

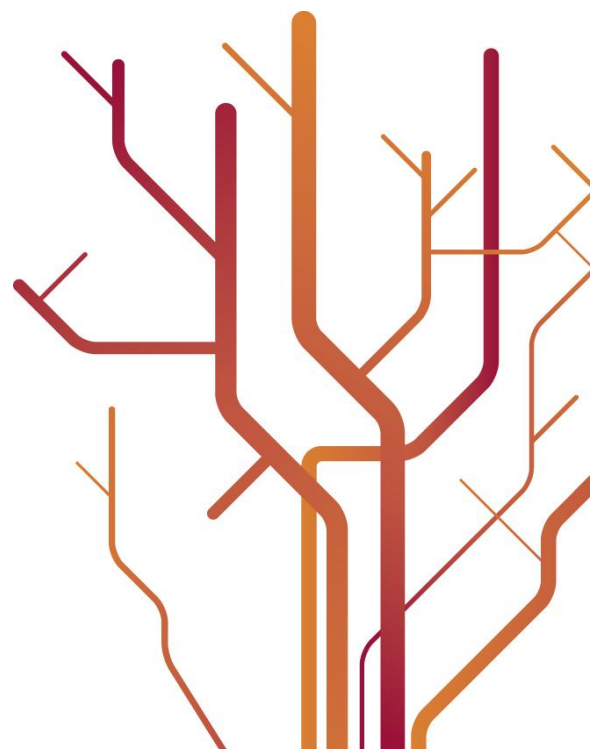
# Strategisk regnskapsanalyse og fundamental verdivurdering av Hurtigruten ASA



**Bengt Marius Hilstad**

Mastergradsoppgave i økonomi og administrasjon.  
- studieretning bedriftsøkonomi (30 stp)

Juni 2012



## **Forord**

Denne mastergradsoppgaven markerer avslutningen på mitt siviløkonomstudium ved Handelshøgskolen i Tromsø.

Min bakgrunn for valg av tema er hovedsakelig grunnet i en sterk iboende interesse for økonomi- og verdsettingsfaget. Fagdisiplinen verdivurdering av foretak sammenfører stort sett alle fag som har inngått i mitt 5-årige studium. Blant annet vil kunnskaper og erfaringer fra fag innen økonomisk analyse, finans, bedriftsøkonomi, regnskap, samt ledelse og strategi stå sentralt i studien. Dette gjør dermed verdivurdering til et svært godt mål på bredden i det en siviløkonom skal kunne beherske.

Ved valg av objekt for verdivurderingen, var det flere forhold som gjorde nettopp Hurtigruten ASA interessant for meg. Selskapet er en stor nasjonal aktør med lange tradisjoner i landet og Nord-Norge spesielt. Også i min familie, der flere av mine forfedre har hatt sitt arbeid på selskapets skip.

Arbeidet med studien har vært svært utfordrende og lærerikt. Samtidig har arbeidet vært større og mer krevende enn det jeg hadde forventet.

Jeg ønsker å rette en stor takk til mine veiledere, Førstelektor Bernt Arne Bertheussen og Professor Terje Vassdal, for deres gode råd og konstruktive tilbakemeldinger underveis i prosessen.

Jeg vil også takke Hurtigruten ASA ved CFO, Asta Lassesen og tidligere CFO, Anders Olstad for deres store hjelpsomhet og bidrag.

Avslutningsvis vil jeg takke min familie for deres støtte og tålmodighet i prosessen.

Tromsø, 31.mai 2012

Bengt Marius Hilstad

## Sammendrag

Formålet med denne mastergradsutredningen har vært å estimere den teoretiske markedsverdien av Hurtigruten ASA.

Forskningsspørsmålet for studien er derfor utledet som følger: ”Hva er verdien av Hurtigruten ASA”.

Studien er en beskrivende casestudie der både kvantitativ og kvalitativ metode benyttes. Alle studiens beregninger er gjennomført med Microsoft Excel.

Forskningsobjektet har gjennomgått store og fundamentale endringer siden fusjonen mellom TFDS og OVDS i 2006. Dette inkluderer en gjennomgående restrukturering av selskapets organisasjon og virksomhet, samt en refinansiering av hele selskapets låneportefølje. I denne perioden falt samtidig selskapets aksjekurs på Oslo Børs kraftig.

Året 2011 var et ekstraordinært år for Hurtigruten ASA, med svært mange unormale hendelser med stor betydning for målingen av selskapets økonomiske stilling og prestasjoner.

Denne støyen i analyseperiodens regnskaper, fordrer anvendelse av såkalt fundamental verdivurdering. Undersøkelsesmetoden er særlig grundig, tids- og ressurskrevende, og innebærer store utfordringer.

Metodikken i boken *Financial Statement Analysis and Security Valuation* av Stephen H. Penman (2010), er benyttet som rammeverk for studiens strategiske regnskapsanalyse og fundamentale verdivurdering.

I henhold til rammeverket startet verdivurderingsprosessen med gjennomføringen av en utførlig strategisk analyse for å kartlegge hvilke makro- og mikroøkonomiske faktorer som påvirker selskapet og dets omgivelser. Modellverktøyene PESTEL, Porters Five Forces, VRIO og SWOT utgjorde denne analysen.

Dernest ble en grundig regnskapsanalyse av selskapet gjennomført. I denne ble selskapets nøkkeltall sammenlignet med de generelle krav til det enkelte nøkkeltall og gjennomsnittet for de største selskapene i landets komparative bransjer. Samtidig inneholdt denne regnskapsanalysen en omgruppering av årsregnskapets oppstillinger for formålet om verdivurdering i et investorperspektiv.

Regnskapsanalysen og den strategiske analysen ble deretter nyttegjørt som forankring for fremtidsbudsjetteringen av selskapets regnskaper i den valgte prognoseperioden.

Dette fremtidsregnskapet ble i neste trinn av prosessen benyttet som grunnlag for den fundamentale verdivurderingen etter total kapitalmetoden. Dette basisanslaget ga en teoretisk markedsverdi av Hurtigruten ASAs egenkapital på 2 355 381 000 kroner, og derav en estimert verdi per aksje på 5,605 Kr. Gjennom følgende analyse av usikkerhet samt beregning av alternative teoretiske verdianslag, fremkom et verdiintervall mellom 2,89 og 6,72 Kr.

Studien avdekket videre at det foreligger en betydelig risiko i verdianslaget.

Med unntak av beregningen ved hjelp av den relative multiplikatoren EV/EBITDA, viste alle metodene verdianslag høyere enn markedets verdivurdering av aksjen gjennom kursen ved Oslo Børs på 3,03 Kr.

Handlestrategien som verdivurderingsprosessen og studien konkluderes med, innebærer dermed en relativt sterk kjøpsanbefaling på Hurtigruteaksjen for en risikovillig investor.

**Nøkkelord:** Hurtigruten ASA, HRG, verdivurdering, verdsetting, fundamental analyse

# Innholdsfortegnelse

<b>FORORD</b> .....	<b>II</b>
<b>SAMMENDRAG</b> .....	<b>III</b>
<b>INNHALDSFORTEGNELSE</b> .....	<b>V</b>
<b>FIGUROVERSIKT</b> .....	<b>IX</b>
<b>TABELLOVERSIKT</b> .....	<b>X</b>
<b>BEGREPSAVKLARING</b> .....	<b>XI</b>
<b>1 INNLEDNING</b> .....	<b>1</b>
1.1 BAKGRUNN .....	1
1.2 FORMÅL .....	3
1.3 PROBLEMFOMULERING .....	3
1.4 AVGRENSNING .....	3
1.5 OPPGAVENS OPPBYGNING .....	4
<b>2 PRESENTASJON AV SELSKAP OG BRANSJE</b> .....	<b>5</b>
2.1 HURTIGRUTEN ASA .....	5
2.1.1 Mål og strategi .....	6
2.1.2 Hurtigruten i dag .....	8
2.1.3 Hurtigruten på børs .....	11
2.1.4 Trafikkutvikling .....	12
2.2 MARKEDSSITUASJON .....	14
2.2.1 Reiselivsbransjen .....	14
2.3 KONKLUSJON PRESENTASJON AV SELSKAP OG BRANSJE .....	20
<b>3 TEORETISK FUNDAMENT</b> .....	<b>21</b>
3.1 VERDIDRIVERE .....	21
3.1.1 ROCE .....	22
3.1.2 Vekstmuligheter .....	28
3.2 VERDSETTELSESMETODER .....	29
3.2.1 Fundamentale verdsettelsesmetoder .....	29
3.2.2 Relative verdsettelsesmetoder .....	39
3.2.3 Opsjonsbaserte verdsettelsesmetoder .....	42
3.2.4 Valg av verdsettelsesmetode .....	43
<b>4 METODE</b> .....	<b>43</b>
4.1 FORSKNINGSDESIGN OG VALG AV METODE .....	43

4.2 DATAINNSAMLING .....	44
4.3 DATAANALYSE.....	44
4.4 VALIDITET I DATA.....	45
4.5 RELIABILITET I DATA.....	46
4.6 OPPSUMMERING METODE.....	46
<b>5 STRATEGISK ANALYSE - ANALYSE AV EKSTERNE KONKURRANSEOMGIVELSER .....</b>	<b>48</b>
5.1 BRANSJEANALYSE – PESTEL.....	49
5.1.1 Politiske faktorer.....	50
5.1.2 Økonomiske faktorer .....	52
5.1.3 Sosiale faktorer .....	58
5.1.4 Teknologiske faktorer .....	59
5.1.5 Miljømessige faktorer.....	59
5.1.6 Lovmessige faktorer.....	60
5.2 BRANSJEANALYSE - PORTERS FIVE FORCES .....	61
5.2.1 Trussel fra inntrengere.....	62
5.2.2 Kundenes forhandlingsmakt .....	63
5.2.3 Rivalisering mellom aktørene .....	64
5.2.4 Leverandørens forhandlingsmakt .....	66
5.2.5 Trussel fra substitutter.....	67
5.3 INTERN ANALYSE - VRIO .....	69
5.4 SELSKAPSANALYSE - SWOT .....	72
5.4.1 Styrker.....	73
5.4.2 Svakheter .....	73
5.4.3 Muligheter .....	74
5.4.4 Trusler .....	74
5.5 OPPSUMMERING STRATEGISK ANALYSE – STRATEGISK POSISJON.....	75
<b>6 REGNSKAPSANALYSE .....</b>	<b>77</b>
6.1 PRESENTASJON AV RESULTATREGNSKAPET .....	79
6.2 PRESENTASJON AV BALANSEN.....	80
6.3 OMGRUPPERING AV REGNSKAPET FOR INVESTORORIENTERT ANALYSE.....	81
6.4 NØKKELTALLSANALYSE .....	95
6.4.1 Likviditet .....	97
6.4.2 Kapitalstruktur.....	98
6.4.3 Lønnsomhet .....	102
6.4.4 Komparativ analyse .....	105
6.5 KONKLUSJON AV REGNSKAPSANALYSEN .....	108

<b>7 AVKASTNINGSKRAVET TIL SELSKAPETS KAPITAL.....</b>	<b>108</b>
7.1 KAPITALVERDIMODELLEN - CAPM .....	109
7.1.1 Risikofri rente.....	110
7.1.2 Forventet avkastning i markedet og markedets risikopremie .....	110
7.1.3 Betaestimat .....	111
7.1.4 Fastsettelse av avkastningskravet til egenkapitalen .....	114
7.2 KAPITALKOSTNADSMODELLEN - WACC.....	114
7.2.1 Rentebærende gjeld og gjeldens kostnad.....	115
7.2.2 Markedsverdi av egenkapital og egenkapitalens kostnad .....	116
7.2.3 Markedsverdi av total kapital, gjeldsandel og egenkapitalandel.....	117
7.2.4 Fastsettelse av avkastningskravet til total kapitalen .....	117
<b>8 FREMTIDSBUDSJETTERING .....</b>	<b>118</b>
8.1 DRIFTSINNTEKTER .....	119
8.1.1 Hurtigruten Norskekysten.....	120
8.1.2 Explorer.....	121
8.1.3 Spitsbergen .....	121
8.1.4 Charter – utleie av skip .....	121
8.1.5 Øvrig virksomhet.....	121
8.2 DRIFTSKOSTNADER.....	123
8.2.1 Personalkostnader .....	123
8.2.2 Avskrivninger og nedskrivninger.....	123
8.2.3 Andre driftskostnader .....	124
8.2.4 Andre (tap)/gevinster – netto.....	124
8.5 BUDSJETTERT DRIFTSRESULTAT (EBIT), NOPLAT OG DRIFTSRELATERT SKATTEKOSTNAD .....	126
8.6 PRESENTASJON AV FREMTIDSBUDSJETTERTE FINANSPOSTER OG ÅRSRESULTAT .....	126
8.7 PRESENTASJON AV FREMTIDSBUDSJETTERT BALANSEOPPSTILLING .....	127
8.8 OPPSUMMERING AV BUDSJETTERINGSPROSESSEN .....	132
<b>9 KONTANTSTRØMANALYSE OG VERDIBEREGNING .....</b>	<b>133</b>
9.1 PROGNOTISERING AV FRI KONTANTSTRØM .....	134
9.2 ENTERPRISE VALUE.....	135
9.2.1 Terminalverdi.....	136
9.2.2 Terminalverdiens evige vekstfaktor.....	137
9.2.3 Netto Finansiell gjeld .....	138
9.2.4 Andre eiendeler.....	138
9.3 PRESENTASJON, BASISANSLAG FOR VERDI AV HURTIGRUTEN ASAS EGENKAPITAL.....	138
<b>10 ANALYSE AV USIKKERHET .....</b>	<b>139</b>

