 %	21,80 %	21,40 %	21,20 %	21 %
Immaterielle eiendeler	73 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %
Andre driftsrelaterte anleggsmidler	0,22 %	0,18 %	0,3 %	0 %	0,25 %	0 %	0 %	0 %
Driftsrelatert arbeidskapital	2,3 %	0,5 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %
Driftsrelatert langsiktig gjeld	4,40 %	5,66 %	5,50 %	5,25 %	5,15 %	5 %	4,90 %	4,80 %

*Vekstrater i % av driftsinntekter hvis ikke annet er oppgitt

5.1.4 Prognostisert ROIC og FCF

Med bakgrunn i prognosene overfor har vi nå estimert prognostisert NOPLAT og investert kapital. Dette gjør det mulig å finne prognostisert ROIC.

Tabell 21: Prognostisert ROIC

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
NOPLAT	581	761	715	758	867	1029	1177	1206
Investert kapital	11 320	11 427	11 724	11 852	11 957	12 035	12 115	12 173
ROIC		6,7 %	6,3 %	6,5 %	7,3 %	8,6 %	9,8 %	9,95 %

Som vi ser av tabellen vil ROIC reduseres fra 2016 til 2017. Avkastningen på investert kapital har hatt et lavt nivå under hele prognoseperioden og er lavere enn kapitalkostnaden frem til 2020. Ifølge Koller m.fl. (2015) vil verdi i dette tilfelle ødelegges fremfor å skapes. Videre hevdes det oppkjøp i noen tilfeller kan ødelegge verdi fremfor å skape. Kostnadsbesparelser etter oppkjøp tar tid å realisere, og det kan ta flere år før avkastningen på investert kapital overgår kapitalkostnadene (Koller m.fl., 2015). Scandics ROIC vil først i år 2020 overgå kapitalkostnaden, og det er da selskapet begynner å skape verdi. Dette kan muligens ses i sammenheng med oppkjøpet av Rica. Etter det vil den ha en stigning til 9,95 % i “steady state”. På anbefaling av Koller m.fl. (2015) vil vi nå kalkulere selskapets frie kontantstrømmer:

Prognostisert fri kontantstrøm

Tabell 22: Prognostisert fri kontantstrøm

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EBIT	976	917	971	1111	1320	1509	1546
Skattekostnad	215	202	214	244	290	332	340
NOPLAT	761	715	758	867	1029	1177	1206
Endring i Arbeidskapital	-220	153	12	11	10	8	6,4
Endring driftsrelaterte anleggsmidler	532	170	124	117	76	82	55
Endring driftsrelatert gjeld (lojalitetsprogram)	204	27	7	23	9	10	3
Netto endring investert kapital	107	297	129	105	78	80	58
Fri kontantstrøm (FCF)	654	419	629	762	952	1 096	903

For å estimere netto endring investert kapital må vi trekke fra den driftsrelaterte gjelden. Hovedsakelig dreier denne posten seg om lojalitetsprogrammet til Scandic. Som det fremkommer av tabellen har selskapet gjort store investeringer i 2016. Samtidig har arbeidskapitalen blitt redusert fra 2015-2016. Det er ikke forventet at selskapet vil gjøre like store investeringer i fremtiden. Angående investeringer er dette i tråd med selskapets strategi.

5.2 Avkastningskravet WACC

Som nevnt i kapittel tre er WACC selskapets vektete gjennomsnittlige kapitalkostnad. Avkastningen skal på den måten kompensere for inflasjon og risiko en investor står ovenfor ved å investere i selskapet (Kaldestad & Møller, 2016). Vi vil nå estimere komponentene som ligger til grunn for å kunne beregne avkastningskravet til Scandic. Dette gjør vi med bakgrunn i teori beskrevet i kapittel tre.

Avkastningskravet til egenkapitalen

For å beregne avkastningskravet til egenkapitalen vil vi ta utgangspunkt i kapitalverdimodellen (CAPM). Modellen måler selskapets risiko ved å måle korrelasjonen av selskapets aksjepris i forhold til endringer i markedet, kjent som beta, β . Nedenfor vil de ulike parameterne i modellen bli estimert, risikofri rente, R_f , beta, β , og markedets risikopremie, $(R_m - R_f)$.

Risikofri rente

”Risikofri rente er en hypotetisk avkastning på et verdipapir eller en portefølje av verdipapirer som ikke har konkurs- eller misligholdrisiko” (Kaldestad & Møller, 2016, s. 156).

Det nærmeste vi kommer risikofrirente er statsobligasjoner. Alle risikable investeringsprosjekter må være i stand til å gi bedre avkastning enn den risikofrie renten. Normalt vil en viktig problemstilling ved valg av risikofri rente være om en skal ta utgangspunkt i korte eller lange statsobligasjoner (Kaldestad & Møller, 2016). Lengden på statsobligasjoner vil ha betydning for avkastningskravet. Det anbefales å benytte 10-årige statsobligasjoner da lange renter er mindre varierende og vil gi et mer stabilt avkastningskrav. I tillegg er selskapet som verdsettes forventet å være “evig” og følgelig vil durasjonen på renten og kontantstrømmen til selskapet passe hverandre bedre.

Tabell 23: Svenske statsobligasjoner (Riksbank.se, 2017).

Periode	SE GVB 2år	SE GVB 5år	SE GVB 7år	SE GVB 10år
2012	0,8888	1,1581	1,3193	1,591
2013	1,0171	1,5637	1,8054	2,121
2014	0,4448	0,9191	1,2385	1,7175
2015	-0,3385	0,1514	0,3887	0,7207
2016	-0,5864	-0,2293	0,0006	0,5307

Finanskrisen og en uvanlig ekspansiv pengepolitikk i ettertiden har ført til at renten ligger på et historisk lavt nivå. Som det fremkommer av tabellen gjelder dette også for Sverige, og ved utgangen av 2016 var den 10-årige statsobligasjonsrenten på 0,5307 %. Ved bruk av denne som grunnlag for risikofri rente mener Koller m.fl. (2015) vi vil få et unormalt lavt avkastningskrav. Det vil oppstå en inkonsistens ved bruk av dagens rentesats på statsobligasjoner og markedsverdien av egenkapitalen. For å overkomme denne inkonsistensen foreslår Koller m.fl. (2015) at en benytter syntetisk risikofri rente. I motsetning til Koller m.fl. (2015) argumenterer Kinserdal (2017) i sin artikkel “*Hva blir avkastningskravet og vekstforventninger når renten er lav?*” at ved en verdsettelse tar kontantstrømmer og andre forutsetninger utgangspunkt i dagens marked. Derfor skal inflasjon og renter gjenspeile markedets forventninger. Videre argumenteres det for at samlet avkastningskrav likevel blir relativt stabilt da andre faktorer vil veie opp for den lave renten. Kinserdal (2017) viser til nyere teori som tilsier at risikopremien varierer over tid og vil være høyere i dårligere tider fordi man tåler mer tap. I tillegg foreslår han at kredittrisikopåslaget bør økes i tider med lave renter da banker vil ta seg bedre betalt for risiko i fremtiden.

I likhet med Koller m.fl. (2015) mener Langset og Syvertsen (2013) i sin artikkel “*a new WACC model in the regulation of the Norwegian electricity network operators*” at de

underliggende komponentene i WACC ble berørt under finanskrisen og ikke lenger reflekterer kravet til kapitalkostnaden. NVE- Norges vassdrag og energidirektorat undersøker derfor flere muligheter for å utvikle en ny WACC model. De mener den største utfordringen er at WACC ikke lenger reflekterer markedssituasjonen blant annet da dagens statsobligasjoner er kunstig lave og ikke reflekterer den sanne risikofrie renten. I modellen foreslår de å bruke en risikofri rente for gjeldskostnaden og en for egenkapitalkostnaden, og endrer den risikofrie renten til en nominell rente ved å legge til gjennomsnittlig inflasjon (Langset & Syvertsen, 2013). Noe som gjenspeiler synet om at statsobligasjoner ikke reflekterer den sanne risikofrie renten fremkommer av en rapport utredet av Pwc.se (2016), hvor flere selskaper har valgt å gå bort fra statsobligasjoner som grunnlag for risikofri rente og heller benytte ”annen rente” (Pwc.se, 2016).

Videre argumenterer Koller m.fl. (2015) at når økonomien returnerer tilbake til historisk nivå vil statsobligasjonene gjøre det samme. I dagens markedssituasjon anbefaler han derfor å bygge en syntetisk rente ved å ta utgangspunkt i langsiktig realrente og legge til forventet inflasjon (Koller m.fl., 2015). Sverige har som nevnt satt i gang en ekspansiv pengepolitikk for å øke inflasjonsnivået. Ifølge Riksbank (2017) skal inflasjonsmålet i begynnelsen av 2019 være på 2 %. Det fremkommer også at fremtidsindikatorerne viser en optimisme både blant hushold og selskaper. De økonomiske utsiktene for Sverige har hatt en positiv trend de siste årene (Riksbank, 2017). På bakgrunn av dette velger vi å følge anbefalingen til Koller m.fl. (2015) og benytter oss av en syntetisk rente, dette for å overkomme inkonsistensen mellom statsobligasjoner og markedsverdien av egenkapital Koller m.fl. (2015).

Realrenten i Sverige er per 27.april 2017 negativ og ligger på -0,5 %, og er ifølge Riksbanken.se (2017) ikke forventet å øke før tidligst i midten av 2018. Ved å benytte oss av den alternative metoden vil vi få en syntetisk rente på realrente -0,5 % + forventet inflasjon 2 % = 1,5 %.

Tabell 24: Forventet inflasjon (Riksbanken.se, 2017).

År	2016	2017	2018	2019
Inflasjon	1,4 %	1,8 %	1,8 %	2,0 %

Vi setter derfor risikofri rente til 1,5 %. Ved å benytte denne metoden får vi en høyere rente enn vi ville fått ved å benytte 10- årlige statsobligasjoner. Likevel er renten fortsatt på et lavt

nivå. Vi har ikke medregnet skatt i den risikofrie renten. Gjesdal og Johnsen (1999) mener en skattejustering vil gi et mer korrekt egenkapitalkrav for børsnoterte selskaper (Gjesdal & Johnsen, 1999). Likevel ser man ofte i praksis bort fra skattejusteringer, spesielt for større børsnoterte selskaper. En av hovedårsakene er at flere av de utenlandske investorene ikke er utsatt for den normale beskatningen nasjonale investorer står ovenfor. En annen årsak er at justering for skatt ikke vil utgjøre en betydelig differanse, særlig i større selskaper. Hovedtyngden av eiere og investorer hos Scandic er svenske, og tilsvarte per 31. desember 71,3 % mens utenlandske eiere og investorer var 28,7 % (Scandichotelsgroup, 2017). Vi har på bakgrunn av dette valgt å ikke skattejustere risikofri rente.

Markedets risikopremie

”Markedets risikopremie er den meravkastningen finansielle investorer i aksjemarkedet forventer å få sammenliknet med den risikofrie renten” (Kaldestad & Møller, 2016, s.166).

Det finnes flere ulike metoder for å estimere markedets risikopremie. Ifølge Koller m.fl. (2015) finnes det ikke en allmenn akseptert metode, men viser til de to mest benyttede. Historisk risikopremie og å estimere en implisitt markedspremie basert på nåværende børskurs (Kaldestad & Møller, 2016; Koller m.fl., 2015). Den første metoden anses som den mest benyttede og er ifølge Kaldestad og Møller (2016) det beste estimatet for fremtiden. Risikopremien i markedet bygger ofte på kalkuleringer av historiske risikopremier (Boye & Meyer, 2008, s. 99). En kan ikke si noe nøyaktig om hva risikopremien på børsen i Stockholm er, og ifølge Gjesdal og Johnsen (1999) vil risikonivået på børsen variere med risikoholdningen til investorene. Ifølge studie utført av PWC har markedets risikopremie hatt en stigende utvikling i Sverige fra 4,1 % i 1998 til 6,5 % i 2016 (pwc.se, 2017).