10.1 ALTERNATIVE SCENARIO .....	140
10.2 SENSITIVITETSANALYSE.....	141
10.3 OPPSUMMERING ANALYSE AV USIKKERHET.....	142
<b>11 ALTERNATIVE VERDIBETRAKTNINGER .....</b>	<b>143</b>
11.1 BALANSEBASERTE .....	143
11.2 KOMPARATIV VERDSETTELSE .....	144
11.3 TABELLARISK PRESENTASJON AV DE ULIKE VERDIANSLAG .....	148
<b>12 KONKLUSJON OG HANDLESTRATEGI.....</b>	<b>149</b>
<b>KILDEHENVISNING.....</b>	<b>155</b>
WEB-KILDER:.....	156
PERSONER: .....	161
STØTTELITTERATUR: .....	161
<b>APPENDIKS.....</b>	<b>162</b>
VEDLEGG 1: SEILINGSPLAN, HURTIGRUTEN NORSKEKYSTEN .....	162
VEDLEGG 2: FLÅTEOVERSIKT, HURTIGRUTEN ASA .....	163
VEDLEGG 3: FULLSTENDIG FREMTIDSBUDSJETTERT BALANSE, HURTIGRUTEN ASA .....	164
VEDLEGG 4: FULLSTENDIG DATAUTTREKK, PROFF-FORVALT 50.101 .....	165
VEDLEGG 5: UTSNITT DATAUTTREKK, PROFF-FORVALT 50.102.....	166
VEDLEGG 6: UTSNITT DATAUTTREKK, PROFF-FORVALT 55.101 OG 55.102 .....	167
VEDLEGG 7: UTSNITT DATAUTTREKK, PROFF-FORVALT 79.....	168
VEDLEGG 8: DATAUTTREKK, BLOOMBERG .....	169
VEDLEGG 9: KOMPARATIV MULTIPPELANALYSE.....	170



## Figuroversikt

FIGUR 01: AKSJEPRISUTVIKLING SISTE ÅR <a href="#">[9]</a> .....	11
FIGUR 02: AKSJEPRISUTVIKLING SISTE 5 ÅR .....	12
FIGUR 03: UTVIKLING ANTALL GJESTEDØGN <a href="#">[1]</a> .....	13
FIGUR 04: BELEGGSFORDELING, SESONG <a href="#">[1]</a> .....	13
FIGUR 05: BELEGGSFORDELING, GEOGRAFISK MARKED <a href="#">[1]</a> .....	13
FIGUR 06: TURISTANKOMSTER, GEOGRAFISK FORDELING <a href="#">[11]</a> .....	16
FIGUR 07: CRUISETURISTER PER BOSTEDSLAND 2010 <a href="#">[11]</a> .....	17
FIGUR 08: TOTALT ANTALL CRUISEPASSASJERER I EUROPA 2010 <a href="#">[15]</a> .....	20
FIGUR 09: FINANCIAL STATEMENT ANALYSIS AND SECURITY VALUATION (.....)	32
FIGUR 10: INTERAKSJON PESTEL OG PORTERS FIVE FORCES (.....)	49
FIGUR 11: GJESTEDØGN PER MARKED <a href="#">[1]</a> .....	53
FIGUR 12: TABELLARISK OPPSUMMERING SWOT-ANALYSE.....	75
FIGUR 13: SAMMENHENG CAPM OG WACC .....	118

## Tabelloversikt

TABELL 01: UTENLANDSK FORRETNINGS- OG FERIETRAFIKK I NORGE [11].	15
TABELL 02: CRUISETURISTER OG CRUISEANLØP NORSKE HAVNER 2003-2010 [11].	17
TABELL 03: CRUISETURISTER PER GEOGRAFISK MARKED 2005-2010 [11].	17
TABELL 04: CRUISEINDUSTRIENS ØKONOMISKE EFFEKT I NORGE, 2009 [13].	18
TABELL 05: CRUISEPASSASJERER PER GEOGRAFISK MARKED, 2010 [15].	19
TABELL 06: MAKROØKONOMISKE NØKKELTALL, EUROSØNEN [24]	54
TABELL 07: MAKROØKONOMISKE NØKKELTALL, STORBRITANNIA [24]	55
TABELL 08: MAKROØKONOMISKE NØKKELTALL, USA [24]	56
TABELL 09: MAKROØKONOMISKE NØKKELTALL, NORGE [24]	57
TABELL 10: VRIO OPPSUMMERING	72
TABELL 11: KONSOLIDERT ÅRSREGNSKAP, HURTIGRUTEN ASA (HRG ÅRSRAPPORT 2009, 2010 OG 2011)	79
TABELL 12: KONSOLIDERT BALANSE, HURTIGRUTEN ASA (HRG ÅRSRAPPORT 2009, 2010 OG 2011)	80
TABELL 13: OMGRUPPERT RESULTAT, HURTIGRUTEN ASA	91
TABELL 14: KONSOLIDERT OMGRUPPERT BALANSE, NETTO DRIFTSKAPITAL PER 31.DESEMBER.	94
TABELL 15: KONSOLIDERT OMGRUPPERT BALANSE, NETTO DRIFTSKAPITAL PER 31.DESEMBER.	95
TABELL 16: SYSSELSATT KAPITAL PER 31.DESEMBER.	95
TABELL 17: LIKVIDITET HURTIGRUTEN ASA.	98
TABELL 18: FINANSIERING OG SOLIDITET, HURTIGRUTEN ASA.	100
TABELL 19: LØNNSOMHET, HURTIGRUTEN ASA.	104
TABELL 20: KOMPARATIV ANALYSE AV NØKKELTALL	107
TABELL 21: UTDATA, REGRESJONSANALYSE.	112
TABELL 22: BUDSJETTERING DRIFTSINNTEKTER HURTIGRUTEN ASA	122
TABELL 23: FREMTIDSBUDSJETTERING, DRIFTSKOSTNADER OG DRIFTSRESULTAT HURTIGRUTEN ASA	125
TABELL 24: DRIFTSRESULTAT (EBIT), BUDSJETTERT SKATTEKOSTNAD OG NOPLAT, HURTIGRUTEN ASA	126
TABELL 25: FINANSPOSTER OG ÅRSRESULTAT, HURTIGRUTEN ASA.	127
TABELL 26: KONSOLIDERT OMGRUPPERT BALANSE FOR PROGNOSEPERIODEN, HURTIGRUTEN ASA.	131
TABELL 27: BUDSJETTERT NETTO DRIFTSKAPITAL FOR PROGNOSEPERIODEN, HURTIGRUTEN ASA	131
TABELL 28: PROGNOTISERT SYSSELSATT KAPITAL OG ROCE, HURTIGRUTEN ASA.	132
TABELL 29: FRI KONTANTSTRØM, HURTIGRUTEN ASA	135
TABELL 30: VERDIBEREGNING BASISANSLAG HURTIGRUTEN ASA.	138
TABELL 31: SCENARIOANALYSE HURTIGRUTEN ASA.	141
TABELL 32: AKSJEPRISSENSITIVITET FOR ENDRINGER I WACC OG VEKSTRATE.	142
TABELL 33: KOMPARATIV VERDSETTELSE, EV/SALG	146
TABELL 34: KOMPARATIV VERDSETTELSE, EV/EBITDA	146
TABELL 35: VERDIANSLAG, HURTIGRUTEN ASA 31.12.11	148

## Begrepsavklaring

**CAPM** Capital Asset Pricing Model - Kapitalverdimodellen

**Derivat** Et finansielt instrument hvor avkastningen på derivatet er avledet fra et underliggende objekt, eksempelvis valutakurs.

**DCF** Discounted Cash-flow - Diskontert kontantstrøm

**EV** Enterprise Value - Selskapsverdi

**EBIT** Earnings before interest and taxes - Driftsresultat

**EBITA** Earnings before interest, taxes and amortization - Driftsresultat pluss nedskrivninger.

**EBITDA** Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization - Driftsresultat pluss avskrivninger og nedskrivninger.

**FCF** Free Cash-flow - Fri kontantstrøm.

**GRS** God regnskapsskikk.

**HRG** Hurtigruten ASA.

**IAS** International Accounting Standards.

**IFRS** International Financial Reporting Standards.

**NGAAP** Norwegian Generally Accepted Accounting Principles.

**NOPLAT** Net Operating Profits Less Adjusted Taxes.

**NOU** Norges Offentlige Utredninger.

**NPV/NNV** Net present value - Netto nåverdi.

**OVDS** Ofotens og Vesteraalens Dampskibsselskap ASA.

**ROCE** Return on Capital Employed – Avkastning på sysselsatt kapital.

**ROIC** Return on Invested Capital – Avkastning på investert kapital.

**Rskl.** Regnskapsloven 1998 (lov av 17. juli 1998).

**TFDS** Troms Fylkes Dampskibsselskap ASA.

**Valutakurs** Vekselskurs mellom to valutaer som forteller hvor mye én valuta er verdt målt i en annen.

**WACC** Weighted Average Cost of Capital – Avkastningskravet til Totalkapitalen.

# 1 Innledning

## 1.1 Bakgrunn

Hurtigruten ASA (heretter kalt Hurtigruten) har gjennomgått store og fundamentale endringer siden fusjonen mellom TFDS og OVDS i 2006. I denne perioden har selskapets aksjekurs hatt et særdeles sterkt verdifall. På samme tid velger store investorselskaper i stadig økende grad å gå inn på eiersiden til selskapet, og velger å holde på sine aksjeposisjoner over lang tid. Dette identifiserer et misforhold i oppfatningen av selskapets verdi, mellom markedet og de respektive investorene. Disse ulike verdivurderingene identifiserer dermed forskjelligartede forventninger til selskapets fremtidige utvikling og grunnlag for verdiskapning. Når selskapets aksje i tillegg er meget lite omsatt på Oslo Børs, samt underanalysert ved at ingen finansanalytikere følger aksjen på fast basis, gjør dette Hurtigruten til et relevant og særlig interessant forskningsobjekt for en verdivurdering.

Året 2011 var et ekstremt år for Hurtigruten. Gjennom året opplevde Hurtigruten eksterne sjokk både i positiv og negativ forstand. Med den NRK-produserte ”Hurtigruten – minutt for minutt” fikk konsernet stor medieoppmerksomhet både nasjonalt og internasjonalt, og ordrebestillingene strømmet følgelig på. Samtidig fikk selskapet tilslaget i den statlige anbudsrunder for den nye Hurtigruteavtalen, noe som vil lede til en tilnærmet doubling av den tidligere avtalens kontraktsinntekter. Disse hendelsene ga markedet større forventninger til selskapet og dets fremtidige verdiskapning.

Den 15. september 2011 begynte hurtigruteskipet MS Nordlys å brenne utenfor Ålesund. To personer fra besetningen omkom, og to andre ble alvorlig skadet. Skipet sto lenge i fare for å kantre og dermed gå ned, men etter en lengre redningsaksjon klarte en å redde skipet.

Hurtigruten opplevde med dette et negativt eksternt sjokk, anslått i en størrelsesorden på 20 millioner Kr i reduserte inntekter og økte kostnader. Hendelsen forårsaket følgelig en nedgang i børsverdien på selskapets aksjer. Samme år opplevde selskapet flere driftsavbrudd enn noensinne. Ekstremværet i årets siste fem uker, ga alene et tilsvarende antall driftsavbrudd som en normalt opplever på et helt år.

Selskapet opplevde i verdivurderingsens år, mange unormale hendelser med stor betydning for målingen av selskapets økonomiske stilling og prestasjoner. Samtidig innbefatter selskapets

regnskap for dette året mye såkalt dirty surplus, samt store avsetninger til de betingede utfall av pågående rettssaker.

De store omveltningene i selskapet og de mange unormale hendelsene i år 2011, produserer støy i analyseperiodens regnskaper, og gjør verdivurderingen av Hurtigruten spesielt utfordrende. Den største utfordringen med dette ligger i at en må inkorporere all denne informasjonen, og således korrigere tallstørrelsene i analyseperiodens regnskaper for formålet. Samtidig gjør dette at den strategiske analysen får enda større viktighet for fremtidsbudsjetteringen og forankringen av verdivurderingen.

Støyen i analyseperioden og de eksterne sjokkene i og rundt selskapets virke, fordrer anvendelse av såkalt fundamental verdivurdering. Denne undersøkelsesmetoden er særlig grundig, tids- og ressurskrevende, og innebærer dermed store utfordringer. Et rammeverk for en slik fundamental verdsettelse gis i boken *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, av Stephen H. Penman (2010). Denne metodikken vil i studien følges.

Jeg anser at denne studien skiller seg ut fra tidligere forskningsarbeider med formål om verdivurdering av Hurtigruten. Mastergradsoppgaven ”Verdsetting av Hurtigruten ASA” av Kay Eide (2010) ved Universitet i Tromsø, benytter ikke fundamental verdivurderingsmetodikk. Mastergradsoppgaven ”Analyse og verdivurdering av Hurtigruten ASA” av Joar Alm og Eirik Teistum (2010) ved Norges Handelshøyskole, benytter derimot fundamental verdivurdering.

Siden publiseringen av disse studiene, har imidlertid selskapet opplevd store og fundamentale hendelser som setter sitt preg på selskapets regnskaper. Denne studien skiller seg fra Eide (2010) samt Alm og Teistum (2010) ved at den strategiske analysen, regnskapsanalysen, og i særdeleshet omgrupperingen av regnskapene, er gjort mer utførlig. Dette fordi at disse analytiske stegene, i henhold til Penmans rammeverk, i enda større grad må vektlegges på grunn av den regnskapsmessige støyen i verdivurderingens forankring.

Studien ”**Strategisk regnskapsanalyse og fundamental verdivurdering av Hurtigruten ASA**” kan på bakgrunn av ovenstående drøftelse, gjøre nytte som et deskriptivt eksempel på hvordan en kan gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av et selskap som har opplevd store omveltninger og ekstreme tider.

## **1.2 Formål**

Formålet med denne studien er å estimere den teoretiske markedsverdien av Hurtigruten. Samtidig søkes det å utvikle en handlestrategi med en tilhørende anbefaling på aksjen i et investorperspektiv, ved at verdiestimatet sammenlignes med den gjeldende markedsverdien på Oslo Børs.

## **1.3 Problemformulering**

Jeg vil bruke fundamental verdsettelsesteori til å gi et estimat på den teoretiske markedsverdien av Hurtigruten. Basert på en strategisk regnskapsanalyse og en fundamental verdivurdering, vil jeg dermed forsøke å svare på følgende forskningsspørsmål:

**”Hva er verdien av Hurtigruten ASA”**

Denne problemformuleringen og studien den gir retning til, anser jeg på bakgrunn av tidligere drøftelse som et legitimt forskningsspørsmål med god nytteverdi for studenter innen økonomiske studier.

## **1.4 Avgrensning**

Oppgavens datainnsamling baserer seg i all hovedsak på analyse av sekundærdata og offentlig kjent informasjon.

Basisanslaget på verdien av Hurtigruten vil fremkomme gjennom anvendelse av den såkalte totalkapitalmetoden. Egenkapitalmetoden vil ikke benyttes da denne vil fremkomme med tilsvarende resultat som totalkapitalmetoden. Dette ved at konsistente innvirkende faktorer anvendes i beregningen av de respektive avkastningskravene. Beregning av alternative verdiestimater med utgangspunkt i relevant teori, vil kun gjøres hvis dette vurderes som gjennomførbart og egnet for studien.

Det ligger videre en avgrensning i forskningsobjektets få direkte sammenlignbare konkurrenter. Studiens regnskapsanalyse inneholder komparativ analyse av selskapets nøkkeltall mot de beregnede gjennomsnitt av andre bransjers forholdstall. Samtidig sammenlignes selskapet med andre selskaper gjennom multippelanalysen i Kapittel 11,

Alternative verdibetraktninger. Disse analysene kan bidra til å veie opp for den manglende sammenlignbarheten.

Studiens analyse av usikkerhet i Kapittel 10, er samtidig avgrenset til bare å analysere effektene til endringer av NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes), WACC (Weighted Average Cost of Capital) og vekstrate.

## **1.5 Oppgavens oppbygning**

Kapittel 2 vil presentere Hurtigruten, dets historie og bransjen selskapet har sitt virke i. Det påfølgende Kapittel 3, beskriver studiens teoretiske fundament. Deretter gis en beskrivelse av studiens metode med dens datainnsamling, dataanalyse og valgte forskningsdesign.

Kapittel 5 utgjør studiens strategiske analyse. Studiens regnskapsanalyse følger i Kapittel 6. Disse utførlige analysene danner grunnlaget for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet i oppgavens Kapittel 8.

I Kapittel 7 beregnes avkastningskravet til selskapets egenkapital gjennom CAPM-modellen, samt avkastningskravet til totalkapitalen ved hjelp av WACC.

Studiens Kapittel 9, Kontantstrømanalyse og Verdivurdering, utreder selve verdiberegningen av basisanslaget med anvendelse av totalkapitalmetoden. Kapitlet som følger innbefatter studiens analyse av usikkerhet vedrørende verdianslaget. Sammen med Kapittel 11, Alternative Verdibetraktninger, utgjør dette kapitlet rimelighetsvurderingen av basisanslaget. Samtidig inneholder sistnevnte kapittel beregningen av intervallet som Hurtigrutens teoretiske markedsverdi vurderes til å ligge innenfor.

Avslutningsvis følger studiens drøftelse og konklusjon, med presentasjon av dens resultater og handlestrategi for Hurtigrutens aksje i et investorperspektiv.

Alle beregninger, figurer og tabeller i denne studien vil for øvrig være oppført i 1000 Norske Kr.

## **2 Presentasjon av selskap og bransje**

Dette kapitlet søker å presentere Hurtigruten, dets historie og selskapets virksomhetsområder. Samtidig presenteres selskapets nåværende situasjon i forhold til økonomisk stilling, mål, strategier og organisering.

### **2.1 Hurtigruten ASA**

Hurtigruten har sin virksomhet innen reiseliv og transport. Selskapets virke finner sted både i Norge og i utlandet. Deres kjernevirksomhet omhandler forretningsområdene Hurtigruten Norskekysten og Explorer.

Helt siden 2. juli 1893 har skipsruten omtalt som ”verdens vakreste sjøreise”, fraktet gods, post og passasjerer langs Norskekysten mellom Bergen og Kirkenes. Tidligere opererte flere forskjellige dampskipsselskaper denne ruten.

Oppstarten av hurtigruten ble ansett for å være en kommunikasjonsmessig revolusjon. Postgangen mellom Trondheim og Hammerfest kunne på vinterstid være på opptil fem måneder. Med Hurtigruten ble denne redusert til noen få dager. Skipene brakte passasjerer, mat, gods og post til utkantene langs norskekysten, og ble dermed raskt en livsnerve for infrastrukturen i disse samfunnene. I dag er denne reisen en av landets fremste turistattraksjoner med en sterk nasjonal og internasjonal merkevare. Samtidig holder Hurtigruten i hevd sine viktige logistiske funksjoner for landets kystsamfunn, og fastholder dermed sin posisjon som norskekystens hovedpulsåre.

Helt siden oppstarten har denne transportlinjen vært statsstøttet. Samferdselsdepartementets anbudsrunde i 2004, omhandlende helårig drift av hurtigruten for perioden 1. januar 2005 - 31. desember 2012, hadde to anbudsgivere; Ofotens og Vesteraalens Dampskipsselskap ASA (OVDS) og Troms Fylkes Dampskipsselskap ASA (TFDS).

Denne anbudsrunderen resulterte i desember 2004 med en inngåelse av avtale med de to selskapene. På bakgrunn av svake driftsresultater, samt tilnærmet identisk virksomhet med like tilhørende strategiske og operative utfordringer, vedtok de to rederiene 1. november 2005 å fusjonere.



Det fusjonerte selskapet fikk navnet Hurtigruten Group ASA. Fusjonen trådte formelt i kraft 1. mars 2006. Den 26. april 2007 ble selskapets navn endret til det nåværende, Hurtigruten ASA.

Hurtigruten ASA er et norsk allmennaksjeselskap med hovedkontor i Narvik. Selskapet har videre også kontor i Tromsø, samt heleide salgskontorer i Hamburg, London og Paris. Datterselskapene Spitsbergen Travel og AS TIRB har sine hovedkontor i henholdsvis Longyearbyen og på Finnsnes. Selskapet sysselsatte i 2011 2019 årsverk. Av disse var 1324 fast ansatte i Norge, 482 midlertidig ansatte i Norge, samt 213 årsverk utenfor landet. Konsernsjef for selskapet er Olav Fjell, og Trygve Hegnar er styreleder [\[1\]](#).

Hovedaktiviteten til selskapet er drift av hurtigruteskipene langs Norskekysten og Explorer-produktenes cruisevirksomhet på Svalbard, Grønland og i Antarktis. Videre har selskapet virksomhet omfattende hoteldrift og turoperasjon på Svalbard, samt en øvrig virksomhet hovedsakelig bestående av bussdrift i Nordland, Troms og Finnmark og utleie av to hurtigbåter. Dette gir summert et selskap fordelt på følgende forretningsområder:

- Hurtigruten Norskekysten
- Explorer
- Spitsbergen
- Øvrig virksomhet

### **2.1.1 Mål og strategi**

Hurtigrutens visjon er som følger: ”Ekte opplevelser i unike farvann”

Gjennom denne visjonen søker selskapet å levere et produkt som tilfredsstiller behovet for å ta del i det ekte og det naturlige. Dette behovet for å fri seg fra dagliglivets stress og mas, både for hverdagsreisende og turister, fordrer aktiv deltakelse i de ”sterke opplevelsene nærheten til dramatisk natur og lokal kultur gir oss” [\[1\]](#).

Hurtigrutens merkekjerne ligger i det å være ”ekte”, og dets ambisjon er å være ”den beste måten å oppleve destinasjonen på”

Selskapets nedfelte verdigrunnlag sier at Hurtigruten skal være trygg, raus og ansvarlig. Ved å stå for disse begrepene og sørge for at de preger virksomheten, samt de valg og handlinger som gjøres, søker selskapet å oppfylle sin visjon og utvikle selskapet videre på en sikker, bærekraftig og ekte måte.

Selskapets overordnede mål er som beskrevet i Årsrapporten for 2011 [\[1\]](#):

- Selskapet skal realisere potensialet i merkevaren ”Hurtigruten” ved å videreutvikle Hurtigruten Langs Norskekysten.
- Selskapet skal befeste posisjonen som ledende innen explorerer-cruise i polare farvann.
- Selskapet skal gjennom en samlet, markedsfokusert, industrialisert organisasjon, skape varig lønnsomhet og være en attraktiv investering.

Hurtigrutens strategiske hovedfokus er å øke salget i de såkalte skuldresesongene (høst, vinter, vår), samtidig som det gode salget i sommersesongen fortsatt sikres. Selskapet ønsker å fremheve de unike opplevelsene en har også på disse årstidene, med blant annet den eksotiske mørketiden, dramatiske værforhold og nordlyset. Produktet skal dermed tilpasses, markedsinnsatsen skal forsterkes og en vil benytte en mer differensiert prissetting. Nye markeder skal utvikles og markedsinnsatsen i de eksisterende skal spisses. Produktutviklingen vil vektlegge aktive opplevelser både om bord og på land, basert på erfaringer gjort fra forretningsområdet Explorer. Dette hovedfokuset kan sammenfattes i 4 momenter [\[1\]](#):

- Markedsutvikling – økt kundekunnskap, yngre målgrupper, nye markeder, nye salgs- og distribusjonskanaler.
- Produktutvikling – aktive opplevelser, kortere reiser og et forbedret vinterprodukt.
- Modernisering av forretningsprosessene med vekt på online løsninger, internett og intern effektivisering.
- Optimalisering av skipsporteføljen – gjennom å utvikle flåten i takt med markedets krav og forventninger

For 2012 ble følgende hovedprioriteringer besluttet:

- Sikker drift.
- Øke inntektene ved volum og pris.
- Ytterligere kostnadsreduksjon.
- Redusere gjeld.

Videre søker Hurtigruten, i nært samarbeid med reiselivsbransjen og det offentlige virkemiddelapparatet, å være en drivkraft for utvikling av norsk reiseliv og markedsføring av Norge i utlandet.

### **2.1.2 Hurtigruten i dag**

Årene etter fusjonen har vært preget av sviktende økonomiske resultater og en overhengende trussel om konkurs. Synergieffekter en forventet som et resultat av fusjonen uteble, lederskiftene var hyppige, og to adskilte bedriftskulturer i henholdsvis Narvik og Tromsø fortsatte å eksistere og stå opp mot hverandre. Året 2009 ble et vendepunkt for selskapet. Selskapet klarte å løse den såkalte ”Vinterkoden”, og la med det grunnlaget for at selskapet i 2010 gikk i overskudd for første gang på mange år. Resultatet i 2011 var derimot skuffende og representerer et tilbakeslag for den gode utviklingen. Imidlertid må mange enkelthendelser, ulykken med MS Nordlys og ekstremvær ta mye av skylden for dette.

Hurtigruten har i dag fått på plass flere grunnleggende forutsetninger for lønnsom drift. En ny og sterkt forbedret statsavtale er signert frem til 2020, og på tross av et økt prisnivå oppleves en fortsatt god vekst i antall gjestedøgn. Det omfattende omstillingsprogrammet iverksatt i 2009 er nå med hell ferdigstilt, og selskapet har i 2012 refinansiert hele sin låneportefølje. Med disse fundamentale suksessfaktorene på plass, er det rimelig å anta at selskapet har et godt grunnlag for en positiv utvikling i fremtiden.

I det følgende vil det enkelte forretningsområde presenteres:

#### ***Hurtigruten Norskekysten – Statens kjøp av sjøtransporttjenester***

Hurtigruten besitter verdens største flåte av cruisefartøy for polare farvann. Langs Norskekysten disponeres 11 skip som er i daglige seilinger på ruten med 34 anløp mellom Bergen og Kirkenes (10 skip i perioden november-mars).

Statens avtale om kjøp av sjøtransporttjenester forplikter Hurtigruten til daglige anløp i alle havner langs ruten gjennom hele året. I tillegg kjøpes plass for gods nord for Tromsø. Skipene som inngår i avtalen skal ha passasjersertifikat for minimum 400 passasjerer, køyekapasitet i lugar til 150 passasjerer, samt kapasitet til å befrakte minimum 150 europaller med gods. Det sistnevnte tilsvarer godsbefraktning av 10 000 lastebiler og vogntog, som det norske veinettet dermed årlig bespares for.

Hurtigruten ble som eneste anbudsgiver i Samferdselsdepartementets anbudsrunde, tildelt konsesjon på drift av hurtigruteavtalen for perioden 2012-2019. Den nye avtalen om statens kjøp av sjøtransporttjenester har en totalramme på 5120 millioner Kr. Gjennomsnittlig gir dette en kompensasjon på 640 millioner Kr per år. Dette kompensasjonsbeløpet vil i sin helhet

bli prisjustert hvert år. Til sammenligning utgjorde statens kompensasjon 360 millioner Kr i 2011 [\[1\]](#).

Selv om produktområdet de senere årene har hatt god utvikling i forhold til resultater og antall gjestedøgn, har det ikke vært lønnsomt. Statsavtalen som den forelå frem til 2012, ga ikke store nok driftsinntekter, og bare det nylig avviklede forretningsområdet Charter, avhjalp konsernet i komme i nærheten av et årsresultat på plussiden.

Forretningsområdet sto i 2011 for 62 % av selskapets totale omsetning.

EBITDA for produktområdet var i 2011 på 204 millioner Kr, mot 259 millioner Kr i 2010 [\[1\]](#).

### ***Explorer***

Hurtigruten er i dag markedsleder innen cruise i polare farvann. Denne virksomheten er nært tilknyttet forretningsområdet Spitsbergen, og explorerskipet MS Fram som ble satt i drift i 2007, er forretningsområdets spydspiss. Virksomheten er konsentrert om tre geografiske områder; Spitsbergen, Grønland og Antarktis. I tillegg tilbys vårcruise i Europa med MS Fram mellom sesongen på Antarktis og sommeren på Grønland. MS Fram fungerer i tillegg som en buffer og operasjonell fleksibilitet for selskapet, da det kan settes inn i drift langs Norskekysten utenfor den ordinære explorer-cruise-sesongen (sommer og vinter) eller hvis særlig behov skulle oppstå.