Figur 11: Markedets risikopremie Sverige (Pwc.se, 2016)

I en undersøkelse utført av Gjesdal og Johnsen (1999) fra 1967-1998 har markedets avkastning på Oslo Børs ligget på 6,2 %. Dette var tilsvarende likt det som var blitt observert i land som Storbritannia, USA og Sverige. Dette nivået er høyere enn det som vil bli forventet som fremtidig normalnivå, og Gjesdal og Johnsen (1999), mener det i fremtiden vil ligge på rundt 5 % for Oslo Børs. Da vi baserer oss på Stockholm Børs velger vi å ta utgangspunkt i rapporten fra Pwc.se (2016), og setter markedspremien til 6,5 %. Dette gir en avkastning i markedet på 6,5 % + 1,5 % = 8 %.

Beta

Beta kan betraktes som et mål på risikoen til den enkelte aksje relativt til aksjemarkedet, og hvor eksponert aksjen er for generell markedsrisiko (Kaldestad & Møller, 2016). Beta er i snitt lik 1, da vil aksjen svinger i takt med markedet. Beta til selskapet fastsettes av aksjekursen relative volatilitet sett i forhold til markedet. Beta kan estimeres matematisk ved å dele kovariansen (samvariasjonen) mellom aksjen og aksjemarkedet, med variansen på aksjemarkedet (Kaldestad & Møller, 2016).

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

Beta kan ikke observeres direkte, og må derfor estimeres. Den mest benyttede metoden for å estimere en bedrifts egenkapitalbeta (råbeta) er markedsmodellen (Koller m.fl., 2015, s.297).

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

Hvor:

R_i = aksjens avkastning

α = skjæringspunkt

R_m = avkastning for markedet

ε = feilledd

Koller m.fl. (2015) anbefaler at en ved beregning av beta benytter femårige månedsobservasjoner, tilsvarende 60 observasjoner. Kortere perioder som daglige eller ukentlig avkastning vil føre til systematisk støy. Dette vil en unngå ved å benytte lengre perioder, noe som er i likhet med anbefalingene til Gjesdal og Johnsen (1999, s. 25).

I CAPM modellen tilsvarer markedsporteføljen alle eiendeler, både de som omsettes og de som ikke omsettes (Koller m.fl., 2015). Siden den sanne markedsporteføljen ikke kan observeres, må det benyttes en proxy. Koller m.fl. (2015) anbefaler at en utenfor USA benytter en verdensindeks, for eksempel MSCI. Koller m.fl. (2015) påpeker likevel at valg av indeks vil ha liten påvirkning på betaestimaten. Det påpekes videre at det ikke bør benyttes lokale indekser, da de fleste land har overvekt av få industrier og selskaper.

Analysen

Siden Scandic kun har vært børsnotert siden desember 2015, er ikke grunnlaget tilstede for å beregne selskapets egenkapitalbeta ved å kun benytte markedsmodellen. Vi har derfor valgt å følge anbefalingen til Kaldestad og Møller (2016) hvor vi beregner industribeta med utgangspunkt i sammenliknbare selskaper, som også er i tråd med anbefalingen til Koller m.fl. (2015). Da det kun er to børsnoterte hotellkjeder i Skandinavia, har vi derfor i tillegg estimert beta til store internasjonale hotellkjeder. Selskapene vi har valgt å regne industribeta på er som følge: Rezidor Hotels Group AB (REZT), Marriot International, Inc (MAR), Hyatt Hotels Corporation (H) og InterContinental Hotels Group PLC (IHG).

Sammenligningsgrunnlaget vil ikke være helt representativt, men vi anser det som beste grunnlag for å beregne Scandics egenkapitalbeta.

Beta for børsnoterte selskaper er oppgitt på ulike børsider, og benyttes disse vet en ikke alltid hvordan de er estimert. En vet heller ikke hvilken indeks som ligger til grunn eller hvilken tidsperiode betaen er estimert på (Kaldestad & Møller, 2016). Vi har derfor valgt å estimere beta selv, ved hjelp av regresjonsanalyse for alle fire selskapene. Egenkapitalbeta for hver av de fire hotellselskapene ble estimert ved hjelp av markedsmodellen. Vi har tatt utgangspunkt i månedlige observasjoner over fem år med bakgrunn i anbefalingene fra flere teoretikere som Kaldestad og Møller (2016); (Koller m.fl., 2015). Datasettene er hentet fra Yahoo Finance, og som markedsproxy benyttet vi anbefalingen fra Koller m.fl. (2015) og tar derfor utgangspunkt i global MSCI, verdensindeks. Dette også på bakgrunn av at våre utvalgte hoteller er børsnotert i USA og London. Videre falt valget på logaritmiske avkastninger for samtlige aksjer, hvor bakgrunnen er endringer i aksjekursen fra dag til dag. Den logaritmiske avkastningen har bakgrunn i MSCI indeksen og aksjene til de respektive selskapene, hvor dagstall er blitt omgjort til månedsdata. Dette gir oss 59 observasjoner for hver variabel til alle selskapene. Ved utførelse av regresjonsanalysen var de ulike hotellene den uavhengige X-

variablen, og MSCI indeksen var den avhengige Y-variablen. Fullstendig oversikt er å finne i vedlegg 8.

Resultater

Ved utregning av industribeta har vi benyttet oss av metoden til Kaldestad og Møller (2016), hvor vi tok utgangspunkt i vårt beste sammenlikningsgrunnlag av selskaper. Identiske selskaper vil ha ulike betaer når gjeldsgraden er forskjellig og betaen vil øke i takt med en økende gjeldsgrad. Det anbefales derfor at sammenlikningen gjøres i tre steg, hvor det justeres for gjeldsgrad (Kaldestad & Møller, 2016, s. 161). Første steg er å identifisere egenkapitalbeta (levered beta) til de sammenliknbare selskapene. Beta til selskapene har vi som nevnt estimert ved hjelp av regresjonsanalyse. Steg to er å konvertere egenkapitalbeta om til forretningsbeta. Forretningsbeta vil si et selskaps beta gitt 100 % egenkapitalfinansiering (Kaldestad & Møller, 2016, s. 161). Forretningsbeta omtales også som “unlevered beta”. Formålet med dette er å korrigere for effekter på bakgrunn av forskjellig finansieringsgrad. Siste steg er å omgjøre forretningsbeta til ny egenkapitalbeta for Scandic (Kaldestad & Møller, 2016).

Matematisk formel for estimering av forretningsbeta:

$$\beta_U = \beta_E * E/EV$$

Hvor:

β_U = Unlevered beta (forretningsbeta)

β_E = Egenkapitalbeta

E = verdi av egenkapital

EV = Enterprise Value (hvor $B_G = 0$ i enterprise value)

Analysen ga oss følgende resultater:

Tabell 25: Egenkapitalbeta

	Rezidor	Intercontinental	Marriot	Hyatt	Snitt
Egenkapitalbeta	1,41	1,24	0,96	1,21	
Egenkapitalandel	74%	92 %	84 %	82 %	
Forretningsbeta	1,05	1,14	0,80	0,99	1,00
Egenkapitalandel Scandic				70,79 %	
Egenkapitalbeta Scandic					1,40

Hotellkjedene har en egenkapitalbeta på et gjennomsnitt over 1 og indikerer at aksjene er mer volatil enn det generelle markedet. Ved bruk av denne metoden ble Scandics egenkapitalbeta estimert til 1,40. Dette vil si at SHOT aksjen teoretisk sett er 50 % mer volatil enn markedet. Generell beta for selskaper ligger i snitt på rundt 1, noe som tilsier at aksjen svinger i takt med aksjemarkedet. For å få en beta nærmere gjennomsnittet kan en ifølge Koller m.fl. (2015, s. 299) foreta en "smoothing" for å justere råbetaestimatet. Vi har valgt å benytte oss av anbefalingen til Koller m.fl. (2015) og foretar en såkalt "Bloomberg" justering av råbeta. Dette vil gi en beta nærmere gjennomsnittet og redusere eventuelle feil i estimatet.

$$\text{Bloomberg justering råbeta} = 1/3 * \beta_{\text{Marked}} + 2/3 * \beta_{\text{Scandic}}$$

$$\beta_{\text{Justert}} = 1/3 * 1 + 2/3 * 1,40$$

$$\beta_{\text{Justert}} = 1,27$$

Etter "Bloombergjustering" var Scandics egenkapitalbeta 1,27. Dette er ifølge Koller m.fl. (2015, s. 299) en såkalt "mean reverting" som betyr at beta har en tendens til å bevege seg mot snittet på 1. Hotellbransjen er i liten grad utsatt for risiko, men Scandics beta er mer volatil enn det generelle markedet. Det må i tillegg legges til grunn at noen aksjer reagerer mer på risiko enn andre, og følgelig vil markedsrelatert risiko være forskjellig fra aksje til aksje (Boye & Meyer, 2008).

Avkastningskrav til egenkapitalen

Da alle parameterne som inngår i kapitalverdimodellen er estimert, kan avkastningskravet til egenkapitalen etter skatt nå beregnes ved hjelp av følgende matematiske formel:

$$E(R_i) = r_f + \beta_i (E(R_m) - r_f)$$

$$E(R_i) = 1,50\% + 1,27 (6,5\%)$$

$$E(R_i) = 9,75\%$$

5.2.1 Avkastningskrav gjeld

Gjeld vil ofte inneholde en kontraktsforpliktende nominell kostnad som defineres av de avtalte lånerentene (Gjesdal & Johnsen, 1999). Unntatt ved enkelte typer statlig forretningsvirksomhet vil det alltid være en risiko knyttet til et selskaps gjeld. Kreditor er risikoavers, og vil følgelig ta høyde for å tape renter og avdrag. Det er uenigheter blant

akademikere om en kan benytte den nominelle lånerenten ved kravsetting av gjeld. Gjesdal og Johnsen (1999) mener den nominelle lånerenten ikke uttrykker kreditorens forventede avkastning, og derfor heller ikke selskapets reelle gjeldskostnad (Gjesdal & Johnsen, 1999). Lånerenten skal representere kreditors avkastningskrav, og derfor beregnes som:

$$\text{lånerente} = \text{statsrente} + \text{risikopremie (RP)} + \text{tapstillegg (FT)} + \text{administrasjonskostnader (AK)}.$$

I lånerenten er det ment at tapstillegget skal dekke forventede årlige misligholdstap, i prinsippet beregnes denne som et sannsynlighetsveiet snitt av mulige rente-og avdragstap. Risikopremien skal kompensere for konjunktorell, ikke-diversifiserbar variasjon i sannsynlighet for og størrelse av misligholds tap for kreditor. Likevel benyttes alltid nominell lånerente og ikke kreditors forventede avkastning ved beregning av gjeldskostnaden (Gjesdal & Johnsen, 1999). Årsaken til dette er at det er komplisert å beregne tapstillegget. Utgangspunktet bør derfor være selskapets gjeldsrente. Denne bør justeres dersom den historiske lånerenten er spesielt høy eller lav sammenliknet med dagens nivå (Gjesdal & Johnsen, 1999). Ifølge Kaldestad og Møller (2016) kan selskapets lånerente av praktiske årsaker normalt benyttes da WACC anvendes til å neddiskontere fri kontantstrøm, og sjelden justeres for kreditors forventede tap. Boye og Meyer (2008) mener at långiverens avkastningskrav er reflektert i lånerenten og gjennomsnittlig lånerenter kan derfor benyttes som långiverens avkastningskrav. Eventuelt også risikofri gjeld tillagt et risikotillegg (Boye & Meyer, 2008). Da egenkapitalen beregnes til markedsverdi må også lånekapitalen beregnes til markedsverdi. Har selskapets lån flytende renter vil normalt markedsverdien av lånet være likt pålydende lånebeløp. En skal kun se på rentebærende gjeld da man ved beregningen av kontantoverskuddene til totalkapitalen tar hensyn til endringer i den driftsrelaterte gjelden (Boye & Meyer, 2008). Normalt er begrepet "gjeldskostnad" et veid gjennomsnitt av alle komponenter i netto finansielle forpliktelser (Penman, 2013).

Selskapet har lån i flere land. De fleste lånene er i svensk valuta, men noen er også i norsk valuta og euro. I regnskapet er ikke lånerenten til deres respektive lån oppgitt. For å komme fram til lånerenten vil vi derfor beregne gjennomsnittlig historisk rentekostnad på Scandics finansielle forpliktelser. Benytter omgruppert balanse, presentert i kapittel 4. Selskapets finanspolicy (etablert 2015) sier at 25-75 % av selskapets lån må være til fast rente. Selskapet tar vanligvis langsiktige lån til variabel rente og konvertere dem til fast rente ved bruk av

“renteswap”. I årsregnskapet framkommer rapporterte rentekostnader av finanskostnadene. Disse er bakgrunnen for utregningen av gjeldskostnadens rentebetalinger sammen med den rentebærende gjelden.