Forretningsområdet sto i 2011 for 7 % av selskapets totale omsetning.

EBITDA endte i 2011 på 46 millioner Kr, mot 54 millioner Kr i 2010 [\[1\]](#).

### ***Spitsbergen***

Produktområdet Spitsbergen drives av det heleide datterselskapet Spitsbergen Travel AS. Kjerneaktiviteten omfatter hotell- og restaurantdrift, explorer-cruise, samt møte, kurs, konferanse og opplevelsestjenester rettet mot bedriftsmarkedet. Virksomheten innbefatter også handelsbedriften G. Paulsen AS, som er leverandør av snøscootere, utstyr, og friluftsbekledning. Bedriften driver også med utleie av slikt utstyr.

Forretningsområdet sto i 2011 for 3,5 % av selskapets totale omsetning.

EBITDA i 2011 var på 4 millioner Kr, mot 37 millioner Kr i 2010 [\[1\]](#).

### ***Charter (avviklet)***

Hurtigruten hadde frem til 01. januar 2012 klassifisert et eget produktområde kalt Charter. Produktområdets virksomhet var utleie av skip til bruk som hotellskip for diverse større prosjekter i oljeindustrien. I perioden 2008-2009 var MS Nord Norge utleid til Aker Solutions ASA som hotellskip i Adriaterhavet. Siste utleiekontrakt for forretningsområdet omhandlet skipet MS Finnmarken, som ble utleid til Boskalis Australia Pty Limited, som hotellskip for utbyggingen av Gorgon feltet utenfor Australia. Kontrakten hadde en varighet på 18 måneder med start 30. april 2010, og en verdi på cirka 700 millioner KR.

Produktområdet viste seg å være svært innbringende og resultatfremmende, og på mange måter var disse charterkontraktene redningen til Hurtigruten under de vanskelige siste årene. Med disse kontraktene ble selskapets skips- og produktportefølje vesentlig optimalisert. Per tiden er det en pågående rettssak mellom Hurtigruten og Boskalis Australia Pty Limited. Tvisten selskapene imellom går på kontraktsoppgjøret størrelse, og Boskalis har tilbakeholdt store deler av betalingen (tilsvarende 360 mill KR) i påvente av en avgjørelse.

Forretningsområdet sto i 2011 for 17 % av selskapets totale omsetning.

EBITDA i 2011 var på 118 millioner Kr, mot 176 millioner Kr i 2010 [\[1\]](#).

### ***Øvrig virksomhet***

Selskapets produktområde Øvrig virksomhet, besto i 2011 av buss og gods samt utleie av selskapets to gjenværende hurtigbåter til Veolia Transport Nord AS. Hurtigruten har en eierandel på 71,3 % i AS TIRB, som blant annet driver busstransport gjennom datterselskapet Cominor AS. Fra å være Nord Norges største busselskap, er selskapet nå en liten aktør etter sitt tap av anbudet om bussdrift i Tromsø og omegn. Samtidig er selskapet stevnet til retten av Troms Fylkeskommune. Eierandelen søkes på sikt solgt, men i påvente av en avgjørelse i denne rettsaken, er Hurtigruten i praksis tvunget til å beholde sin eierandel.

Forretningsområdet sto i 2010 for 10,5 % av selskapets totale omsetning.

EBITDA var i 2011 hele 124 millioner Kr. Dette skyldtes hovedsakelig store nedskrivninger av eiendeler tilknyttet den tidligere bussdriften i Tromsø. I 2010 var EBITDA for produktområdet 59 millioner Kr [\[1\]](#).

### 2.1.3 Hurtigruten på børs

Aksjene i Hurtigruten ASA er notert på Oslo Børs. Selskapet har 11 752 aksjonærer, hvor de 20 største av disse besitter hele 80,04 % av aksjene. Hurtigrutens aksjekapital er per 31.12.2011 på 420 259 163 Kr fordelt på 420 259 163 aksjer pålydende 1,00 Krone. Aksjene er likestilte i ethvert henseende og ingen aksjer har ulik stemmerett [8]. Selskapet eier selv 293 372 aksjer pålydende 1,00 Krone til en bokført verdi av 293 372 Kr per 31.12.2011 [1].

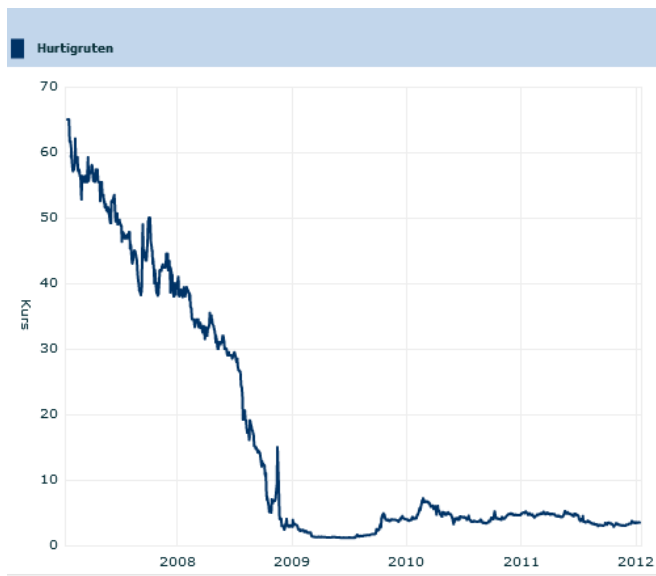
Hurtigruten søker å holde et stabilt utbyttensnivå der en tar hensyn til den finansielle situasjonen i selskapet og dets finansielle handlefrihet i forhold til videreutvikling. Følgende klipp fra Årsrapporten i 2011 viser dette: ”Hurtigruten ønsker ikke å dele ut utbytte før det er oppnådd en egenkapitalandel som anses som nødvendig i forhold til selskapets risikoprofil, samt gir selskapet tilstrekkelig finansiell handlefrihet til å foreta nødvendige investeringer for videreutvikling av selskapet. Selskapet har ikke utbetalt utbytte i de siste fire år”

Styreleder Trygve Hegnar eier gjennom sitt selskap Periscopus AS 139 253 289 aksjer i Hurtigruten - tilsvarende 33,14 prosent av aksjene i selskapet. Det nylig avgåtte styremedlemmet Per Heidenreich, er gjennom selskapet Heidenreich Enterprise Ltd Hurtigrutens nest største aksjonær med en eierpost på 17,1 %.

Under vises grafiske fremstillinger av Hurtigruteaksjens kursutvikling:



Figur 01: Aksjeprisutvikling siste år [9].



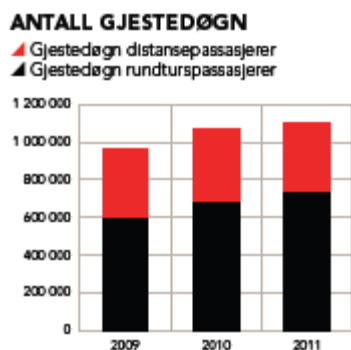
**Figur 02: Aksjeprisutvikling siste 5 år [10].**

Hurtigrutens aksje er meget lite omsatt på Oslo Børs. Dette er en naturlig følge av den svært store eierandel hos de 20 største eierne, som fastholder på sine aksjeposisjoner. Dette kan i verste fall bidra til at aksjens noterte kurs ikke reflekterer dens virkelige verdi. Aksjen vurderes imidlertid ikke til å være illikvid. Dette aspektet vil senere i oppgaven nærmere behandles. Som grafene over viser, har Hurtigruteaksjen opplevd et svært kraftig verdifall over de siste fem årene. Det siste året har verdifallet bremsset noe opp, og aksjekursen fluktuerer nå mer stabilt i et intervall mellom 3 og 5 Kr.

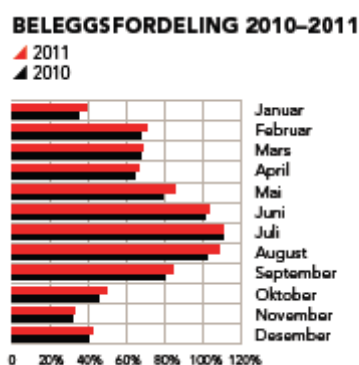
### 2.1.4 Trafikkutvikling

Hurtigruten har de senere år hatt en svært god utvikling hva angår kapasitetsutnyttelse. Med økt fokus og innsats i salgs- og markedsapparatet mot de såkalte skuldersongene, har antall gjestedøgn årlig økt med en betydelig prosentandel. Fra 2009 til 2010 var denne økningen på 11 %. Fra 2010 til 2011 var det til tross for de mange driftsavbruddene knyttet til ekstremvær og ulykken med MS Nordlys, en videre økning på 3 % i antall gjestedøgn.

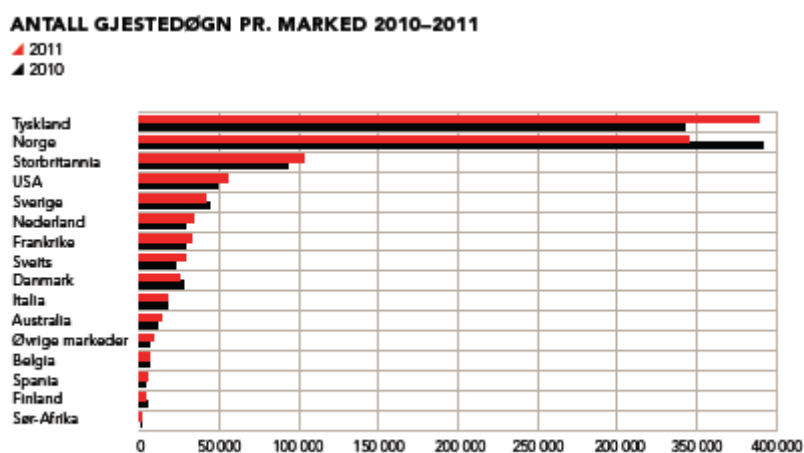
Figur 03, som vist under, fremstiller grafisk denne utviklingen i antall gjestedøgn. Samtidig presenteres figurer med beleggsfordeling per sesong og beleggsfordeling per geografisk marked:



Figur 03: Utvikling antall gjestedøgn [1].



Figur 04: Beleggsfordeling, sesong [1].



Figur 05: Beleggsfordeling, geografisk marked [1].



## 2.2 Markedssituasjon

I 2010 viste Hurtigrutens årsresultat overskudd for første gang siden fusjonen i 2006. Resultatet før skatt på 22 millioner Kr var en forbedring på 50 millioner Kr i forhold til 2009. Denne fremgangen skyldtes hovedsakelig den vesentlige økningen i antall gjestedøgn, økte inntekter i forbindelse med utleie av MS Finnmarken i produktområdet Charter, og reduserte salgs- og administrasjonskostnader. For å se helheten i forbedringen må en også ta hensyn til effekten av den sterke kronekursen på resultatet. Den anslåtte resultateffekten av sistnevnte var på omtrent 140 millioner Kr [2].

Året 2011 var et dramatisk og innholdsrikt år for Hurtigruten. Ulykken med MS Nordlys forårsaket følgelig mye negativt ladet publisitet for selskapet. Det TV-sendte "Hurtigruten – minutt for minutt", gjorde det motsatte. Samtidig førte ekstremværet i årets fem siste uker med seg like mange driftsavbrudd som en normalt opplever på ett helt år. Slike unormale hendelser og eksterne sjokk gir umiddelbare følger for aksjekurs, etterspørsel og salg.

Resultatet før skatt endte på -153 millioner Kr. Halvparten av tilbakegangen fra 2010 skyldes tapsavsetninger for de betingede utfall av selskapets pågående rettsvister med ESA og Boskalis Australia Pty Limited. Ytterligere 120 millioner Kr skyldes kanselleringer som følge av ekstremværet, ulykken med MS Nordlys og andre hendelser.

Regnskapsåret 2011 vil nærmere behandles i oppgavens Kapittel 6, Regnskapsanalyse.

Innen ferie- og fritidssegmentet møter Hurtigruten konkurranse primært fra andre arktiske destinasjoner som Svalbard, Island, Sverige, Alaska, Finland og Russland. For ferier basert på sjøreise er cruisereferiene de største konkurrentene. Utenlandske cruisereferier har de senere år økt sin virksomhet i Norge på sommerstid. Samtidig har noen av disse aktørene også vist en økende virksomhet på vinteren.

Året sett under ett, har Hurtigruten en markedsandel på noe over 15 % for cruisemarkedet langs norskekysten [1].

### 2.2.1 Reiselivsbransjen

Dette underkapitlet søker å presentere de mest sentrale utviklingstrekk for den norske og den internasjonale reiselivsindustrien. Formålet med dette er å gi innsikt i bransjen Hurtigruten har sitt virke, bransjens økonomiske effekter, samt iboende potensial for utvikling og lønnsomhet for bransjens aktører.

## Reiselivsbransjen i Norge

For en vurdering av reiselivsbransjen i Norge benyttes resultater fra Nærings- og Handelsdepartementets rapport ”Gjesteundersøkelsen 2010”. Undersøkelsen ble gjennomført i samarbeid med Cruise Norway, Innovasjon Norge, NHO Reiseliv, destinasjonsselskapene for byer og regioner i landet, samt cruisereferiene. Oppdaterte tallstørrelser nyere enn dette tallmaterialet fra 2010 er per i dag ikke tilgjengelig.

I 2010 kom det ca. 4,8 millioner overnattingsgjester og 1,4 millioner dagsbesøkende til Norge. 411 000 av disse ankom med cruiseskip. Antallet overnattingsgjester på feriereise gikk totalt opp med 10 prosent fra 2009. Disse tilbrakte til sammen om lag 31,3 millioner gjestedøgn i Norge i 2010. Noe som var 9 % flere enn i 2009. Tyskland, Sverige og Danmark er de tre viktigste markedene for norsk reiselivsnæring hva gjelder utenlandske overnattingsgjester. Antallet tyske overnattingsgjester økte med eksempelvis med 18 % i 2010, og i 2010 kom det flere turister til Norge enn noensinne [11].

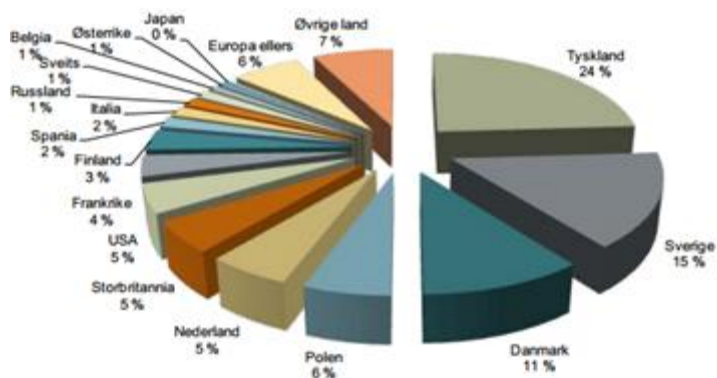
Som vist under, er denne statistikken sammenfatter i Tabell 01. Figur 06 som presenteres etterfølgende, viser disse turistankomstenes geografiske fordeling.

**Tabell 01: Utenlandsk forretnings- og ferietrafikk i Norge [11].**

	2006	2007	2008	2009	2010	Endring i % 2009–2010
<b>Ankomster i alt</b>	5 738	6 017	6 054	6 114	6 578	8
- På dagsreise	1 298	1 308	1 326	1 338	1 400	5
- Cruisepassasjerer*	355	332	381	430	411	-4
- Overnattingsgjester	4 070	4 377	4 347	4 346	4 767	10
-- på tjenestereise	970	1 082	1 135	971	1 064	10
-- på feriereise	3 101	3 296	3 212	3 375	3 703	10
<b>Gjestedøgn i alt</b>	27 215	29 169	28 726	28 802	31 346	9
- på tjenestereise	4 458	4 975	5 614	4 859	5 257	8
- på feriereise	22 757	24 194	23 112	23 943	26 089	9
<b>Motorkjøretøyer i alt</b>	1 088	1 160	1 153	1 218	1 284	5
- Personbiler	1 013	1 076	1 060	1 125	1 188	6
- Bobiler	41	50	55	56	58	4
- Biler m/camp.vogn	20	21	21	21	21	1
- Turbusser	14	13	17	16	17	9

TØI rapport 1135/2011

\*Antall cruisepassasjerer i 2006 omfatter alle som har besøkt Oslo havn og/eller Bergen havn. Fra og med 2007 omfatter antall cruisepassasjerer alle som har besøkt en eller flere norske havner



Figur 06: Turistankomster, geografisk fordeling [11].

Som den ovennevnte drøftelsen og de tilhørende grafiske fremstillingene viser, kan reiselivsbransjen i Norge, til tross for finanskrisen og den etterfølgende gjeldskrisen, vise til en sterk positiv utvikling de senere årene. En økt, mer samordnet og spisset markedsinnsats for turismen i Norge, kan med rimelighet antas å være en av de innvirkende årsakene til dette.

### ***Cruiseturisme***

I Norge har en de senere årene opplevd en sterk positiv trend også innenfor cruisetrafikken. Imidlertid kan man se en liten nedgang fra 2009 til 2010. Dette må ses på som en følge av de økonomiske utfordringene og usikkerheten som for tiden regjerer verdensøkonomien.

”Gjesteundersøkelsen 2010” viser at cruisetrafikken har økt betydelig de senere år.

Beregningene viser likevel en liten nedgang i utenlandske cruisereisende som har hatt ett eller flere besøk i norske havner i 2010 (411 000), i forhold til toppåret 2009 (430 000). Antallet skipsanløp i havnene er imidlertid det høyeste som er registrert noensinne, med i alt 1 647 cruiseanløp i 2010. Det er fortsatt sterk vekst i antall cruisegjester fra det viktigste utenlandske enkeltmarkedet Tyskland, som stod for 34 prosent av antallet cruisepassasjerer på besøk i norske havner. Imidlertid var det en nedgang i antall gjester fra andre nasjoner i 2010 i forhold til året før.

I det følgende vil det presenteres grafiske fremstillinger av det totale antall cruiseturister og cruiseanløp i norske havner, samt hvordan disse fordeler seg per geografisk marked:

**Tabell 02: Cruiseturister og Cruiseanløp Norske havner 2003-2010 [11].**

År	Antall skipsanløp	Antall passasjerer*
2003	1 358	254 000
2004	1 401	302 000
2005	1 497	324 000
2006	1 504	355 000
2007	1 452	332 000
2008	1 633	381 000
2009	1 572	430 000
2010	1 647	411 000

TØI rapport 1135/2011

Datakilder: Cruise Norway, Oslo Havnevesen og Bergen Havnevesen

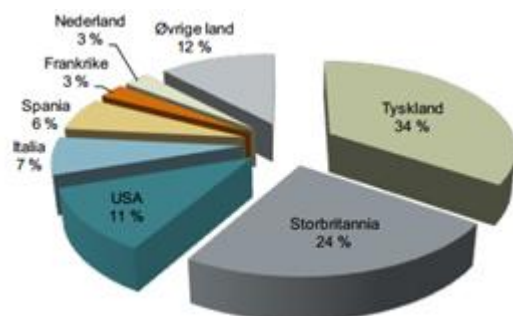
\*\*Antall passasjerer\* i årene 2003-2006 er antall cruisepassasjerer som har besøkt enten Oslo, Bergen eller eventuelt begge disse havner. For årene 2007-2010 gjelder "antall passasjerer" de som har besøkt *en eller flere* norske havner

**Tabell 03: Cruiseturister per geografisk marked 2005-2010 [11].**

Bostedsland	Antall cruisepassasjerer*					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
I alt	324 000	355 000	332 000	381 000	430 000	411 000
Tyskland	89 000	96 000	82 000	95 000	116 000	142 000
Storbritannia	90 000	97 000	96 000	115 000	118 000	98 000
USA	61 000	60 000	46 000	45 000	50 000	47 000
Italia	20 000	23 000	25 000	25 000	34 000	28 000
Spania	14 000	17 000	23 000	28 000	31 000	25 000
Frankrike	8 000	10 000	11 000	11 000	13 000	11 000
Nederland	4 000	4 000	5 000	8 000	14 000	11 000
Øvrige land	38 000	48 000	44 000	54 000	54 000	49 000

TØI rapport 1135/2011

\* "Antall cruisepassasjerer" i årene 2005-2006 er antall cruisepassasjerer som har besøkt enten Oslo, Bergen eller eventuelt begge disse havner. For år 2007-2009 gjelder antall passasjerer de som har besøkt *en eller flere* norske havner



**Figur 07: Cruiseturister per bostedsland 2010 [11].**

Ikke overraskende viser disse en utvikling og beleggfordeling per geografisk marked, med tilsvarende resultater som de presentert for HRG i oppgavens punkt 2.1.

Gjestundersøkelsens hovedkonklusjon fastslår at cruiseturismen i Norge er en vesentlig økonomisk faktor. Den samlede økonomiske effekten av cruiseturismen i Norge estimeres i direkte effekt til å være på 2,04 milliarder KR. Dette er knyttet til cruisegjesters forbruk i landets byer og bygder med anløp av cruiseskip. Tas markedsføringseffekter med, estimeres den totale effekten til 3,8 milliarder KR.

Samtidig fastslår rapporten at landets cruisevirksomhet gir et betydelig bidrag til landets sysselsetting. Det totale direkte bidraget i 2009 anslås til å være på 1592 arbeidsplasser i sesongen og 1088 arbeidsplasser utenfor sesongen. Medtas den indirekte og den induserte effekten, kan en doble denne direkte effekten. Det betyr at den totale sysselsettingseffekten av cruiseturismen antas å ha bidratt til 3 184 arbeidsplasser i sesongen og 2 176 arbeidsplasser utenfor sesongen i 2009 [12].

Ved sammenligning av resultatene i den ovennevnte rapporten med The European Cruise Council's landrapport for Norge [13], som er en del av rapporten Contribution of Cruise Tourism to the Economies of Europe, 2009, samt opplysninger fra NHOs rapport om cruise og landbasert reiseliv [14], viser sistnevnte kilde et enda høyere anslag for cruiseturismens direkte økonomiske effekt for Norge. I følge denne rapporten fordeler den økonomiske effekten seg som følger:

- Havneavgifter samt avgifter til Kystverket (los mm.) 70 mill. KR i 2008.
- NO<sub>x</sub> avgifter til Staten anslått til 70 mill KR.
- Cruiseindustriens direkte utgifter i Norge er anslått til 417 mill. euro, hvilket svarer til 3.37 mrd. KR (2009).

Videre beskriver rapporten cruiseindustriens direkte utgifter i Norge med følgende fordeling:

**Tabell 04: Cruiseindustriens økonomiske effekt i Norge, 2009 [13].**

**Tabell 8: Beregning av cruiseindustrien økonomiske effekt for Norge 2009**

Cruiseindustriens forbruk i alt	3.37 Bill NOK
Herav: Rederiernes innkjøp	1.71
Passasjer forbruk	0.53
Bygning av cruiseskipe	0.52
Betaling til ansatte i cruiserederiene	0.61

Kilde: European Cruise Council Country Report, Norway (Contribution of Cruise Tourism to the Economies of Europe, 2009).

Som estimatene til de to rapportene viser, kan en trygt fastslå at cruiseturismen har en betydelig økonomisk effekt for landet Norge, dets regioner, samt landets byer og tettsteder med anløp av cruiseskip.

## **Reiselivsbransjen - Internasjonalt**

Den landbaserte turistnæringen har de senere år hatt en negativ tendert utvikling i store deler av Europa. På samme tid har imidlertid cruiseturismen vist seg som en sektor i vekst.

Tidligere var denne reiseformen ansett for å være et amerikansk fenomen, og et luksusgode stort sett forbeholdt et eldre og mer kjøpesterkt markedssegment. I dag ser man at dette er i endring. Flere og bredere baserte segmenter i forhold til alder og inntekt, velger nå cruise som transport- og ferieform. Samtidig som cruisemarkedet har vokst, har skipene økt i størrelse og tilbud av fasiliteter og aktiviteter.

Den internasjonale cruisebransjen har de senere årene hatt en god utvikling. Finanskrisen og den etterfølgende gjeldskrisen voldt ikke cruisebransjen som helhet noen vesentlig nedgang. Enkelte europeiske land hadde en viss nedgang, andre en stagnasjon i vekstraten, men sett under ett fortsatte den positive utviklingen for bransjen.

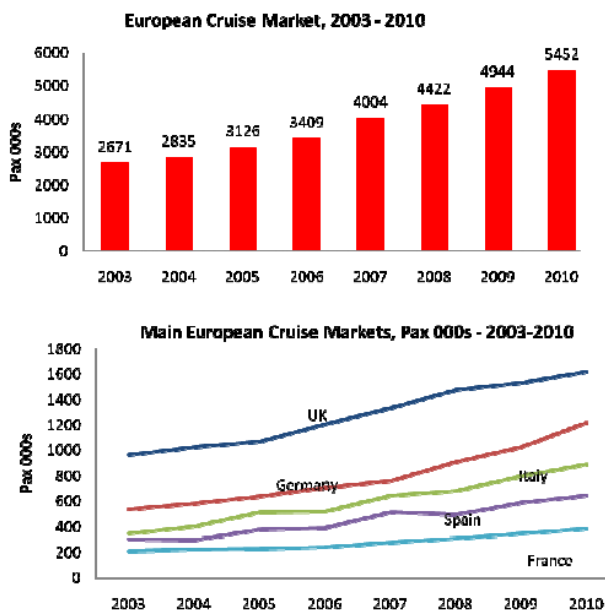
I det følgende presenteres grafiske fremstillinger av statistikk vedrørende den europeiske cruisebransjen 2010. Disse er hentet fra en rapport produsert av European Cruise Council kalt "Statistics and Source Markets 2010" [\[15\]](#).

**Tabell 05: Cruisepassasjerer per geografisk marked, 2010** [\[15\]](#).

Passengers (000s)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	% change 2009-2010
UK*	964	1,029	1,071	1,204	1,335	1,477	1,533	1,622	6
Germany	537	583	639	705	763	907	1,027	1,219	19
Italy	346	400	514	517	640	682	799	889	11
Spain	307	300	379	391	518	497	587	645	10
France	212	222	233	242	280	310	347	387	12
Scandinavia (inc Finland)	54	56	42	62	94	123	173	168	-3
Benelux	42	41	42	64	82	92	110	126	15
Austria	35	38	39	44	52	59	80	93	16
Switzerland	47	50	51	56	64	65	76	91	17
Other*	127	115	117	123	175	211	213	212	1
<b>Total</b>	<b>2,671</b>	<b>2,835</b>	<b>3,126</b>	<b>3,409</b>	<b>4,004</b>	<b>4,422</b>	<b>4,944</b>	<b>5,452</b>	<b>10</b>

\* Includes other countries and cruise lines returns where destinations are not specified. \* UK includes Rep. of Ireland.  
Source: ECC/IRN Research

Som en ser viser tabellen over store likhetstrekk med den tidligere presenterte fremstillingen av Hurtigrutens mest sentrale markeder.



Figur 08: Totalt antall cruisepassasjerer i Europa 2010 [15].

Figuren over fremstiller grafisk den positive utviklingstrenden for bransjen som helhet. Totalt booket over 5,5 millioner europeere cruisereiser i 2010. Dette var en økning på 10 % fra 2009. Cruiseindustriens direkte forbruk i Europa anslås til å være på 14,5 milliarder Euro i 2010. Av dette utgjør passasjerenes og besetningens forbruk 3,1 milliarder Euro. Noe som innebærer en stigning på 8,1 % fra 2009 til 2010. Passasjerenes gjennomsnittlige forbruk i anløpshavnene er beregnet til 61 GBP, tilnærmet 569 KR per passasjer [16].

## 2.3 Konklusjon presentasjon av selskap og bransje

Dette kapitlet presenterer Hurtigruten som et selskap som har gjennomgått store og fundamentale endringer de senere år. Samtidig viser utledningen et selskap som fortsatt er i en presset økonomisk situasjon. De senere årene viser likevel totalt sett en svært positiv utvikling, og det er rimelig å si at mye mer nå ligger til rette for lønnsom drift av selskapet.