Gjeldskostnad = rentekostnader/ rentebærende gjeld = Rentekostnader/ finansiell gjeld

Tabell 26: Beregning av gjeldskostnad

	2012	2013	2014	2015	2016
Sum rentekostnader	437,1	330,6	424,3	324	115
Sum finansiell gjeld	5152,3	5354,6	7231,2	5115,3	4324
Kostnad finansiell gjeld	8,48 %	6,17 %	5,87 %	6,33 %	3,06 %
Gjennomsnitt	5,90 %				
Justert for skatt	4,60 %				

Det kan diskuteres hvorvidt historisk kostnad på finansielle forpliktelser vil være representativ for framtiden, men anser dette som beste utgangspunktet for beregning av gjeldskostnaden. Renten er justert for skatt.

5.2.2 Markedsverdi på gjeld og egenkapital

Før vi kan beregne avkastningskravet til total kapitalen må vi vurdere hvilke vekter vi skal benytte for egenkapital og gjeld. Det er ikke relevant å benytte vektene i årsregnskapet, da en bør benytte markedsverdi på egenkapital og gjeld (Koller m.fl., 2015). Da vi har liten informasjon om selskapets målsatte kapitalstruktur vil vi ta utgangspunkt i dagens verdi. Kaldestad og Møller (2016) fastslår dette som et godt utgangspunkt for beregning av markedsverdien. Normalt vil markedsverdien for egenkapital variere fra bokført verdi. En fin metode ved beregning av selskapets egenkapital til markedsverdi er å multiplisere dagens aksjekurs med antall utstedte aksjer. Per 27. April 2017 var aksjekursen på 101,75 SEK. Totalt antall utstedte aksjer er 102 985 075.

$$E = 102\,985\,075 \times 101,75 \text{ SEK} \cong 10\,478\,731\,381$$

Selskapet har gjeld med både fast-og variabel rente, gjeldskravet er derfor komplisert å beregne. Det er heller ikke tilstrekkelig informasjon i selskapets noter angående verdien på den finansielle gjelden. På bakgrunn av dette forutsetter vi at markedsverdi av gjeld tilsvarer bokført verdi. Markedsverdien er følgende:

$$D = 4\,324\,000\,000$$

Markedsverdien på totalkapitalen blir da:

$$V = E + D$$

$$V = 10\,478\,731\,381 + 4\,324\,000\,000 = 14\,802\,731\,381$$

Kapitalstrukturen vi vil benytte i WACC blir følgende:

$$\frac{E}{V} = \frac{10\,478\,731\,381}{14\,802\,731\,381} = 70,79 \%$$

$$\frac{D}{V} = \frac{4\,324\,000\,000}{14\,802\,731\,381} = 29,21 \%$$

5.2.3 Utregning av WACC

Da alle parameterne vi behøver for å regne ut avkastningskravet er estimert, kan vi sette det inn i følgende formel:

$$WACC = \frac{D}{V}k_d(1 - T_m) + \frac{E}{V}k_e$$

$$WACC = (29,21 \% * 4,60 \% * (1 - 22\%)) + (70,79 \% * 9,75 \%)$$

$$WACC = 7,95 \%$$

Dette tilsvarer et estimert avkastningskrav til totalkapitalen for Scandic på 7,95 %. Dette vil bli videre benyttet som utgangspunkt for diskonteringsrente og til ytterligere beregninger av den frie kontantstrømmen. Det er imidlertid verdt å merke seg at det er stor usikkerhet knyttet til avkastningskravets størrelse, da det ligger en del skjønsmessige vurderinger bak.

5.3 Verdiberegning

I dette kapitlet vil vi estimere verdien av Scandics egenkapital. Verdien vil estimeres med bakgrunn i regnskapsanalysen og den strategiske analysen benyttet for å prognostisere selskapets fremtidige regnskap og frie kontantstrøm.

5.3.1 Diskontert fri kontantstrøm

Innledningsvis ble diskontert fri kontantstrøm presentert som valgt verdsettelsesmetode og metoden ble grundig gjennomgått i kapittel 3. Vi vil derfor ikke gå i detalj på hvordan metoden fungerer. For å estimere verdien til egenkapitalen er første steg å diskontere selskapets frie kontantstrøm i prognoseperioden med selskapets beregnede avkastningskrav.

Tabell 27: Diskontert fri kontantstrøm i prognoseperioden

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
EBIT	976	917	971	1111	1320	1509	1546
Skattekostnad	215	202	214	244	290	332	340
NOPLAT	761	715	758	867	1029	1177	1206
Endring i arbeidskapital	-220	153	12	11	10	8	6,4
Endring netto driftsrelaterte anleggsmidler	532	170	124	117	76	82	55
Endring driftsrelatert gjeld(lojalitetsprogram)	204	27	7	23	9	10	3
Netto endring investert kapital	107	297	129	105	78	80	58
Fri kontantstrøm (FCF)	654	419	629	762	952	1 096	903
Diskonteringsfaktor		0,93	0,86	0,79	0,74	0,68	
Diskontert fri kontantstrøm		388	540	605	701	748	

Ovenfor fremkommer verdien av selskapets diskonterte frie kontantstrøm i prognoseperioden. Summen av nåverdi fri kontantstrøm er 2982 MSEK. Vi vil med utgangspunkt i nåverdien estimere og diskontere terminalverdien. Vi forutsetter en prognostisert vekst i NOPLAT på 2,5 % på bakgrunn av utvikling i BNP og selskapets egen strategi. Tidligere ble ROIC estimert til 9,95 %, vi forutsetter RONIC=ROIC. RONIC settes dermed lik 9,95 %. På bakgrunn av dette kan vi beregne terminalverdien.

$$Terminalverdi_t = \frac{NOPLAT_{t+1} \left(1 - \frac{g}{RONIC}\right)}{WACC - g}$$

$$Terminalverdi_{2022} = \frac{1206 \left(1 - \frac{2,5\%}{9,95\%}\right)}{7,95\% - 2,5\%} = 16569$$

Som nevnt i kapittel 3 må nåverdi av fri kontantstrøm og terminalverdi midtårsjusteres da de frie kontantstrømmene kommer gjennom hele året og ikke kun ved årets slutt. Dette gjennomføres ved å justere verdien opp med et halvt år.

$$\text{Midtårsjustering} = (\text{Nåverdi FCF} + \text{nåverdi terminalverdi}) * [(1 + \text{WACC})^{0,5} - 1]$$

$$\text{Midtårsjustering} = (2982 + 11303) * [(1 + 7,95)^{0,5} - 1] = 557$$

For å komme fram til verdien på egenkapitalen må vi legge til finansielle eiendeler og trekke fra finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Verdi per aksje kan estimeres ved å dividere på antall utstedte aksjer.

Tabell 28: Verdi per aksje

Nåverdi fri kontantstrøm	2982
NV TV	11303
Midtårsjustering	557
Verdi av driften	14842
Ikke driftsmessige eiendeler	1111
EV	15953
Finansiell gjeld	5435
Minoritetsinteresser	31
Verdi egenkapital	10487
Utstedte aksjer	103
Verdi per aksje	101,83

Den diskonterte frie kontantstrømmen resulterte i en verdi av egenkapitalen på 10 487 MSEK og en verdi per aksje på 101,83 SEK. Dette viser til at det ikke er en stor forskjell fra aksjens markedsverdi, da aksjekursen per 27.april 2017 var 101,75 SEK.

5.4 Alternative verdivurderingsmetoder

Ifølge Boye og Meyer (2008) er det stor usikkerhet relatert til verdiberegninger. En bør derfor foreta en rimelighetsvurdering av den estimerte verdien, noe som kan gjøres ved å benytte alternative verdivurderingsmetoder. På bakgrunn av dette vil vi anvende økonomisk profitt metoden (superprofitt) og markedsbaserte metoder, som er en form for komparativ verdsettelse. Vi har valgt å sammenligne med selskapene anvendt ved beregning av industribeta.

5.4.1 Økonomisk profitt

Metoden er presentert i kapittel 3 og vil derfor ikke bli beskrevet i detalj. Økonomisk profitt skal som nevnt ved riktig utførelse gi samme resultat som DCF. I motsetning til DCF-metoden tar økonomisk profitt hensyn til alternativkostnaden ved den investerte kapitalen +/- nåverdien av mer/mindreavkastningen kapitalen genererer (Kaldestad & Møller, 2016). Meravkastningen vil representere superprofitt.

Tabell 29: Økonomisk profitt

Investert kapital 2016	11427
Nåverdi økonomisk profitt	-181
Nåverdi terminalverdi	3039
Midtårsjusteringsfaktor	557
Verdi av drift	14842
Ikke driftsmessige eiendeler	1111
EV	15952
Finansiell gjeld	5435
Minoritetsinteresser	31
Verdi egenkapital	10487
Utstedte aksjer	103
Verdi per aksje	101,83

Nåverdi økonomisk profitt er negativ og selskapet vil ikke oppnå superprofitt før i 2020, først da vil selskapet skape mer verdi. Dette innebærer at selskapet ikke tjener mer enn kapitalkostnaden i denne perioden. Til grunn for verdsettelsen har vi benyttet prognostisert ROIC og det estimerte avkastningskravet. Sammenlignet med DCF ligger kun en liten andel av verdien i nåverdi terminalverdi. Som vi ser gir økonomisk profitt-metoden og DCF-metoden identiske resultater og resulterte i en verdi per aksje på 101,83 SEK. Se fullstendig utregning i vedlegg 7.

5.4.2 Markedsbasert verdsettelse- relativ prising

Price-to-Book (P/B)

Pris-bok multiplikatoren beregnes ved å dividere børsverdien, P, på selskapets balanseførte egenkapitalverdi, B. Tabellen under illustrerer pris-bok verdien til de ulike hotellkjedene.

Tabell 30: Price-to-Book

P/B	Rezidor	Marriot	Intercontinental	Hyatt	Gjennomsnitt	Scandic
31.12.16	2,26	5,50	1,88	1,88	2,88	1,45

Tabellen viser relativ stor differanse mellom P/B forholdet til de ulike hotellkjedene. Dette gjelder særlig Marriot, som har et P/B forhold på 5,50, høyt over gjennomsnittet på 2,88. Scandic er hotellselskapet med lavest P/B verdi på 1,45. Dette kan videre tolkes slik at markedet har større forventninger til de andre hotellselskapene enn Scandic. Følgelig vil dette gi en høyere verdi per aksje enn vi fant ved beregning av DCF- metoden.

Tabell P/B verdiestimat

Tabell 31: Price-to-Book verdiestimat

P/B	31.12.16
Multiplikator	2,88
x Verdidriver bokført verdi EK	7103
= Verdi egenkapital	20456,64
Antall utestående aksjer	103
Verdi per aksje	198,63

Ved å benytte multiplikatoren for gjennomsnittet, og deretter å gange med Scandics bokført verdi av egenkapitalen blir verdi per aksje estimert til 198,63 SEK. Noe som tilsvarer en økning i aksjepris på 96,88 SEK. Multiplikatoren benyttet ved beregning av egenkapitalen er nesten dobbelt så stor som Scandics P/B multiplikator. Følgelig antar vi denne verdsettelsesmetoden som lite representativ ved verdiberegning av Scandic.