Med utgangspunkt i ovennevnte drøftelse, cruisebransjens positive utviklingstrend i Norge og Europa, samt den betydelige økonomiske effekten cruisevirksomhet har for Norge, kan en med rimelighet fastslå at Hurtigruten virksomhet befinner seg i en bransje med stort utviklings- og lønnsomhetspotensial.

Dette kapitlet må kun anses som en grunnleggende innføring og presentasjon av selskapet og dets bransje. Sentrale utviklingstrekk for selskapet og bransjen er presentert sammen med en kort oversikt over selskapets historikk og økonomiske prestasjoner. En nærmere analyse av Hurtigruten og cruisebransjen de har sitt virke i, vil nærmere utredes i oppgavens Kapittel 5, Strategisk analyse.

### **3 Teoretisk fundament**

Dette kapitlet søker å gi en utførlig presentasjon av det teoretiske fundamentet som denne oppgaven bygger på. Nåtidens mest anvendte metoder for verdsettelse av selskaper vil presenteres, med sine respektive styrker, svakheter og egnethet i forhold til bruksområde. Innledningsvis vil det redegjøres for hvilke verdidrivere som genererer verdien til et selskap. Kapitlet vil avsluttes med en redegjørelse for mitt valg av verdsettelsesmetode.

#### **3.1 Verdidrivere**

Det grunnleggende prinsippet for verdiskapning er i følge (Koller et al., 2010) et selskaps evne til å generere fremtidige kontantstrømmer med avkastning, ROIC/ROCE, større enn den veide gjennomsnittlige kapitalkostnaden, WACC. Kombinasjonen av vekst og avkastning på investert kapital/sysselsatt kapital, ROIC/ROCE, relativ til sin kostnad, er hva som driver et selskaps verdi. Omformulert kan dette beskrives som et selskaps evne til å skape residualinntekter med en økende vekstrate og evne til å skape varige konkurransefordeler (Penman, 2010).

I Hurtigruten sitt tilfelle er disse verdidriverne følgelig nært tilknyttet skipenes beleggutnyttelse ved salg av produktene, og prisen for disse transaksjonene.

Verdien av et selskap er i følge Penman (2010) verdien av selskapets gjeld + Verdien av selskapets egenkapital. Dette beskriver kun at totalverdien som et selskap generer, må fordeles mellom de forskjellige krav til denne verdien. Disse kravene kan hovedsakelig deles inn i to grupper: aksjeeiere med krav til selskapets egenkapital, og gjeldseiere med krav til selskapets gjeld.



I det videre følger en redegjørelse for sentrale måltall og begreper knyttet til måling av verdiskapning.

### 3.1.1 ROCE

Den senere tiden har ROCE (Return on Capital Employed) erstattet ROIC (Return on Invested Capital) som det mest anvendte måltallet på avkastning. I det følgende vil oppgaven derfor fokusere på sysselsatt kapital i selskapet og anvende ROCE for måling av avkastning.

Sysselsatt kapital representerer den mengde kapital investert og anvendt i selskapet, og som til enhver tid virker i selskapet. Sysselsatt kapital defineres som Totalkapital fratrukket Rentefri gjeld, eller eventuelt som Sum egenkapital tillagt Sum netto finansiell gjeld.

ROCE er dermed ett måltall som sier hvor god avkastning en har på selskapets sysselsatte kapital. Nærings- og Handelsdepartementet anbefaler bruk av sysselsatt kapital som analysenivå og ROCE som mål for rentabilitet, da dette vil eliminere effekten av forskjeller i kapitalstruktur [17].

Flere forskjellige ROCE-definisjoner eksisterer og anvendes. Variasjonen de imellom går i hovedsak på definisjonen av hva som er sysselsatt kapital, og den skattemessige behandling av driftsresultat.

For beregningen av sysselsatt kapital i denne oppgaven vil i Penman (2010) og Gjesdahl (2007) sin tilnærming anvendes. Videre vil følgende definisjon av ROCE benyttes (Gjesdal & Johnsen, 1999):

$$ROCE = \frac{\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter}}{\text{Totalkapital} - \text{Rentefri gjeld}}$$

Av dette følger det at:

$$ROCE = \frac{NOPLAT}{\text{Sysselsatt kapital}}$$

### **Avkastningskravet til totalkapitalen – WACC**

Weighted average cost of capital (WACC) brukes som diskonteringsfaktor i verdivurdering av selskaper når en benytter totalkapitalmetoden. Dette gjøres ved at en diskonterer selskapets frie kontantstrøm (FCF) med WACC (Koller et al., 2010). Fri kontantstrøm defineres i dette henseende som kontantstrøm fra kjerneaktiviteten minus investering i ny kapital. Dette vil omformulert si at fri kontantstrøm og netto investering fremkommer som følger:

Fri kontantstrøm = NOPLAT-Netto investering

Netto investering = Sysselsatt kapital<sub>T+1</sub> – Sysselsatt kapital<sub>T</sub>

Koller et al., (2010) beskriver følgende formel for WACC:

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

Hvor:

D = Rentebærende gjeld

V = Totalkapital (til markedsverdi)

E = Egenkapital (til markedsverdi)

s = Skattesats

k<sub>e</sub> = egenkapitalens kostnad

k<sub>d</sub> = gjeldens kostnad

WACC er den avkastning selskapets investorer som et minimum forventer å få på sine investeringer i selskapet, og representerer dermed alternativkostnaden til kapitalen (Koller et al., 2010). Som ligningen over viser, inneholder den 4 viktige komponenter: egenkapitalens kostnad, kostnaden av gjeld etter skatt og andelen av de to komponentene rentebærende gjeld og egenkapital målt til markedsverdi i forhold til totalkapitalen.

En grunnleggende forutsetning for bruk av WACC-formelen er at forholdet mellom selskapets rentebærende gjeld og selskapets egenkapital er tilstrekkelig stabilt over det tidsrommet en ser på. Hvis dette forholdet varierer for mye, vil en fremkomme med et feilaktig avkastningskrav som en baserer verdivurderingen på. I slike tilfeller anbefales det derfor at egenkapitalmetoden benyttes for verdivurdering (Boye & Meyer, 2008).

For Hurtigruten som har gjennomført en større restrukturering og to store refinansieringer de senere år, og dermed har instabilitet i forholdet mellom dets rentebærende gjeld og egenkapital, er det derfor i henhold til Boye og Meyer (2008) sin anbefaling, mest hensiktsmessig å benytte egenkapitalmetoden. Imidlertid vil omgrupperingen av årsregnskapet justere for noe av denne instabiliteten. Samtidig viser oppgavens senere regnskapsanalyse og fremtidsbudsjettering, at denne instabiliteten utover prognoseperioden prognostiseres til å forsvinne. Totalkapitalmetoden vil i henhold til Koller et al.(2010), Penman (2010) og Gjesdahl (2007), være den metoden som hovedsakelig benyttes i denne oppgavens verdivurdering. CAPM og WACC, som utledes med resultatet fra CAPM, står dermed svært sentralt i nåverdiberegningen av de fremtidige kontantstrømmene og dermed selve anslaget på selskapsverdi.

### ***Kapitalverdimodellen – CAPM***

Kapitalverdimodellen (CAPM – Capital Asset Pricing Model) brukes for å beregne kostnaden av et selskaps egenkapital.

Nøyaktighet og realitet i beregningen av avkastningskravet, er svært kritisk i en verdivurderingsprosess der fremtidige kontantstrømmer skal vurderes. I det følgende vil kapitalverdimodellen og dens enkelte ledd grundig utledes. Dette i den hensikt å vise hvordan det relevante avkastningskravet fremkommer, samt redegjøre og begrunne for valg av verdier på de forskjellige parametre som virker inn.

Formelen for CAPM fremkommer som følger (Bodie, Kane, & Marcus, 2008):

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

Hvor:

$E(R_i)$  = Forventet avkastning på underliggende investering. I dette tilfelle egenkapitalen

$r_f$  = Risikofri rente

$\beta_i$  = Underliggende aksjes volatilitet i forhold til markedet

$E(R_m)$  = Forventet avkastning i markedet

Egenkapitalens kostnad bestemmes av 3 faktorer; den risikofrie rente, markedets risikopremie og en risikojustering som reflekterer selskapets volatilitet i forhold til det gjennomsnittlige selskapet i markedet. Sistnevnte faktor omtales som Beta, og er et mål på den

markedsrelaterte, udiffereiserbare risikoen for en aksje. I gjennomsnitt er Beta lik 1 for børsnoterte aksjer. Dette vil si at aksjekursen perfekt varierer i takt med totalindeksen av børsnoterte aksjer.

$E(R_m) - r_f$  viser markedets risikopremie og er følgelig den samme for alle selskaper. Den risikofrie rente er selvfølgelig også den samme for alle selskapene. Dermed er det kun beta som varierer mellom selskapene (Koller et al., 2010). Det er derfor rimelig å anta at risikopåslaget for en bestemt aksje fremkommer ved å multiplisere markedets risikopremie med denne aksjens Beta (Boye & Meyer, 2008).

### ***Risikofri rente***

Kjøp og salg av foretak er normalt langsiktige investeringer. I verdsettingsteori anbefales derfor at en benytter en langsiktig statsobligasjonsrente når en skal bestemme den risikofrie renten. Den lange renten kan ses på som et gjennomsnitt av de forventede fremtidige korttidsrentene, og vil dermed avspeile den forventede fremtidige prisstigningen. Imidlertid vil en normal forutsetning om prisstigning på samme nivå som den nåværende i fremtidsbudsjetteringen av kontantstrøm, gjøre den mellomlange statsobligasjonsrenten mer hensiktsmessig. Dette for at forutsetningene en legger til grunn i verdivurderingen må ha konsistens med det arbeidet en har gjort tidligere i verdivurderingsprosessen. Den korteste statsobligasjonsrenten er ikke anbefalt anvendt, da den fluktuerer mer enn den mellomlange. Lange statsobligasjoner inneholder i tillegg en større "kursrisikopremie" enn de kortere rentene. Dette fordi at en gitt renteendring i større grad endrer kursen på en lang obligasjon sammenlignet med en kort obligasjon. Anvendelse av mellomlang rente anbefales som hovedregel for formålet om verdivurdering av foretak. Historisk har normal realrente vært på cirka 2 %. Med en inflasjon på 2,5 % vil dermed den risikofrie renten ligge på 4,5 % (Boye & Meyer, 2008).

Valg av risikofri rente for formålet om verdivurdering av Hurtigruten, vil nærmere beskrives i oppgavens kapittel 8, Avkastningskravet til Egenkapitalen.

### ***Markedets risikopremie***

Risikopremien for markedet velges ofte i konsistens med beregninger av historiske tallstørrelser på dette. Den underliggende antakelsen er at investorer historisk har realisert den risikopremien de forventet før investeringsbeslutningen. Ved bruk av denne definisjonen forutsettes det at krav til fremtidig risikopremie tilsvarer historisk risikopremie.

En slik "ex post"undersøkelse av Dimson et al. (2006), viser at i perioden 1900-2005 var den gjennomsnittlige realavkastningen på aksjer notert på Oslo Børs 4,3 %, mens den gjennomsnittlige realrenten i samme tidsrom ble anslått til å ligge på 1,2 %. Dermed ligger differansen mellom disse, risikopremien for markedet, på cirka 3,1 % ved bruk av et geometrisk gjennomsnitt (Boye & Meyer, 2008).

Over det lange tidsrommet til denne undersøkelsen, har fundamentale endringer skjedd i Norge. Blant annet gjelder dette offentlig regulering og skattelovgivning. Denne oppgaven vil derfor søke å se bort fra "ex post" definisjonen av markedsrisikopremien som den historiske risikopremien.

En "ex ante" forståelse av begrepet vil derimot legges til grunn. Denne baseres på markedsaktørers krav til aksjeplasseringers avkastning utover den risikofrie renten. Markedets risikopremie kan dermed defineres som den forventede meravkastningen gitt ved investeringer i aksjemarkedet i forhold til "risikofrie" statsobligasjoner. I henhold til sistnevnte definisjon og forståelse av markedsrisikopremien, vil en "ex ante" metodikk bli benyttet i det videre for oppgaven.

Opgaven tar utgangspunkt i funn fra PriceWaterhouseCoopers og Norske Finansanalytikerers Forenings undersøkelse: "Risikopremien i det norske markedet 2011 og 2012" [\[18\]](#).

Undersøkelsen baseres på svar fra 294 av NFFs 1 200 medlemsbedrifter. Funnene i denne undersøkelsen og valg av nivå på markedets risikopremie vil utledes nærmere i oppgavens kapittel 8.

### **Beta**

Beta sier noe om hvordan en aksjes verdi samvarierer mot en valgt indeks. Dersom beta er 1, vil aksjens verdi svinge perfekt i takt med den sammenlignbare indeksen. Dersom beta er mellom 0 og 1, vil svingningene i aksjens verdi være mindre enn svingningene i indeksen. Dersom beta er større enn 1, vil svingningene i aksjens verdi være tilsvarende større enn svingningene i indeksen. En negativ betaverdi impliserer at aksjen er negativt korrelert med indeksen, og at en oppgang i indeksen vil føre til en nedgang i aksjens verdi og vice versa. Betaverdien er derfor et mål på en aksjes risiko i forhold til markedet.

Den markedsrelaterte risiko, Beta, vil beregnes ved hjelp av regresjonsanalyse foretatt i Microsoft Excel.

Regresjonsanalysen er basert på tradisjonell finansiell matematikk og fremkommer ved følgende formel:

$$\beta = \frac{\sigma_{r,rm}}{\sigma_{rm}^2}$$

Som formelen viser tar denne fremgangsmåten utgangspunkt i beregning av kovariansen til selskapets avkastning,  $r_j$ , mot markedets avkastning,  $r_m$ , og dividerer denne på den beregnede variansen til markedets avkastning,  $r_m$ .