Price-to- Earnings (P/E)

Price-to Earnings er selskapets børsverdi, P, dividert på selskapets inntjening (resultat etter skatt) per 31.12.2016. P/E multiplen blir ansett som den mest anvendte metoden innen relativ prising. En ulempe med metoden er at den forutsetter sammenliknbare selskaper, noe som i praksis er vanskelig. En baserer seg derfor ofte på grove sammenlikninger Kaldestad og Møller (2016, s. 31). Multiplikatorene for hotellkjedene er som følge:

Tabell 32: Price-to-Earning

P/E	Rezidor	Marriot	Intercontinental	Hyatt	Gjennomsnitt	Scandic
31.12.16	22,44	29,4	27,31	36,98	29,03	11,88

I likhet med P/B multiplenen ser vi at Scandic befinner seg langt under gjennomsnittet. Gjennomsnittlig multiplikator ved beregning av egenkapitalen vil derfor ikke gi et realistisk bilde av Scandics verdi. De andre hotellkjedene vil handles til en høyere multiplene enn Scandic. Følgelig vil dette gi et høyt verdiestimat:

Tabell 33: Price-to-Earning verdiestimat

P/E	31.12.16
Multiplikator	29,03
x Verdidriver årsresultat	882
= Verdi egenkapital	25607
Antall utestående aksjer	103
Verdi per aksje	249

Verdiestimatet er blitt betydelig høyere ved bruk av denne metoden enn ved DCF og P/B. En av grunnene er den høye multiplikatoren som benyttes. Dette kan begrunnes i vårt utvalg av børsnoterte hotellkjeder, disse er svært ulik i størrelse, kapitalstruktur, virksomhetsområde-og modell. En sammenlikning med disse hotellkjedene vil derfor ikke gi en realistisk verdi.

Enterprise Value-to-EBITDA (EV/EBITDA)

Denne multiplikatoren er foretrukket og er i følge Koller m.fl. (2015) mye brukt da den er uavhengig av kapitalstruktur og kun måler selskapets driftsrelaterte prestasjoner. Her sammenliknes det mellom enterpriseverdien til selskapet delt på resultatet før rente, skatt, avskrivninger og nedskrivninger. Nedenfor presenteres en oversikt over EV/EBITDA multiplene for våre utvalgte selskaper.

Tabell 34: EV/EBITDA multipler

EV/EBITDA	Rezidor	Marriot	Intercontinental	Hyatt	Gjennomsnitt	Scandic
31.12.16	4,93	14,5	14,2	10,52	11,0375	8,28

Denne metoden viser mer stabile multiplikatorer sammenlignet med tidligere presenterte metoder. Ved å benytte gjennomsnittet for EV/EBITDA multiplikatoren som verdidriver ga det oss følgende verdiestimat.

Tabell EV/EBITDA verdiestimat

Tabell 35: EV/EBITDA verdiestimat

EV/EBITDA	31.12.16
Multiplikator	11,0375
x Verdidriver EBITDA	976
= Verdi egenkapital	10773
Antall utestående aksjer	103
Verdi per aksje	105

Verdiestimatet som framkommer ved bruk av denne metoden er relativ lik verdi per aksje ved bruk av DCF-metoden. Dette er i tråd med hva Koller m.fl. (2015) hevder, da denne metoden skal gi en mer realistisk verdi enn eksempelvis P/B og P/E.

5.5 Sensitivitetsanalyse

Da vår analyse for fremtiden er basert på en rekke forutsetninger er det en del usikkerheter knyttet til verdiestimatet. Som avsluttende del av verdsettelsesprosessen vil vi derfor foreta en sensitivitetsanalyse. I følge Boye og Meyer (2008) går dette ut på å vurdere usikkerheten knyttet til estimert verdi. Vi vil derfor endre de mest kritiske faktorene i positiv og negativ retning for å undersøke hvilken påvirkning det vil ha på verdien. Vi har valgt å foreta tre ulike analyser; endring i NOPLAT, endring i WACC og ROIC, og endring i WACC og langsiktig vekst.

5.5.1 Endring i NOPLAT

Det framtidige estimatet av NOPLAT er av stor betydning for Scandics verdi. Det vil derfor være relevant å undersøke hvordan verdiestimatet påvirkes av endringer i NOPLAT. Utvikling i losjiiinntekt samt restaurant- og konferanseinntekter og økninger i kostnader som personalkostnader og leiekostnader, er de mest kritiske variablene for endring i NOPLAT. Da utviklingen i kostnadsposter er knyttet til utviklingen i inntekter vil vi kun studere endringer i NOPLAT som helhet. Derfor vil vi ikke utføre en individuell analyse av inntekter og

kostnader for prognoseperioden. Endringen i NOPLAT vil derfor representere endringer i både økte og reduserte inntekter og kostnader.

Tabell 36: Endring i NOPLAT

NOPLAT	Verdi egenkapital	Verdi per aksje
20 %	12836	124,64
15 %	12248	118,93
10 %	11661	113,23
5 %	11074	107,53
Budsjettert	10 487	101,83
-5 %	9900	96,13
-10 %	9313	90,43
-15 %	8725	84,72
-20 %	8138	79,02

En endring i NOPLAT på +/-20% vil gi en økning/nedgang i aksjeprisen på 22,81 SEK. En nedgang i NOPLAT på 20% vil resultere i en aksjepris på 79,02 SEK mens en økning i NOPLAT vil resultere i en pris per aksje på 124,64 SEK. Vi anser at en endring på 5-10% vil være realistisk for utviklingen til Scandic.

5.5.2 Endring i WACC og ROIC

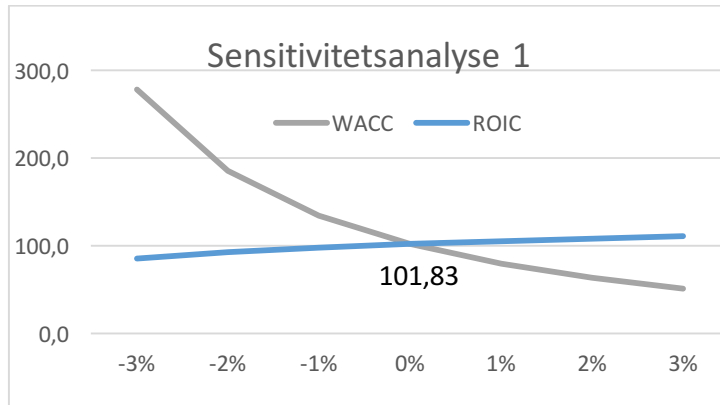
I denne analysen vil vi undersøke hvordan verdien per aksje påvirkes av endringer i WACC og fremtidig ROIC. Fremtidig ROIC er prognostisert til 9,95 %. I tabellen er ROIC og WACC endret med +/- 1 % poeng. Tabellen nedenfor oppsummerer resultatet:

Tabell 37: Endring i WACC og ROIC

		WACC						
		4,95 %	5,95 %	6,95 %	7,95 %	8,95 %	9,95 %	10,95 %
ROIC	6,95 %	236,5	157,0	113,1	85,3	66,1	52,0	41,2
	7,95 %	253,9	168,8	121,9	92,2	71,7	56,6	45,1
	8,95 %	267,5	178,0	128,8	97,6	76,0	60,2	48,2
	9,95 %	278,3	185,4	134,2	101,83	79,5	63,1	50,6
	10,95 %	287,1	191,4	138,7	105,3	82,3	65,5	52,6
	11,95 %	294,4	196,4	142,4	108,2	84,7	67,4	54,3
	12,95 %	300,6	200,6	145,5	110,7	86,7	69,1	55,7

Vi ser av forholdet mellom WACC og ROIC at den mest kritiske faktoren er WACC. Det mest positive scenarioet gir oss en pris per aksje på 300,6. Dette ved en ROIC på 12,95 % og en WACC på 4,95%. Det minst positive scenarioet er 41,2 SEK per aksje, med en ROIC på

6,95 % og en WACC på 10,95 %. Som vi ser av tabellen vil en lav WACC og en høy ROIC gi en høy verdi. I tillegg ser vi at når WACC er høyere enn ROIC vil verdi ødelegges og ikke skapes.



Figur 12: Sensitivitetsanalyse 1

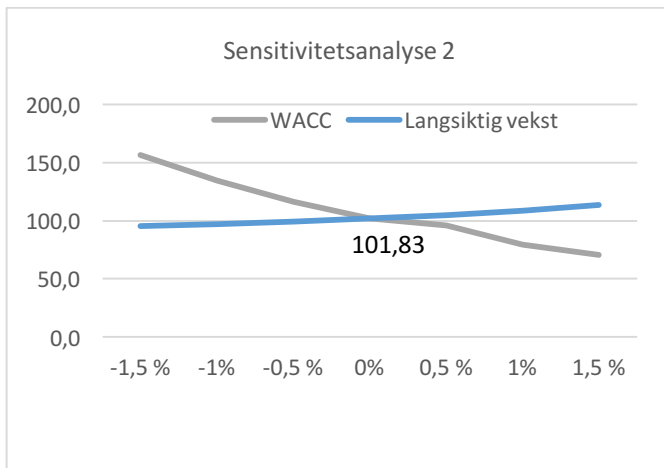
5.5.3 Endring i WACC og langsiktig vekst

Analysen er knyttet til parallelle endringer i WACC og langsiktig vekst. I vår prognose har vi antatt en fremtidig vekst på 2,5 % en WACC på 7,95 % og benytter dette som våre basisestimat. Tabellen nedenfor fremstiller hva som vil skje med selskapets verdi dersom WACC og langsiktig vekst blir endret med 0,5 % poeng, i positiv og negativ retning.

Tabell 38: Endring i WACC og langsiktig vekst

		WACC						
		6,45 %	6,95 %	7,45 %	7,95 %	8,45 %	8,95 %	9,45 %
Langsiktig vekst	1,00 %	134,9	119,4	106,4	95,2	91,8	77,1	69,7
	1,50 %	140,7	123,5	109,2	97,1	93,0	77,8	70,0
	2,00 %	147,7	128,3	112,4	99,3	94,4	78,6	70,3
	2,50 %	156,6	134,2	116,4	101,83	96,0	79,5	70,7
	3,00 %	168,0	141,6	121,2	104,9	97,9	80,5	71,1
	3,50 %	183,2	151,2	127,3	108,7	100,1	81,7	71,6
	4,00 %	204,8	164,0	135,1	113,5	102,9	83,2	72,3

Det kommer tydelig frem at aksjeprisen ikke er spesielt følsom for en endring i vekst. Da en økning i vekst med 1,5 % kun tilsvarte omtrentlig 10 % økning i aksjeprisen. I likhet med analysen av ROIC og WACC, ser vi at endring i WACC har størst påvirkning på verdiesstimatet. En økning i vekst vil derfor ikke ha en stor påvirkning på et selskaps verdi.



Figur 13: Sensitivitetsanalyse 2

Av sensitivitetsanalysene framkommer det at den mest kritiske faktoren til verdiendring er WACC.

6 Diskusjon og konklusjon

Formålet med oppgaven var å estimere den fundamentale verdien til Scandic Hotels AB.

“Hva er verdien på selskapet Scandic Hotels AB?”

Som rammeverk for studien har vi valgt å benytte oss av fundamental verdsettelse, hvor diskontert fri kontantstrøm ble benyttet som grunnleggende metode, mer spesifikt totalkapitalmetoden. Økonomisk profitt-metoden ble benyttet for å kvalitetssikre verdierestimatet og metoder innen relativ prising ble benyttet som ett supplement. Utredningen har vist flere interessante funn.

Ved hjelp av strategisk og regnskapsmessig analyse har vi identifisert nøkkelfaktorer som vil ha betydning for verdiskapningen til Scandic og bransjen. Hotellbransjen betegnes som en lite lønnsom bransje, noe vi fikk bekreftet gjennom regnskapsanalysen som viste at bransjen er preget av høye kostnader relativt til inntektene. Til tross for at bransjen er preget av stor konkurranse og anses som lite lønnsom, har Scandic klart å øke driftsmarginene og viser en positiv økonomisk utvikling. Selskapet har i tillegg strategiske fordeler innenfor humankapital, stordriftsfordeler, merkevare-og omdømme. Virksomhetsmodellen og felles plattform bidrar til fleksibilitet og gjør selskapet mer tilpasningsdyktig, ved for eksempel teknologiske og strukturelle endringer. Lønnsomheten forventes derfor å øke i fremtiden. Veksten i hotellbransjen preges i stor grad av utviklingen i økonomien. Forventet positiv utvikling i økonomien vil følgelig føre til en positiv utvikling for Scandic. Dette vil kunne utjevne den sterke rivaliseringen i bransjen.

På bakgrunn av strategisk- og regnskapsmessig analyse utviklet vi en prognose av fremtidig regnskap. Basert på analysene og forutsetningene beregnet vi verdi ved hjelp av ulike verdsettelsesmetoder, som ga oss følgende estimat:

Tabell 39: Verdiestimat med ulike metoder

Metode	Verdi egenkapital	Verdi per aksje	Verdi per 27.april 2017
Fundamental			101,75
DCF	10 487	101,83	
Økonomisk profitt	10 487	101,83	
Komparativ			101,75
P/B	20456	198,6	
P/E	25607	249	
EV/EBITDA	10773	105	

Ved bruk av DCF-metoden ble verdien av egenkapitalen til Scandic Hotels AB per 27. April 2017 estimert til 10 487 MSEK som tilsvarer en verdi per aksje på 101,83 SEK. På verdsettelsestidspunktet ble aksjen handlet for 101,75 SEK.

Ved å benytte ulike komparative metoder fikk vi stor spredning i verdiestimatet. Fra en P/E verdi på 249 SEK per aksje til en DCF verdi på 101,83 SEK. Fokuserer man på selskapsverdi og ikke markedspris vil vi få et noe mindre intervall, da EV/EBITDA verdien er på 105 SEK. Verdiberegningene viste store intervaller, spesielt ved bruk av P/B og P/E. Dette kan videre begrunnes i at metodene baserer seg på sammenligning av "like" selskaper. Bruk av store utenlandske børsnoterte selskaper vil derfor ikke gi et korrekt sammenligningsgrunnlag. Av vår utredning fremkom det at mer komparative selskaper ville vært nordiske hotellkjeder, med tanke på størrelse og drift. Noe som ikke lar seg gjøre da det er få børsnoterte hotellkjeder i Norden. En kvalitetssikring av verdiestimatet gjennom økonomisk profitt metoden ga oss identisk resultat med DCF- metoden. Kvalitetssikringen kan indikere at vi har lagt gode forutsetninger til grunn. Av økonomisk profitt- metoden fremkom det at selskapet vil tjene superprofitt fra år 2020.

Selskapets aksjekurs har hatt en jevn stigning fra børsnoteringen og fram til februar 2017, hvor aksjen øker kraftig i verdi. I perioden februar- april 2017 har aksjekursen hatt en økning fra 80 SEK til 101,75 SEK. Noe som er den største økningen i aksjekurs blant globale børsnoterte hotellkjeder. Denne økningen var i samme tidsperiode som selskapet presenterte "year end report" for 2016, hvor de kunne vise til gode resultater.

Gjennom sensitivitetsanalysen fremkom det at verdierestimatet er mest følsom for endringer i WACC og små endringer vil gi store utslag ved verdiberegningen av selskapet.

En av parameterne i WACC som spesielt skaper usikkerhet ved verdierestimatet er risikofri rente. Ved beregning av avkastningskravet ble flere teoretiske forutsetninger lagt til grunn, særlig ved estimering av risikofri rente. Da dagens økonomiske situasjon i Norden og Europa har ført til historisk lave renter, valgte vi å ta utgangspunkt i en syntetisk risikofri rente fremfor 10 årlige statsobligasjoner. Avkastningskravet ble med bakgrunn i dette beregnet til 7,95 %.

Basert på vår strategiske og regnskapsmessige analyse fremkommer det at selskapet har etablert et godt grunnlag for videre utvikling og drift. Det er tydelig at selskapet har utarbeidet en strategi, fulgt den og lykkes. Med bakgrunn i Scandics vekst, solide driftsresultat og økt lønnsomhet de to siste årene antar vi markedet har forventninger til selskapets videre vekst og drift.

På bakgrunn av diskusjonen ovenfor mener vi vårt verdierestimat på 101,83 SEK per aksje gir et riktig bilde av verdien på selskapet, da aksjen på verdsettelsestidspunktet handles for 101,75 SEK. Vårt fundamentale verdierestimat er kun 0,8 SEK høyere enn børskursen. Vi mener derfor markedet har realistiske forventninger til selskapets fremtidige inntjening.

Referanseliste

- Andersson, T. (2014). Norgeshistoriens største omprofileringsprosess. Hentet fra <http://travelnews.no/nyheter/hotell/norgeshistoriens-storste-omprofileringsprosess-hotellbransjen/>
- Boye, K., & Meyer, C. B. (2008). *Fusjoner og oppkjøp* ([Rev. utg.]. utg.). Oslo: Cappelen akademisk.
- Dahl, G. A., & Boye, K. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis* ([Ny utg.]. utg.). Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Gjesdal, F. (2007). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi & finans*, 24(02), 3-17.
- Gjesdal, F., & Johnsen, T. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Hitt, M. A., Ireland, R. D., & Hoskisson, R. E. (2009). *Strategic management : competitiveness and globalization : concepts & cases* (8th ed. utg.). Mason, Ohio: South-Western Cengage Learning.
- Hodari, D., & Larsen, S. S. (2015). The more things stay the same, the more things change. Hentet fra <https://www.hospitalitynet.org/opinion/4072814.html>
- Johnson, G. (2014). *Exploring strategy : [text & cases]* (10th ed. utg.). Harlow: Pearson.
- Johnson, G., Scholes, K., & Whittington, R. (2008). *Exploring corporate strategy* (8th utg.). Harlow: FT Prentice Hall.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering : teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2. utg. utg.). Bergen: Fagbokforl.
- Kaldestad, Y., Møller, B., & Den Norske, r. (2011). *Verdivurdering : teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Oslo: Revisorforeningen.no.
- Kinserdal, A. (2005). *Finansiell rapportering og analyse = Financial reporting and analysis* (13. utg. utg. Financial reporting and analysis). Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Kinserdal, F. (2017). Hva blir avkastningskravet og vekstforventninger når renten er lav? , 16-19. Hentet fra <https://www.magma.no/hva-blir-avkastningskrav-og-vekstforventninger-nar-renten-er-lav>
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Valuation : measuring and managing the value of companies* (6th ed. utg.). Hoboken, N.J: Wiley.

- Oskam, J., & Boswijk, A. (2016). Airbnb: the future of networked hospitality businesses. *Journal of Tourism Futures*, 2(1), 22-42 %@ 2055-5911.
- Penman, S. H. (2013). *Financial statement analysis and security valuation* (5th ed., International ed. utg.). New York: McGraw-Hill.
- Porter, M. E. (2008). The five competitive forces that shape strategy.
- Porter, M. E., & Bureid, G. (1987). *Konkurransestrategi* (Competitive strategy). Oslo: TANO.
- Porter, M. E., & Kolstad, H. (1992). *Konkurransefortrinn* (Competitive advantage). Oslo: Tano.

Internettkilder

- Airbnb.no. (2017). *About us*. Hentet 02.02.2017 fra <https://www.airbnb.no/about/about-us>
- Arp-hansen.com. (2017). *Om oss*. Hentet 09.02.2017 fra <https://www.arp-hansen-kobenhavn.com/om-arp-hansen-hotel-group/historie/>
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of management*, 17(1), 99-120 %@ 0149-2063.
- Bestwestern.no. (2016). *Hotellkategorier*. Hentet 09.02.2017 fra <http://www.bestwestern.no/hotellkategorier.aspx>
- Comwell.dk. (2017). *Om oss*. Hentet 09.02.2017 fra <https://www.comwell.dk/om-comwell/>
- Dnb.no. (2016), *DNB Markets Economic Outlook 2017* (Hentet fra https://www.dnb.no/portalfront/nedlast/no/markets/analyser-rapporter/norske/macro-global/161205_Economic_Outlook_2017.pdf)
- Dors.dk. (2016), *Dansk Økonomi Forår 2016*. København, Danmark. Hentet fra <https://www.dors.dk/files/media/rapporter/2016/F16/f16.pdf>
- E24.no. (2014). *Scandic kjøper Rica Hotels*. Hentet 20.01.17 fra <http://e24.no/naeringsliv/scandic-kjoeper-rica-hotels/22760296>
- E24.no. (2016). *Norsk næringsliv er i vekst*. Hentet 05.01.2017 fra <http://e24.no/naeringsliv/reiseliv/norsk-reiselivsnaering-er-i-vekst-haaper-det-ikke-bare-er-en-valutaeffekt-men-en-trend/23862664>
- Gress.no. (2016). *Medlemmer-Scandic Hotels*. Hentet 20.01.2017 fra <http://gress.no/medlemmer/scandic-hotels/>
- Guttentag, D. (2015). Airbnb: disruptive innovation and the rise of an informal tourism accommodation sector. *Current issues in Tourism*, 18(12), 1192-1217 %@ 1368-3500.

- Haugen, S. O. (2016). De viktigste tallene i statsbudsjettet. Hentet fra <http://www.hegner.no/Nyheter/Politikk/2016/10/De-viktigste-tallene-i-statsbudsjettet-2017>
- Hospitalityawards.com. (2016). *The winners*. Hentet 09.02.2017 fra <http://hospitalityawards.com/en/the-winners/hospitality-awards/2014/grand-prix-hospitality-on-2014/restel-hotel-group/>
- IFRIC13. (2016). *International financial reporting Interpretations Committee*. Hentet fra <https://www.iasplus.com/en-gb/standards/ifric/ifric13>.
- Imf.org. (2016). *MF Executive Board Concludes 2016 Article IV Consultation with Finland*. Hentet fra <http://www.imf.org/en/News/Articles/2016/12/07/PR16543-Finland-IMF-Executive-Board-Concludes-2016-Article-IV-Consultation>
- Iversen, E. K., Jakobsen, E. W., & Holmen, R. B. (*Produktivitet i norsk reiseliv- Interne og eksterne stordriftsfordeler gir produktivitetsvekst*). Hentet fra <https://www.nhoreiseliv.no/contentassets/fb8d472669eb46dabc943d37ac8f84c0/072015-40-menon-produktivitetsrapport.pdf>
- Lovomårsregnskap. (2017). *Lov om regnskapsdata m.v (regnskapsloven)*. Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1998-07-17-56 - KAPITTEL 4>.
- Nordicchoicehotels.no. (2016b). *State of Nordic Choice Hotels*. Oslo: Nordic Choice Hotels. Hentet fra <http://annualreport.choice.no/>.
- pwc.se. (2017), *Riskpremiestudien 2017* (Hentet fra <https://www.pwc.se/sv/pdf-reports/corporate-finance/riskpremiestudien-2017.pdf>
- Regelhjelp.no. (2016). *Hotell og restaurantvirksomhet* Hentet 15.02.2017 fra <http://www.regelhjelp.no/no/Etatenes-sider/miljodirektoratet/Kravlister/Hotell-og-restaurantvirksomhet---forurensning/?bransjeid=963>
- Restel.fi/en. (2016). *Restaurants*. Hentet 09.02.2017 fra <https://www.restel.fi/en/restaurants>
- Riksbank.se. (2017). *Sök räntor & valutakurser*. Hentet 01.03.2017 fra <http://www.riksbank.se/sv/Rantor-och-valutakurser/Sok-rantor-och-valutakurser/?g7-SEGVB2YC=on&g7-SEGVB5YC=on&g7-SEGVB7YC=on&g7-SEGVB10YC=on&from=2011-02-01&to=2016-02-01&f=Year&cAverage=Average&s=Comma - search>
- Riksbanken.se. (2017). *Statsobligationsköpen utökas med 15 mdr, reporäntan kvar på -0,50 procent, räntehöjningar senareläggs*. Sverige: Riksbanken.se. Hentet fra http://www.riksbank.se/sv/Press-och-publicerat/Pressmeddelanden/2017/prm_170427/

- ScandicHotelGroup.com. (2016). *Our business*. Hentet 02.02.2017 fra <http://www.scandichotelsgroup.com/en/our-business/>
- ScandicHotelGroup.com. (2017). *The Scandic Share*. Hentet 27.04.2017 fra <http://www.scandichotelsgroup.com/en/the-scandic-share/>
- ScandicHotels. (2016). *Scandic vokser i ny omdømmemåling*. Hentet 15.02.2017 fra <https://www.ntbinfo.no/pressemelding/scandic-vokser-mest-i-ny-omdommemaling?publisherId=4828442&releaseId=9058495>
- Sokoshotels.fi. (2016). *About us*. Hentet 09.02.2017 fra <https://www.sokoshotels.fi/en/about-us>
- Svanemerket.no. (2014). *HINAS hotellavtale*. Hentet 15.01.2017 fra <http://www.svanemerket.no/aktuelt/nyheter/hinas-hotellavtale/>
- Thonhotels.no. (2016). *Om Thon Hotels*. Hentet 09.02.2017 fra <https://www.thonhotels.no/om-thon-hotels/historien-om-thon-hotels/>
- Winther, P. (2015). Airbnb er i ferd med å bli en viktig konkurrent for hotellbransjen. Hentet fra <http://www.aftenposten.no/okonomi/--Airbnb-er-i-ferd-med-a-bli-en-viktig-konkurrent-for-hotellbransjen-60802b.html>