Månedlig avkastning på Hurtigrutens aksje vil her ses opp mot avkastningen i markedet i form av OSEBX (Oslo Børs Benchmark Index). Oslo Børs Hovedindex er valgt som indeks da denne er svært utbredt anvendt i praksis for formålet, og at denne: ”skal være en investerbar indeks som inneholder et representativt utvalg av alle noterte aksjer på Oslo Børs.” [\[19\]](#).

Beregningsgrunnlaget inneholder de månedlige historiske avkastninger over en 5-årig periode, med totalt 60 observasjoner. Dette er i tråd med anbefalingen i Koller et al. (2010). De daglige kursene for HRGs aksje og OSEBX er lastet ned fra Oslo Børs, og omarbeidet til månedlige størrelser ved å benytte siste tilgjengelige kurs for hver av månedene.

Følgende regresjonsuttrykk legges til grunn:

$$r_i = \alpha_i + \beta_i * r_m + e_i$$

Hvor:

$r_i$  = Månedlig avkastning for Hurtigruten ASAs aksje

$\alpha_i$  = Skjæringspunktet

$\beta_i$  = Betaverdi

$r_m$  = Månedlig avkastning OSEBX

$e_i$  = Feilledd

Betaberegningene som fremkommer vil justeres ved hjelp av den såkalte Bloomberg-metoden. Dette gjennomføres for å korrigere for det faktum at beta over tid vil gå mot markedets gjennomsnittlige avkastning med en beta på 1.

Den såkalte Bloomberg-justeringen gjøres ved hjelp av følgende formel:

$$\text{Justert beta} = (0.67) \times \text{Råbeta (historisk beta)} + (0.33) \times 1$$

Dette betyr at 1/3 av betaverdien en estimerer baserer seg på en  $\beta = 1$ , og dermed markedets gjennomsnittlige avkastning.

Beregningen av beta og valg av bestestimat som inngår i CAPM, vil i oppgavens kapittel 8 nærmere utledes.

### ***Illikviditetspremie***

For enkelte selskaper tillegges en illikviditetspremie som et ledd i CAPM-formelen. Dette er en kompensasjon for investorer hvis selskapet har en aksje som er vanskelig å omsette i markedet. I hovedsak gjelder dette ikke-børsnoterte selskaper og aksjer som er lite likvide. Selv om Hurtigruten sine aksjer har en lav omløpshastighet og trades lite, vurderes ikke den børsnoterte aksjen som lite likvid. Det vurderes derfor ikke som nødvendig å tillegge en slik premie i avkastningskravet.

Teorien som over er presentert vil legges til grunn for beregningene av Hurtigrutens avkastningskrav til egenkapitalen i oppgavens kapittel 8.

### **3.1.2 Vekstmuligheter**

Vekstraten,  $g$  (growth), viser hvordan en antar at et selskaps finansielle utvikling vil arte seg. I verdsettingsmodeller defineres growth som raten et selskaps NOPLAT (Net operating profit less adjusted taxes) og kontantstrøm vokser for hvert år (Koller et al., 2010).

Sammenhengen mellom vekstraten, ROIC/ROCE, og kontantstrøm (representert av investeringsraten) kan matematisk vises som følger:

$$\text{Investeringsrate} = \text{Vekstrate} / \text{ROIC} \text{ eks. } 25 \% = 5 \% / 20 \%$$

For alle nivåer av vekst, vil verdien øke ved forbedringer i ROIC/ROCE. Alt annet holdt fast, vil dermed en høyere ROIC/ROCE alltid være positivt. Det samme kan ikke sies om vekst.

Ved en høy ROIC/ROCE, vil raskere vekst øke verdien. Når ROIC/ROCE er lavere enn avkastningskravet, WACC, vil imidlertid en økning i vekst nødvendigvis kun ødelegge verdi. Dermed kan man si at skillelinjen mellom verdiskapning og verdiødeleggelse gjennom vekst, er der hvor ROIC/ROCE er lik WACC (Koller et al., 2010). En økning i vekstfaktoren vil dermed øke verdien så lenge ROIC/ROCE er høyere enn kapitalkostnaden, WACC, og

redusere verdien ved en økning i vekstfaktoren når ROIC/ROCE er lavere enn kapitalkostnaden.

## 3.2 Verdsettelsesmetoder

Generelt kan en inndelegge de ulike metodene for verdsetting av foretak i tre grupper: Fundamental verdsettelse, Komparativ verdsettelse og Opsjonsbasert verdivurdering. Alle de ovennevnte metodene har som formål å estimere verdien av selskapets egenkapital.

Det finnes ikke et fasitsvar på hvilken av disse metodene som gir det mest korrekte verdiesestimater. Valget av verdsettelsesmetode må være en følge av en utførlig vurdering av selskapet, dets bransje, dets fase i livssyklusen, dets kritiske risikofaktorer og type risiko disse favner inn under, samt forutsetninger om videre drift. Oppsummert bør en derfor vurdere selskapet slik markedet antas å vurdere selskapet.

Verdien man kommer frem til vil variere avhengig av hvilken metode man har valgt å anvende. Ofte benytter en seg av flere ulike metoder i en verdivurdering. Dette for å sammenligne og rimelighetsvurdere resultatene som fremkommer. Samtidig søker en ofte å sammenfatte disse vanligvis ganske så forskjellige punkttestimatene, til et definert intervall som en vurderer at verdien ligger innenfor.

### 3.2.1 Fundamentale verdsettelsesmetoder

En fundamental verdsettelse fordrer en omfattende kvalitativ analyse av de økonomiske forholdene i foretaket. Strategisk analyse og regnskapsanalyse er utgangspunkt for denne metoden. En kjent grunnsetning og huskeregel for verdsettelse lyder; *"anchor a valuation on what you know rather than speculation"* (Penman, 2010:19). Dette sitatet tilkjenner hva som bør være kjernen og utgangspunktet for en verdsettelse. Finansiell rapportering i form av finansregnskapet inneholder harde tall og informasjon som er basert på regnskapsprinsipper og regnskapslovgivning. Ved etterfølgelse av lovverket og disse regnskapsprinsippene, vil spekulasjon i stor grad være ekskludert.

I de fundamentale verdsettelsesmetodene ligger utgangspunktet i bunnlinjetallet til enten bokført verdi av egenkapitalen fra balansen, eller i earnings (driftsresultat etter skatt) i resultatregnskapet. Disse fungerer da som det såkalte ankeret.



Fundamentale verdsettelsesmetoder er i det følgende videre inndelt i balansebaserte og inntjeningsbaserte modeller.

Et rammeverk for en slik fundamental verdsettelse gis i boken *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, av Stephen H. Penman (2010).

I boken defineres Intrinsic Value som følger: *"Intrinsic value is the worth of an investment that is justified by the information of its forecasted payoffs"* (Penman, 2010:4). Denne definisjonen viser viktigheten av fundamental analyse som beslutningsgrunnlag, og understøtter prinsippet om at *"price is what you pay, but value is what you get"* (Buffet, 2010:15) [\[22\]](#).

Imidlertid kan ikke Penmans definisjon av intrinsic value leses fullstendig ordrett.

Fundamental analyse kan aldri ta bort all usikkerhet forbundet med informasjonen som ligger til grunnlag for ledelses- og investeringsbeslutninger. Følgelig kan analysen heller ikke endre på kvaliteten i finansiell rapportering som ligger til grunn for verdivurderinger. Til tross for dette gir fundamental analyse et sett med prinsipper som, anvendt på en rasjonell og fornuftig måte, kan redusere usikkerhet.

Penmans rammeverk består av 5 faser. Den første fasen er en strategisk analyse. Hensikten med denne er utvikling av forståelse og innsikt i underliggende økonomiske og strategiske forhold. Den strategiske analysen omfatter en ekstern analyse av markedet som foretaket opererer i, og søker å identifisere muligheter og trusler som eksisterer i dag eller som kan innvirke i nær framtid. Samtidig inneholder den strategiske analysen en analyse av interne forhold med fokus på hva som er, og hva som vurderes til å kunne bli strategiske konkurransefortrinn som genererer verdi for bedriften.

Den andre fasen er en analyse av foretakets regnskap. Intensjonen med denne analysen er å identifisere trender eller mønster i utviklingen for de ulike regnskapspostene, og dermed være et fundament for prognostiseringen av fremtidsregnskapet i fase 3. En omgruppering av finansregnskapet vil normalt være nødvendig å foreta. Samtidig må en justere for eventuelle målefeil eller korrigere for vesentlige engangshendelser som vil påvirke prognosenes validitet ufordelaktig.

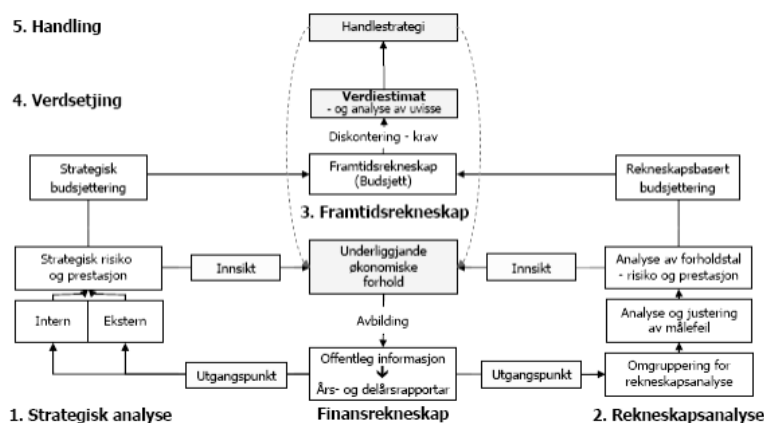
Tredje fase består i å utvikle et fremtidsregnskap for bedriften med basis i resultatene fra den historiske regnskapsanalysen. Forventet utvikling i driftsinntekter, vesentlige kostnadsposter og ulike balansestørrelser er utgangspunkt for prognosene.

I fjerde fase søker man å finne nåverdien av de framtidige kontantstrømmene som er prognostisert i fremtidsregnskapet. De estimerte framtidige kontantstrømmene justeres for risiko og pengenes tidsverdi, og diskonteres til nåtid innbefattet disse hensyn. Her vil flere forskjellige metoder kunne anvendes for å komme frem til verdien av selskapets egenkapital. Dette steget er selve verdsettelsen av selskapet, og vil ut fra metode fremkomme med ulike verdier.

Femte og avsluttende fase innbefatter utviklingen av en handlestrategi basert på den fundamentale verdsettelsen. I et investorperspektiv bør en holde på aksjen hvis beregnet verdi er nær dagens aksjekurs. Dersom verdien ligger over dagens aksjekurs bør en handle aksjen, og ligger den under og er overpriset, bør en selge aksjen.

Ut fra et investorperspektiv vil beslutningen her være å vurdere hvorvidt nåverdien av selskapet er over- eller underpriset i forhold til den gjeldende markedsverdien.

Heri ligger den store forskjellen i beslutningsgrunnlaget mellom en fundamental analytiker og en analytiker som benytter enklere verktøy som multipler. Investorer, interne og eksterne, får gjennom en fundamental analyse et måltall for sammenligning som inkorporer all tilgjengelig informasjon. Screening kan ved en fundamental analyse dermed gjøres ved en P/V (Pris/estimert verdi) ratio, i stedet for P/E eller P/B.



**Figur 09: Financial Statement Analysis and Security Valuation (Penman, 2004)**

Figuren over viser verddivurderingsprosessen og dens faseinndeling etter Penmans rammeverk.

En fundamental analyse og verddivurdering tar i hovedsak utgangspunkt i historisk informasjon. Derfor passer denne verdsettingsmetoden best for modne selskaper som over tid har eksistert i tilnærmet lik form. Selskaper i endring eller nyoppstartede foretak passer følgelig ikke for denne metoden. Penmans femtrinns rammeverk for fundamental analyse vil i denne oppgaven anvendes.

Fundamentale verdsettelsesmetoder baserer seg på beregning av netto nåverdier (NPV). Substansverdimodeller eller ulike typer diskontert kontantstrøm modeller (DCF) er metodene som anvendes mest. DCF modellene kan hovedsakelig videre inndeles i tre grupper med hensyn på utgangspunkt for verddivurderingen: egenkapitalmetoden, totalkapitalmetoden og punktvis verdsettelse av verdidrivende faktorer.

### ***Balansebaserte metoder***

Hurtigruten plikter som et børsnotert foretak å avlegge sitt årsregnskap etter den internasjonale regnskapsstandarden IFRS.

IFRS er balanseorientert og har et større fokus på virkelig verdi. Tradisjonell regnskapsavleggelse anvender i hovedsak historisk kost prinsippet, og vil derfor ikke gi et like rettviseende bilde av balansestørrelsens reelle markedsverdier.

De balansebaserte metodene som anvendes er; matematisk verdi, substansverdi og likvidasjonsverdi. Metodene tar utgangspunkt i selskapets rapporterte balanse, og søker å korrigere denne for eventuelle merverdier og mindreverdier. Kjernen i de balansebaserte metodene ligger i beregningen av selskapets egenkapital som differansen mellom verdiene av eiendelene og gjelden. Merverdier eller goodwill som fremkommer ved at en bestemt

virksomhet benytter eiendelene, vil kompliserere en slik beregning. I følge Boye og Meyer (2008) vil de balansebaserte metodene da ikke være hensiktsmessige å velge. I praksis benyttes de balansebaserte metodene oftest hvis fortsatt drift av selskapet ikke kan forutsettes, og en avvikling er nært forestående. Metoden foretrekkes også i bransjer med et aktivt annenhåndsmarked som for eksempel eiendom, shipping og finans [20].

### ***Matematisk Verdi***

Et selskaps matematiske verdi er den regnskapsmessige verdien av egenkapitalen basert på de lovpålagte vurderingsregler. Metoden er i praksis lite anvendt da regnskapsstørrelser i stor grad er basert på historisk kost, og dermed ikke reflekterer virkelig verdi. Denne metoden vil i studien benyttes som en alternativ verdibetraktning i Kapittel 11.