Økonomiske rapporter

- Brønnøysundsregisterene. (2013). *Årsregnskapet for regnskapsåret 2013-generell informasjon*. Brønnøysund: Brønnøysundsregistrene.
- Brønnøysundsregisterene. (2015). *Årsregnskapet for regnskapsåret 2015- Generell informasjon*. Brønnøysund: Brønnøysundsregistrene.
- HTL, H. (2016), *Norsk Hotellnæring 2016*. Oslo, Norge. Hentet fra <http://www.horwathhtl.com/>.
- Langset, T., & Syvertsen, S. C. (2013). *A new WACC model in the regulation of the Norwegian electricity network operators*.
- Nordicchoicehotels.no. (2016a), *Annualreport* (Hentet fra <http://annualreport.choice.no/-kjeder>
- Nordichotelconsulting.com. (2016), *Quarterly reports Q4*. Copenhagen. Hentet fra http://www.nordichotelconsulting.com/files/Quarterly-Reports/Q4_2016_NHC_Market_Report.pdf
- Nordstrøm, J. (2017). Riksbanken holder renten uendret. Hentet fra <http://e24.no/makro-og-politikk/riksbanken/riksbanken-holder-renten-uendret/23983724>

- OlavThongruppen. (2015). *Årsberetning og regnskap 2015*. Oslo: Olav Thon gruppen.
Hentet fra http://www.olavthon.no/Documents/OTG/2015/beretning-og-regnskap_2015_NY.pdf.
- Pwc.se. (2016), *Riskpremiestudien 2016* (Hentet fra <http://www.pwc.se/sv/pdf-reports/riskpremiestudien-2016.pdf>)
- Riksbank, S. (2017). *Penningpolitisk rapport* Stockholm: Sveriges Riksbank. Hentet fra http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/PPR/2017/170427/rap_ppr_170427_sve_v85J33lmn.pdf.
- Scandichotelsgroup. (2015), *Inbjudan til förvärv av aktier i Scandic Hotels Group AB*. Stockholm, Sverige. Hentet fra <http://www.scandichotelsgroup.com/sv/disclaimer/?redirect=http://www.scandichotelsgroup.com/sv/scandic-offentliggor-prospekt-och-prisintervall-i-borsintroduktionen-pa-nasdaq-stockholm-ipo/>
- Scandichotelsgroup. (2016), *Scandic Annual Report 2015*. Stockholm, Sverige. Hentet fra <http://www.scandichotelsgroup.com/en/>
- Scandichotelsgroup. (2017), *Scandic Annual Report 2016*. Stockholm, Sverige. Hentet fra <http://www.scandichotelsgroup.com/en/financial-reports/>
- TheRezidorHotelGroup. (2015). *Rezidor Annual Report 2015*. Brussel: The Rezidor Hotel Group
- Investor Relations.
- Wttc.org. (2016), *Economic impact 2016*. London, United Kingdom. Hentet fra <https://www.wttc.org/-/media/files/reports/economic-impact-research/countries-2016/norway2016.pdf>
- Wttc.org. (2017), *Economic Impact 2016*. London, United Kingdom. Hentet fra <https://www.wttc.org/-/media/files/reports/economic-impact-research/regions-2017/world2017.pdf>

Vedlegg

Vedlegg 1: Resultatregnskap Scandic 2012-2016

MSEK

	2012	2013	2014	2015	2016
inntekter					
Losjiinntekter	5 360,8	5 231,2	6 939,2	7 869,1	8 530,0
Restaurant og konferanseinntekter	2 520,4	2 522,0	3 668,0	4 068,3	4 299,0
Franchise og mangagementavgifter	31,5	35,5	44,0	35,1	29,0
Øvrige hotellrelaterte inntekter	122,6	93,1	174,7	220,2	224,0
Netto omsetning	8 035,3	7 881,8	10 825,9	12 192,7	13 082,0
Øvrige inntekter	25,3	15,0	15,4	15,6	13,0
Sum inntekter	8 060,6	7 896,8	10 841,3	12 208,3	13 095,0
Kostnader					
Råmateriale og forbruksmaterial	-682,4	-656,7	-959,3	-1 180,5	-1 138,0
Øvrige eksterne kostnader	-2 026,4	-1 931,8	-2 458,8	-2 667,6	-2 850,0
Personalkostnader	-2 544,8	-2 574,4	-3 597,1	-3 954,0	-4 211,0
Justert EBITDAR	2 807,0	2 733,9	3 826,1	4 406,2	4 896,0
Faste og garanterte leiekostnader	-1 348,7	-1 486,1	-1 822,7	-2 091,3	-2 203,0
Variable leiekostnader	-666,7	-554,9	-984,1	-1 068,5	-1 180,0
Justert EBITDA	791,6	692,9	1 019,3	1 246,4	1 513,0
Åpningsutgifter	-61,5	-18,3	-67,9	-27,9	-51,0
Poster av engangskarakter	-23,8	-86,0	-265,7	-104,1	-
EBITDA	706,3	588,6	685,7	1 114,4	1462
Avskrivninger	-425,2	-401,2	-474,8	-501,8	-537,0
SUM selskapets kostnader	-7 779,5	-7 709,4	-10 630,4	-11 595,7	-12170
Justert EBIT (driftsresultat)	366,4	291,7	544,5	744,6	976
EBIT (Driftsresultat)	281,1	187,4	210,9	612,6	925
Finansielle poster					
Finansielle inntekter	102,9	13,2	8,9	2,7	265,0
Finansielle kostnader	-458,9	-463,4	-722,8	-500,0	-133,0
Finansielle poster netto	-356,0	-450,2	-713,9	-497,3	132
EBT (Resultat før skatt)	-74,9	-262,8	-503,0	115,3	1057
Skattekostnad	223,3	14,9	66,4	4,7	-175,0
Årets resultat	148,4	-247,9	-436,6	120,0	882

Vedlegg 2: Balanse Scandic 2012-2016

Opprinnelig balanse	2012	2013	2014	2015	2016
Eiendeler					
<u>Anleggsmidler</u>					
Goodwill	4 200,8	4 270,0	5 674,1	5 575,4	5 793,0
Varemerke	3 061,4	3 061,4	3 175,8	3 151,0	3 145,0
Øvrige immaterielle anleggsmidler	56,3	51,7	201,5	180,9	165,0
Bygninger og mark	42,2		99,9	88,7	95,0
Inventar, maskinger og utstyr	1 692,1	1 746,4	2 413,2	2 549,0	2 882,0
Andeler i interesseselskap			32,4	10,2	10,0
Finansielle plasseringer	1,8	1,8	4,8	4,3	8,0
Øvrige langsiktige fordringer			19,0	16,9	14,0
Utsatt skattefordel	355,4	367,6	464,1	31,9	35,0
Sum anleggsmidler	9 410,0	9 498,9	12 084,8	11 608,3	12147
<u>Omløpsmidler</u>					
Varelager	47,9	46,8	87,5	81,0	92,0
Kundefordringer	329,5	289,7	447,9	463,7	498,0
Utsatt skattefordel/periode skatt			12,9	1,7	-
Øvrige kortsiktige fordringer	68,3	93,0	149,5	232,1	134,0
Forskuddsbetalte kostnader	293,6	360,1	325,0	265,6	205,0
Kontanter og kontantekvivalenter	954,4	1 033,8	716,4	247,5	1 068,0
Sum omløpsmidler	1 693,7	1 823,4	1 739,2	1 291,6	1997
Sum anleggsmidler	11 103,7	11 322,3	13 824,0	12 899,9	14144
Egenkapital og gjeld					
<u>Egenkapital</u>					
Aksjekapital	0,1	0,1	0,1	25,7	26,0
Annen innskutt kapital	4 348,8	4 348,8	5 294,3	7 865,0	7 865,0
Omregningsreserve	-167,6	-93,7	34,5	-70,9	-29,0
Opptjent egenkapital	-960,0	-1 128,9	-1 742,2	-1 643,0	-790,0
Egenkapital tilordnet morselskapets aksjonærer	3 221,3	3 126,3	3 586,7	6 176,8	7072
Minoritetsinteresser			27,3	27,8	31,0
Sum egenkapital	3 221,3	3 126,3	3 614,0	6 204,6	7103

<u>Langsiktig gjeld</u>					
Skyld til kredittinstitutt	4 558,3	4 758,6	5 573,3	3 599,7	3 777,0
Intern opplåning	600,7	830,5	976,2		413,0
Avsetninger til pensjoner og lignende forpliktelser	336,0	281,5	462,0	380,2	133,0
Øvrige avsetninger	87,5	96,7	119,4	123,8	47,0
Finansiell leasing			7,8	3,3	1,0
Utsatt skatt	688,6	683,5	850,8	412,1	560,0
Sum langsiktig gjeld	6 271,1	6 650,8	7 989,5	4 519,1	4931
<u>Kortsiktig gjeld</u>					
Forskudd fra kunder	4,0	36,9	71,1	88,3	112,0
Leverandørgjeld	567,8	548,8	535,2	482,2	527,0
Derivat instrumenter	51,1	41,8	40,2	76,7	20,0
Skyld til kredittinstitutt			232,2		
Utsatt skatt i balansen?	1,5	1,6			5,0
Øvrig gjeld	93,3	74,2	217,1	190,2	222,0
Påløpne kostnader og forskuddsbetalte inntekter	893,6	841,9	1 124,8	1 339,1	1 224,0
Sum kortsiktig gjeld	1 611,3	1 545,2	2 220,6	2 176,5	2110
Sum gjeld	7 882,4	8 196,0	10 210,1	6 695,6	7 041,0
Sum egenkapital og gjeld	11 103,7	11 322,3	13 824,1	12 900,2	14144

Vedlegg 3: Omgruppert resultatregnskap Scandic 2012-2016

	2012	2013	2014	2015	2016
Losjiinntekter	5 360,8	5231,2	6939,2	7869,1	8530
Restaurant og konferanseinntekter	2 520,4	2522	3668	4068,3	4299
Franchise og mangagementavgifter	31,5	35,5	44	35,1	29
Øvrige hotellrelaterte inntekter	122,6	93,1	174,7	220,2	224
Brutto omsetting	8 035,3	7881,8	10825,9	12192,7	13082
Øvrige inntekter	25,3	15	15,4	15,6	13
Råmateriale og forbruksmaterial	-682,4	-656,7	-959,3	-1180,5	-1138
Øvrige eksterne kostnader	-2 026,4	-1931,8	-2458,8	-2667,6	-2850
Personalkostnader	-2 544,8	-2574,4	-3597,1	-3954	-4211
Faste og garanterte leiekostnader	-1 348,7	-1486,1	-1822,7	-2091,3	-2203
Variable leiekostnader	-666,7	-554,9	-984,1	-1068,5	-1180
Åpningsutgifter	-61,5	-18,3	-67,9	-27,9	-51
Poster av engangskarakter	-23,8	-86	-265,7	-104,1	0
Avskrivninger	-425,2	-401,2	-474,8	-501,8	-537
Unormalt driftsresultat	85,3	104,3	333,6	132	51
EBIT (Driftsresultat)	366,4	291,7	544,5	744,6	976
					-
Driftsrelatert skatt	-80,6	-64,174	-119,79	-163,812	214,72
NOPLAT	285,8	227,526	424,71	580,788	761,28

Vedlegg 4: Fullstendig omgruppert balanse Scandic 2012-2016

	2012	2013	2014	2015	2016
<i>Driftsrelaterte anleggsmidler</i>					
Goodwill	4 200,8	4 270,0	5674,1	5575,4	5793
Varemerke	3 061,4	3 061,4	3175,8	3151	3145
Øvrige immaterielle anleggsmidler	56,3	51,7	201,5	180,9	165
Bygninger og mark	42,2		99,9	88,7	95
Inventar, maskiner og utstyr	1 692,1	1 746,4	2413,2	2549	2882
Andeler i interesseselskap			32,4	10,2	10
Øvrige langsiktige fordringer			19	16,9	14
Sum driftsrelaterte anleggsmidler	9 052,8	9 129,5	11615,9	11572,1	12104
<i>Driftsrelaterte omløpsmidler</i>					
Varelager	47,9	46,8	87,5	81	92
Kundefordringer	329,5	289,7	447,9	463,7	498
Utsatt skattefordel/periode skatt			0	0	
Øvrige kortsiktige fordringer	68,3	93	149,5	232,1	134
Forskuddsbetalte kostnader	293,6	360,1	325	265,6	205
Sum driftsrelaterte omløpsmidler	739,3	789,6	1009,9	1042,4	929
<i>Langsiktig driftsrelatert gjeld</i>					
Øvrige avsetninger	87,5	96,7	119,4	123,8	133
Utsatt skatt	688,6	683,5	850,8	412,1	560
Andre forpliktelser					47
Sum driftsrelatert langsiktig gjeld	776,1	780,2	970,2	535,9	740
<i>Kortsiktig driftsrelatert gjeld</i>					
Forskudd fra kunder	4,0	36,9	71,1	88,3	112
Leverandørgjeld	567,8	548,8	535,2	482,2	527
Betalbar skatt		0	-12,9	-1,7	5
Øvrig gjeld	93,3	74,2	217,1	190,2	222
Sum kortsiktig driftsrelatert gjeld	665,1	659,9	810,5	759	866
Investert kapital	8 350,9	8 479,0	10845,1	11319,6	11427
<i>Finansielle anleggsmidler</i>					
Finansielle plasseringer	1,8	1,8	4,8	4,3	8
Sum finansielle anleggsmidler	1,8	1,8	4,8	4,3	8
<i>Finansielle omløpsmidler</i>					
Utsatt skattefordel	355,4	1033,8	464,1	31,9	35

Konter og kontantekvivalenter	954,4	367,6	716,4	247,5	1068
Sum finansielle omløpsmidler	1309,8	1401,4	1180,5	279,4	1103

Totale investeringer	9 662,5	9 882,2	12030,4	11603,3	12538
----------------------	---------	---------	---------	---------	-------

Egenkapital

Aksjekapital	0,1	0,1	0,1	25,7	26
Annen innskutt kapital	4348,8	4348,8	5294,3	7865	7865
Omregningsreserve	-167,6	-93,7	34,5	-70,9	-29
Opptjent egenkapital	-960	-1128,9	-1742,2	-1643	-790
Minoritetsinteresser			27,3	27,8	31
Sum egenkapital	3221,3	3126,3	3614	6204,6	7103

Langsiktig finansiell gjeld

Skyld til kredittinstitutt	4558,3	4758,6	5573,3	3599,7	3777
Intern opplåning	600,7	830,5	976,2	0	0
Finansiell leasing	0	0	7,8	3,3	1
Pensjonsforpliktelser	336	281,5	462	380,2	413
Sum langsiktig gjeld	5495	5870,6	7019,3	3983,2	4191

Kortsiktig finansiell gjeld

Derivat instrumenter	51,1	41,8	40,2	76,7	20
Skyld til kredittinstitutt	0	0	232,2	0	0
Utsatt skatt i balansen?	1,5	1,6			
Påløpne kostnader og forskuddsbetalte inntekter	893,6	841,9	1124,8	1339,1	1224
Sum kortsiktig finansiell gjeld	946,2	885,3	1397,2	1415,8	1244

Totale investeringer	9662,5	9882,2	12030,5	11603,6	12538
----------------------	--------	--------	---------	---------	-------

Vedlegg 5: Mellomregning prognostisering

BALANSE

	2012	2013	2014	2015	2016
OM i % av DI	9,20 %	10,02 %	9,33 %	8,55 %	7,10 %
PP&E i % av DI	21,6 %	22,2 %	23,2 %	21,6 %	22,8 %
Immaterielle eiendeler i % av DI	91 %	94 %	84 %	73 %	69,6 %
Andre varige driftsmidler i % av DI	0,000 %	0,000 %	0,475 %	0,222 %	0,183 %
Driftsrelatert KG i % av DI	7,99 %	8,35 %	7,49 %	6,23 %	6,62 %
Driftsrelatert LG i % av DI	9,66 %	9,90 %	8,96 %	4,40 %	5,66 %

RESULTATREGNSKAP

	2012	2013	2014	2015	2016
Totale kostnader i % av DI	97 %	98 %	98 %	95 %	93 %
Råmateriale og forbruksmateriale i % av DI	8 %	8 %	9 %	10 %	9 %
Øvrige eksterne kostnader i % av DI	25,22 %	24,51 %	22,71 %	21,88 %	21,79 %
Personalkostnader i % av DI	32 %	33 %	33 %	32 %	32 %
Variabel leiekostnad i % av DI	8,30 %	7,04 %	9,09 %	8,76 %	9,02 %
Faste og garanterte leiekostnader i % av DI	17 %	19 %	17 %	17 %	17 %
Avskrivninger i % av PP&E	25 %	23 %	19 %	19 %	18 %

Vedlegg 6: Verdsettelse diskontert fri kontantstrøm

EBIT	976	917	971	1111	1320	1509	1546
Skattekostnad	215	202	214	244	290	332	340
NOPLAT	761	715	758	867	1029	1177	1206
Endring i arbeidskapital	-220	153	12	11	10	8	6,4
Endring netto driftsrelaterte anleggsmidler	532	170	124	117	76	82	55
Endring driftsrelatert gjeld(lojalitetsprogram)	204	27	7	23	9	10	3
Netto endring investert kapital	107	297	129	105	78	80	58
Fri kontantstrøm (FCF)	654	419	629	762	952	1 096	903
Diskonteringsfaktor		0,93	0,86	0,79	0,74	0,68	
Diskontert fri kontantstrøm		388	540	605	701	748	

Nåverdi fri kontantstrøm	2982
NV TV	11303
Midtårsjustering	557
Verdi av driften	14842
Ikke driftsmessige eiendeler	1111
EV	15953
Finansiell gjeld	5435
Minoritetsinteresser	31
Verdi egenkapital	10487
Utstedte aksjer	103
Verdi per aksje	101,83

Vedlegg 7: Verdsettelse diskontert økonomisk profitt

	t=0 (2016)	t=1 (2017)	t=2 (2018)	t=3 (2019)	t=4 (2020)	t=5 (2021)	2022E
NOPLAT	761	715	758	867	1029	1177	1206
Investert kapital	11427	11724	11852	11957	12035	12115	12173
Økonomisk profitt		-193	-174	-76	79	220	243
Disk.faktor		0,93	0,86	0,79	0,74	0,68	
Diskontert økonomisk profitt		-179	-150	-60	58	150	

Investert kapital 2016	11427
Nåverdi økonomisk profitt	-181
Nåverdi terminalverdi	3039
Midtårsjusteringsfaktor	557
Verdi av drift	14842
Ikke driftsmessige eiendeler	1111
EV	15953
Finansiell gjeld	5435
Minoritetsinteresser	31
Verdi egenkapital	10487
Utstedte aksjer	103
Verdi per aksje	101,83

Vedlegg 8: Betaberegninger

Dato	MAR	MCSI	Log MAR	Log MCSI
01.01.12	34,450	1240,894	0,024	0,046
01.02.12	35,280	1298,720	0,070	0,010
01.03.12	37,850	1312,011	0,032	-0,014
01.04.12	39,090	1293,991	-0,010	-0,094
01.05.12	38,710	1177,645	0,013	0,048
01.06.12	39,200	1235,716	-0,074	0,012
01.07.12	36,420	1250,569	0,034	0,023
01.08.12	37,680	1279,208	0,037	0,025
01.09.12	39,100	1311,504	-0,069	-0,008
01.10.12	36,480	1301,522	-0,005	0,011
01.11.12	36,290	1315,493	0,027	0,017
01.12.12	37,270	1338,500	0,070	0,049
01.01.13	39,980	1405,466	-0,013	0,000
01.02.13	39,450	1405,180	0,068	0,021
01.03.13	42,230	1434,515	0,019	0,029
01.04.13	43,060	1476,139	-0,025	-0,003
01.05.13	42,010	1471,933	-0,040	-0,026
01.06.13	40,370	1433,548	0,029	0,051
01.07.13	41,570	1507,913	-0,039	-0,024
01.08.13	39,990	1472,738	0,050	0,047
01.09.13	42,060	1543,672	0,069	0,038
01.10.13	45,080	1602,860	0,042	0,016
01.11.13	47,020	1628,424	0,048	0,020
01.12.13	49,350	1661,069	-0,001	-0,038
01.01.14	49,300	1598,456	0,095	0,047
01.02.14	54,230	1675,400	0,032	-0,001
01.03.14	56,020	1673,874	0,034	0,008
01.04.14	57,930	1687,742	0,062	0,016
01.05.14	61,620	1715,184	0,039	0,016
01.06.14	64,100	1743,415	0,009	-0,017
01.07.14	64,710	1714,353	0,070	0,020
01.08.14	69,400	1748,688	0,007	-0,029
01.09.14	69,900	1698,408	0,080	0,006
01.10.14	75,750	1708,092	0,039	0,018
01.11.14	78,790	1739,497	-0,010	-0,017
01.12.14	78,030	1709,672	-0,046	-0,019
01.01.15	74,500	1677,537	0,109	0,055

01.02.15	83,100	1772,862	-0,034	-0,018
01.03.15	80,320	1740,814	-0,003	0,021
01.04.15	80,050	1778,400	-0,026	0,001
01.05.15	77,990	1779,307	-0,047	-0,025
01.06.15	74,390	1735,613	-0,024	0,017
01.07.15	72,610	1765,604	-0,027	-0,070
01.08.15	70,660	1645,430	-0,035	-0,039
01.09.15	68,200	1581,922	0,118	0,075
01.10.15	76,780	1705,803	-0,080	-0,007
01.11.15	70,910	1694,397	-0,056	-0,019
01.12.15	67,040	1662,794	-0,090	-0,062
01.01.16	61,280	1562,178	0,106	-0,010
01.02.16	68,150	1547,174	0,044	0,063
01.03.16	71,180	1648,118	-0,015	0,014
01.04.16	70,090	1670,796	-0,060	0,002
01.05.16	66,040	1674,613	0,006	-0,013
01.06.16	66,460	1653,229	0,076	0,041
01.07.16	71,700	1721,788	-0,005	-0,001
01.08.16	71,330	1719,524	-0,058	0,004
01.09.16	67,330	1725,665	0,020	-0,020
01.10.16	68,700	1690,922	0,137	0,012
01.11.16	78,780	1712,089	0,048	0,023

Regresjonsanalyse MAR:

SAMMENDRAG (UTDATA)

Regresjonsstatistikk		Rezidor
Multipel R	0,58506423	0,50720067
R-kvadrat	0,34230016	0,25725252
Justert R-kvadrat	0,33076156	0,24422186
Standardfeil	0,04338827	0,07836184
Observasjoner	59	59

Variansanalyse

	fg	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1	0,05584686	0,05584686	29,6656737	1,1363E-06
Residualer	57	0,10730487	0,00188254		
Totalt	58	0,16315174			

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%
Skjæringspunkt	0,00921954	0,0057421	1,60560304	0,11388778	-0,0022788	0,0207179	-0,0022788	0,0207179
X-variabel 1	0,96236617	0,17669052	5,4466204	1,1363E-06	0,60854952	1,31618283	0,60854952	1,31618283

Dato	REZT	MSCI	Log REZT	Log MSCI
31.01.12	23,908	1240,894	-0,028	0,046
01.02.12	23,257	1298,720	-0,049	0,010
01.03.12	22,140	1312,011	0,107	-0,014
02.04.12	24,652	1293,991	-0,142	-0,094
01.05.12	21,396	1177,645	0,043	0,048
01.06.12	22,326	1235,716	-0,047	0,012
02.07.12	21,303	1250,569	0,004	0,023
01.08.12	21,396	1279,208	0,075	0,025
03.09.12	23,071	1311,504	-0,050	-0,008
01.10.12	21,954	1301,522	-0,039	0,011
01.11.12	21,117	1315,493	0,022	0,017
03.12.12	21,582	1338,500	0,181	0,049
01.01.13	25,862	1405,466	0,106	0,000
01.02.13	28,745	1405,180	-0,013	0,021
01.03.13	28,373	1434,515	-0,017	0,029
01.04.13	27,908	1476,139	-0,013	-0,003
01.05.13	27,536	1471,933	0,046	-0,026
03.06.13	28,838	1433,548	0,136	0,051
01.07.13	33,025	1507,913	-0,088	-0,024
01.08.13	30,234	1472,738	0,193	0,047
02.09.13	36,653	1543,672	-0,066	0,038
01.10.13	34,327	1602,860	0,013	0,016
01.11.13	34,792	1628,424	0,067	0,020
02.12.13	37,211	1661,069	0,116	-0,038
01.01.14	41,769	1598,456	0,039	0,047
03.02.14	43,444	1675,400	-0,062	-0,001
03.03.14	40,839	1673,874	-0,014	0,008
01.04.14	40,282	1687,742	0,055	0,016
01.05.14	42,575	1715,184	0,035	0,016
02.06.14	44,071	1743,415	-0,138	-0,017
01.07.14	38,388	1714,353	0,013	0,020
01.08.14	38,886	1748,688	-0,146	-0,029
01.09.14	33,602	1698,408	-0,039	0,006
01.10.14	32,305	1708,092	0,039	0,018
03.11.14	33,602	1739,497	-0,182	-0,017
01.12.14	28,018	1709,672	0,098	-0,019
01.01.15	30,910	1677,537	0,081	0,055
02.02.15	33,502	1772,862	-0,036	-0,018
02.03.15	32,305	1740,814	0,092	0,021

01.04.15	35,428	1778,400	0,055	0,001
01.05.15	37,424	1779,307	-0,128	-0,025
01.06.15	32,933	1735,613	0,175	0,017
01.07.15	39,221	1765,604	-0,116	-0,070
03.08.15	34,929	1645,430	-0,083	-0,039
01.09.15	32,135	1581,922	0,120	0,075
01.10.15	36,227	1705,803	-0,126	-0,007
02.11.15	31,935	1694,397	-0,025	-0,019
01.12.15	31,137	1662,794	-0,063	-0,062
01.01.16	29,241	1562,178	0,178	-0,010
01.02.16	34,929	1547,174	0,093	0,063
01.03.16	38,323	1648,118	-0,120	0,014
01.04.16	34,000	1670,796	0,012	0,002
02.05.16	34,400	1674,613	0,014	-0,013
01.06.16	34,900	1653,229	0,020	0,041
01.07.16	35,600	1721,788	0,055	-0,001
01.08.16	37,600	1719,524	-0,008	0,004
01.09.16	37,300	1725,665	-0,011	-0,020
03.10.16	36,900	1690,922	-0,109	0,012
01.11.16	33,100	1712,089	0,070	0,023

Regresjonsanalyse REZT

SAMMENDRAG (UTDATA)

<i>Regresjonsstatistikk</i>	
Multipel R	0,50720067
R-kvadrat	0,25725252
Justert R-kvadr.	0,24422186
Standardfeil	0,07836184
Observasjoner	59

Variansanalyse

	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>
Regresjon	1	0,12122789	0,12122789	19,7420979	4,1372E-05
Residualer	57	0,35001294	0,00614058		
Totalt	58	0,47124083			

	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspunkt	-0,0015781	0,01037059	-0,1521753	0,87958604	-0,0223449	0,0191886	-0,0223449	0,019188595
X-variabel 1	1,41788897	0,31911379	4,44320807	4,1372E-05	0,77887462	2,05690331	0,7788746	2,056903308

Dato	IHG	MSCI	Log IHG	Log MCSI
31.01.12	20,474	1240,894	0,110	0,046
01.02.12	22,858	1298,720	0,034	0,010
01.03.12	23,660	1312,011	0,028	-0,014
02.04.12	24,332	1293,991	-0,017	-0,094
01.05.12	23,925	1177,645	0,026	0,048
01.06.12	24,556	1235,716	0,025	0,012
02.07.12	25,168	1250,569	0,035	0,023
01.08.12	26,061	1279,208	0,034	0,025
04.09.12	26,965	1311,504	-0,133	-0,008
01.10.12	23,605	1301,522	0,085	0,011
01.11.12	25,704	1315,493	0,037	0,017
03.12.12	26,673	1338,500	0,054	0,049
02.01.13	28,149	1405,466	-0,010	0,000
01.02.13	27,871	1405,180	0,060	0,021
01.03.13	29,587	1434,515	-0,029	0,029
01.04.13	28,741	1476,139	-0,028	-0,003
01.05.13	27,934	1471,933	-0,044	-0,026
03.06.13	26,718	1433,548	0,051	0,051
01.07.13	28,119	1507,913	0,023	-0,024
01.08.13	28,765	1472,738	0,039	0,047
03.09.13	29,912	1543,672	0,005	0,038
01.10.13	30,055	1602,860	0,060	0,016
01.11.13	31,898	1628,424	0,071	0,020
02.12.13	34,233	1661,069	-0,030	-0,038
02.01.14	33,219	1598,456	0,007	0,047
03.02.14	33,465	1675,400	0,006	-0,001
03.03.14	33,674	1673,874	0,060	0,008
01.04.14	35,774	1687,742	0,145	0,016
01.05.14	41,365	1715,184	0,042	0,016
02.06.14	43,142	1743,415	-0,107	-0,017
01.07.14	38,746	1714,353	-0,046	0,020
01.08.14	36,996	1748,688	0,009	-0,029
02.09.14	37,334	1698,408	-0,017	0,006
01.10.14	36,706	1708,092	0,109	0,018
03.11.14	40,927	1739,497	-0,057	-0,017
01.12.14	38,676	1709,672	-0,007	-0,019
02.01.15	38,396	1677,537	0,028	0,055
02.02.15	39,497	1772,862	-0,043	-0,018
02.03.15	37,817	1740,814	0,098	0,021
01.04.15	41,699	1778,400	-0,018	0,001

01.05.15	40,946	1779,307	-0,034	-0,025
01.06.15	39,595	1735,613	0,033	0,017
01.07.15	40,936	1765,604	-0,104	-0,070
03.08.15	36,889	1645,430	-0,077	-0,039
01.09.15	34,148	1581,922	0,141	0,075
01.10.15	39,325	1705,803	-0,041	-0,007
02.11.15	37,728	1694,397	0,012	-0,019
01.12.15	38,201	1662,794	-0,156	-0,062
04.01.16	32,679	1562,178	0,131	-0,010
01.02.16	37,264	1547,174	0,102	0,063
01.03.16	41,284	1648,118	-0,028	0,014
01.04.16	40,154	1670,796	-0,044	0,002
02.05.16	38,443	1674,613	-0,031	-0,013
01.06.16	37,251	1653,229	0,077	0,041
01.07.16	40,221	1721,788	0,068	-0,001
01.08.16	43,060	1719,524	-0,034	0,004
01.09.16	41,630	1725,665	-0,054	-0,020
03.10.16	39,450	1690,922	0,046	0,012
01.11.16	41,310	1712,089	0,071	0,023
01.12.16	44,330	1751,219	0,046	

Regresjonsanalyse IHG

SAMMENDRAG (UTDATA)

<i>Regresjonsstatistikk</i>	
Multipel R	0,61777744
R-kvadrat	0,38164897
Justert R-kvadrat	0,3708007
Standardfeil	0,05157599
Observasjoner	59

Variansanalyse

	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>
Regresjon	1	0,09358343	0,09358343	35,1806495	1,8631E-07
Residualer	57	0,1516247	0,00266008		
Totalt	58	0,24520813			

	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspunkt	0,00581929	0,00682569	0,85255823	0,39747254	-0,0078489	0,01948749	-0,0078489	0,01948749
X-variabel 1	1,24577734	0,21003347	5,9313278	1,8631E-07	0,82519258	1,66636211	0,82519258	1,66636211

Dato	HYATT	MSCI	Log HYATT	Log MSCI
31.01.12	42,620	1240,894	-0,029	0,046
01.02.12	41,410	1298,720	0,031	0,010
01.03.12	42,720	1312,011	0,007	-0,014
02.04.12	43,030	1293,991	-0,151	-0,094
01.05.12	36,990	1177,645	0,005	0,048
01.06.12	37,160	1235,716	-0,044	0,012
02.07.12	35,550	1250,569	0,065	0,023
01.08.12	37,930	1279,208	0,057	0,025
03.09.12	40,150	1311,504	-0,095	-0,008
01.10.12	36,500	1301,522	0,000	0,011
01.11.12	36,500	1315,493	0,055	0,017
03.12.12	38,570	1338,500	0,038	0,049
01.01.13	40,070	1405,466	0,025	0,000
01.02.13	41,090	1405,180	0,051	0,021
01.03.13	43,230	1434,515	-0,013	0,029
01.04.13	42,680	1476,139	-0,037	-0,003
01.05.13	41,120	1471,933	-0,019	-0,026
03.06.13	40,360	1433,548	0,114	0,051
01.07.13	45,250	1507,913	-0,042	-0,024
01.08.13	43,400	1472,738	-0,010	0,047
02.09.13	42,960	1543,672	0,103	0,038
01.10.13	47,600	1602,860	0,016	0,016
01.11.13	48,370	1628,424	0,022	0,020
02.12.13	49,460	1661,069	-0,034	-0,038
01.01.14	47,790	1598,456	0,087	0,047
03.02.14	52,160	1675,400	0,031	-0,001
03.03.14	53,810	1673,874	0,045	0,008
01.04.14	56,280	1687,742	0,083	0,016
01.05.14	61,160	1715,184	-0,003	0,016
02.06.14	60,980	1743,415	-0,036	-0,017
01.07.14	58,830	1714,353	0,038	0,020
01.08.14	61,090	1748,688	-0,009	-0,029
01.09.14	60,520	1698,408	-0,022	0,006
01.10.14	59,220	1708,092	-0,005	0,018
03.11.14	58,930	1739,497	0,021	-0,017
01.12.14	60,210	1709,672	-0,068	-0,019
01.01.15	56,260	1677,537	0,073	0,055
02.02.15	60,540	1772,862	-0,022	-0,018
02.03.15	59,220	1740,814	-0,020	0,021
01.04.15	58,050	1778,400	-0,010	0,001
01.05.15	57,460	1779,307	-0,013	-0,025

01.06.15	56,690	1735,613	-0,015	0,017
01.07.15	55,830	1765,604	-0,073	-0,070
03.08.15	51,910	1645,430	-0,097	-0,039
01.09.15	47,100	1581,922	0,068	0,075
01.10.15	50,400	1705,803	-0,022	-0,007
02.11.15	49,290	1694,397	-0,047	-0,019
01.12.15	47,020	1662,794	-0,195	-0,062
01.01.16	38,680	1562,178	0,177	-0,010
01.02.16	46,150	1547,174	0,070	0,063
01.03.16	49,490	1648,118	-0,033	0,014
01.04.16	47,880	1670,796	-0,042	0,002
02.05.16	45,910	1674,613	0,068	-0,013
01.06.16	49,140	1653,229	0,026	0,041
01.07.16	50,440	1721,788	0,059	-0,001
01.08.16	53,480	1719,524	-0,083	0,004
01.09.16	49,220	1725,665	0,031	-0,020
03.10.16	50,790	1690,922	0,011	0,012
01.11.16	51,340	1712,089	0,074	0,023

Regresjonsanalyse HYATT

SAMMENDRAG (UTDATA)

Regresjonsstatistikk		Rezidor
Multipel R	0,6226238	0,5072007
R-kvadrat	0,3876604	0,2572525
Justert R-kvadrat	0,3769176	0,2442219
Standardfeil	0,050032	0,0783618
Observasjoner	59	59

Variansanalyse

	fg	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1	0,0903295	0,0903295	36,085595	1,4E-07
Residualer	57	0,1426825	0,0025032		
Totalt	58	0,233012			

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%
Skjæringspunkt	-0,0027439	0,0066214	-0,4144093	0,6801299	-0,016003	0,0105151	-0,016003	0,0105151
X-variabel 1	1,2239278	0,2037459	6,0071286	1,4E-07	0,8159337	1,631922	0,8159337	1,631922