### ***Substansverdi***

Differansen mellom markedsverdien av egenkapitalen og markedsverdien av gjelden er utgangspunkt for substansverdimetoden. Ved bruk av denne metoden bør en foreta en selvstendig verdivurdering av eiendelene. Normalt kan en foreta en relativt nøyaktig verdsettning av omløpsmidler og gjeld. Problemet ligger i vurderingen av anleggsmidlene, som ofte kan inneha en verdi som avviker i betydelig grad fra den bokførte verdien. Hvis et velfungerende annenhåndsmarked ikke eksisterer, vil en ikke kunne fremkomme med et meningsfylt verdianslag. Boye og Meyer (2008) argumenterer for at substansverdimetoden passer best for mindre, personavhengige selskaper i bransjer med små etableringsbarrierer, og vil derfor i det videre ikke vektlegges i denne oppgaven.

### ***Likvidasjonsverdi***

Et selskaps likvidasjonsverdi gir uttrykk for det minimumsbeløp aksjonærene vil sitte igjen med hvis selskapet avvikles. Som substansverdimetoden grunner denne verdsettingsmetoden på bokførte verdier av egenkapitalen. I motsetning til substansverdimetoden forutsettes imidlertid ikke fortsatt drift av selskapet. Dermed vil verdsettelse med likvidasjonsverdimetoden gi lavere verdi. Eiendelene vurderes til hva de kan selges for innenfor en kort tidshorisont, fratrukket transaksjonskostnader. Hurtigruten base av eiendeler består hovedsakelig av cruiseskip for polare farvann. Skipene er i motsetning til cruiseskip med sitt virke sør i Europa, i Middelhavet og andre frekventerte cruisedestinasjoner, ikke utstyrt med store lugarer og fasiliteter som kjøpesentre, kasino, badebassenger, etc. Hurtigrutens skip har samtidig grunnet sin størrelse svært begrenset passasjerkapasitet sammenlignet med disse. Da det på grunn av dette ikke finnes et effektivt marked for salg av

Hurtigrutens skip, anses ikke likvidasjonsverdi til å være relevant i den videre verdivurderingen.

### ***Inntjeningsbaserte***

I praksis er inntjeningsbaserte metoder stort sett det foretrukne valg av metode ved forutsetning om fortsatt drift. Selskapets inntjening er følgelig utgangspunkt for verdivurderingen, og metodene grupperes vanligvis i 3 modellkategorier; Dividendemodeller, resultatmodeller og kontantstrømbaserte modeller.

### ***Dividende***

Dividendemodeller tar utgangspunkt i de forventede utbetalinger av utbytte. Metoden er ikke vanlig å bruke i Norge, men anvendes mer i USA der selskapene ofte har et større utdelingsforhold til sine aksjonærer.

Da Hurtigruten de senere år ikke har utdelt utbytte til sine aksjonærer, og det heller ikke forventes gjennomført i den nærmeste framtid, vurderes metoden som uegnet for den videre verdivurdering.

### ***Resultatmodeller***

I Resultatmodellene tar en utgangspunkt i resultatstørrelser i regnskapsdata, og forutsetter at disse representerer en fornuftig tilnærming til fremtidige kontantstrømmer.

En slik metode er normalresultatmetoden. Med utgangspunkt i historiske regnskapsdata og fremtidsutsikter, budsjetterer en et såkalt normalresultat. Denne tallstørrelsen skal gi et realistisk estimat og anslag på det resultat en normalt kan forvente at virksomheten vil generere, målt i beregningsårets pengeverdi. Dette normalresultatet kapitaliseres videre med et egnet avkastningskrav som reflekterer risiko, inflasjon og vekst over en bestemt tidshorison. Normalresultatmetoden innebærer større usikkerhet i sine anslag enn kontantstrømbaserte metoder da vesentlig flere innvirkende variabler er skjønnsmessig bestemt (Dahl & Boye, 1997).

Metoden er samtidig lite brukt i praksis, og vurderes som mindre egnet for den videre verdivurdering av Hurtigruten.

### ***Kontantstrømbaserte***

Det som gir et selskap verdi, er som tidligere beskrevet de kontantoverskudd det vil generere. I kontantstrømbaserte metoder fremtidsbudsjetteres de fremtidige kontantoverskudd og

diskonteres til dagens pengeverdi. Metodene går under samlebetegnelsen DCF-modeller, og kan videre inndeles inn i følgende to hovedformer etter hvor verdifastsettelsen rettes; egenkapitalmetoden, totalkapitalmetoden (Koller et al., 2010).

De kontantstrømbaserte metodene anses av mange for å være de beste og mest nøyaktige. Dette understøttes av følgende sitat:

*“Discounted cash flow analysis is the most accurate and flexible method for valuing projects, divisions, and companies. Any analysis, however, is only as accurate as the forecasts it relies on. Errors in estimating the key ingredients of corporate value . . . can lead to mistakes in valuation”* (Koller et al., 2010:313).

I praksis anvendes også andre kontantstrømbaserte avarter av metodene. De mest fremtredende av disse, som i det videre også vil presenteres, er EVA-metoden (Economic Value Added), Adjusted Present Value (APV), Enterprise Value (EV) og ulike RI-modeller (Residual Income).

### **Egenkapitalmetoden**

Egenkapitalmetoden søker å estimere kontantoverskuddet til egenkapitalen. Innledningsvis for en bestemt fremtidig tidshorisont kalt prognoseperioden, og deretter for all fremtid etter dens utløp.

Overskuddene beregnes som følger (Boye & Meyer, 2008):

Resultat etter skatt

+ Avskrivninger

-Anleggsinvesteringer

-Økning i omsetningsavhengige omløpsmidler

+Økning i omsetningsavhengig kortsiktig gjeld

+Økning i rentebærende gjeld

= Kontantoverskudd til egenkapitalen

Kontantoverskuddene i prognoseperioden diskonteres med avkastningskravet til egenkapitalen, som er beregnet ved hjelp av kapitalverdimodellen.

Nåverdien av prognoseperioden defineres av Boye og Meyer (2008) som følger:

$$\text{Nåverdi av prognose perioden} = \sum_{t=1}^T \frac{CF^t}{(1 + k_E)^t}$$

Hvor:

T = Tid (år)

CF<sub>t</sub> = Kontantoverskudd til egenkapitalen i prognoseperioden

KE = Avkastningskrav til egenkapitalen

For all fremtid etter prognoseperioden forutsetter man at kontantoverskuddene endres med en konstant vekstrate hvert år. Denne terminalverdien beregnes ut fra Gordons formel og utledes av Boye og Meyer (2008) som følger:

$$\text{Terminalverdi} = \frac{CF^T}{k_E - g}$$

Hvor:

CFT = Kontantoverskudd i terminalåret.

KE = Avkastningskrav til egenkapitalen

G = Evig vekstrate

Videre beregnes nåverdien av terminalverdien som følger ((Boye & Meyer, 2008):

$$\text{Nåverdi av terminalverdi} = \frac{CF^T}{(1 + k_E)^T \cdot (k_E - g)}$$

Verdien av selskapet kan da på bakgrunn av ovennevnte beregningsmetoder defineres som:

Selskapsverdi (EV) = Nåverdi av prognoseperioden + Nåverdi av terminalverdien

Alternativt kan en benytte EVA-metoden som beregner bokført verdi av egenkapitalen tillagt fremtidige superprofitter. Sistnevnte finnes ved å multiplisere budsjettert bokført egenkapital med det beregnede avkastningskravet (Boye & Meyer, 2008).

Formelen for beregning av selskapsverdi ut fra egenkapitalmetoden ved en EVA tilnærming er som følger:

$$\text{Verdi} = \text{Bokført verdi av EK} + \sum \frac{\text{Superprofit}}{(1+k)^t}$$

Da metodene har samme input vil verdien bli lik uansett hvilken av de ovennevnte metodene en anvender. Imidlertid kan det diskuteres dit hen at EVA metoden er fordelaktig av den grunn at terminalverdien, som følgelig er forbundet med størst usikkerhet, tillegges mindre vekt enn ved den standardiserte DCF-metoden (Boye & Meyer, 2008).

### ***Totalkapitalmetoden***

Kontantoverskuddet til totalkapitalen kan beregnes ut fra følgende modell (Boye & Meyer, 2008):

Driftsresultat

-Skatt av driftsresultat

+Avskrivninger

-Anleggsinvesteringer

-Økning i omsetningsavhengige omløpsmidler

+Økning i omsetningsavhengig kortsiktig gjeld

= Kontantoverskudd totalkapitalen

De eneste forskjellene fra beregningen av kontantoverskuddet til egenkapitalen, er at utgangspunktet tas i driftsresultatet etter skatt, samt at endring i rentebærende gjeld ikke tillegges.

Alternativt kan en fremkomme til fri kontantstrøm ved å redusere NOPLAT med de respektive års netto investering. Sysselsatt kapital og netto investering fremkommer som tidligere beskrevet i oppgavens punkt 3.1.2. Da denne oppgaven vil ha fokus på sysselsatt kapital og ROCE, er dette rent praktisk den foretrukne tilnærming.

Egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden vil få samme verdi hvis avkastningskravet til totalkapitalen, WACC, beregnes konsistent med samme faktorer som i avkastningskravet for egenkapitalen.



For å finne Enterprise Value (EV) bør en dele DCF-modellen inn i to trinn. Det første trinnet består i å beregne nåverdien av fri kontantstrøm i prognoseperiodens respektive år. Det andre trinnet benytter Gordons formel for en evig vekstrate, og finner dermed verdien av selskapets forventede kontantstrømmer etter prognoseperioden, forutsatt en fortsatt drift av selskapet. Dette ved å ta utgangspunkt i det beregnede kontantoverskuddet til totalkapitalen, og diskontere dette med WACC fratrukket den evige vekstraten (Kaldestad & Møller, 2011):

$$\text{Terminalverdi Totalkapital} = \frac{\text{Kontantoverskudd TK}}{\text{WACC}-g} = \frac{\text{Kontantstrøm}_{\text{første år etter prognoseperiode}}}{(\text{WACC}-g)}$$

Enterprise value kan da beregnes ut fra følgende formel (Penman, 2010):

$$EV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Kontantstrøm}_t}{(1 + \text{WACC})^t} + \frac{\text{Terminalverdi}}{(1 + \text{WACC})^T}$$

Ved å trekke fra verdien av den rentebærende gjelden i selskapet vil en fremkomme med verdien av selskapets egenkapital.

Dette kan også beregnes ved metodene Economic value added (EVA) eller Residual Income (RI). Førstnevnte metode ble redegjort for i forbindelse med presentasjonen av egenkapitalmetoden, og vil ikke videre utledes i forhold til bruk med hensyn på totalkapitalen. Sistnevnte metode vil ved et utgangspunkt i totalkapitalen deles inn i en prognoseperiode og terminalverdi, og utledes som følger (Koller et al., 2010):

$$\text{Nåverdi RI} = IC_0 \sum_{t=1}^T \left( \frac{\text{Superprofitt}_t}{(1 + \text{WACC})^t} \right) + \frac{\left( \frac{\text{Superprofitt}_T}{\text{WACC} - g} \right)}{(1 + \text{WACC})^T}$$

Hvor:

IC0 = Sysselsatt kapital siste år før prognoseperioden

Superprofitt = Kontantoverskudd til superprofitt i prognoseperioden

SuperprofittT = Kontantoverskudd i terminalåret

ROIC = Return On Invested Capital

WACC = Weighted Average Cost of Capital

G = Evig vekstrate

For å finne verdien av egenkapitalen og selskapets verdi, trekkes igjen den rentebærende gjelden fra EV-verdien som fremkommer av RI-formelen (Koller et al., 2010).

Årlig kontantstrøm til superprofitt defineres av Gjesdal & Johnsen (2009) som:

$$\text{Superprofitt} = \text{Resultat før rentekostnader} - \text{skatt} - (\text{Sysselsatt Kapital} * \text{WACC})$$

Derav følger det at:

$$\text{Superprofitt} = \text{NOPLAT} - (\text{Sysselsatt Kapital} * \text{WACC})$$

Eller

$$\text{Superprofitt} = \text{Sysselsatt kapital} * (\text{ROCE} - \text{WACC})$$

Residual Income (RI) er i tillegg til en metode for verdsetting, også et styringsmål for bedrifter.

Metodens store fordel er at den fordrer et fokus på lønnsomheten til det enkelte prosjekt. Dette gjennom at lønnsomme prosjekter kan kvantifiseres til å øke RI, mens ulønnsomme prosjekter vil kunne måles til å redusere RI.

Residual Income omtales også som superprofittmetoden (Gjesdal & Johnsen, 1999).

EVA-metoden og RI-metoden vil hvis det er praktisk gjennomførbart, benyttes i studien som alternative verdianslag til basisanslaget basert på totalkapitalmetoden. Dette vil utledes nærmere i oppgavens kapittel 10.

### **3.2.2 Relative verdsettelsesmetoder**

Komparativ verdsettelse tar utgangspunkt i hvordan et selskap prises i forhold til en verdidriver. Dette forholdstallet kalles en multippel, og er en ratio som sier noe om forholdet mellom aksjepris (markedets verdivurdering av selskapets egenkapital per aksje) og en valgt størrelse hentet fra finansregnskapet. Ofte er dette tallet bokverdi, salgsinntekter, kontantstrøm eller ordinært resultat (Boye & Meyer, 2008).

Komparativ verdsettelse kan inndeles i to fremgangsmåter; direkte og indirekte.

Multiplikatormodeller regnes som den direkte metoden, og utleder verdien av selskapet ved å benytte de valgte komparative selskapenes forholdstall. Ofte gjøres dette ved å anse pris/bok, pris/ordinært resultat, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/NOPLAT, og beregne en median for bransjen eller de utvalgte sammenlignbare selskapene. Deretter multipliseres denne medianen

med det aktuelle måltallet i nevneren for eget selskap, og en fremkommer med en verdi på selskapet. Skaleringsfaktoren mellom de komparative selskapene er dermed størrelsen på måltallet en benytter.

Den indirekte fremgangsmåten benytter substansverdimodellen, og verdsetter selskapets egenkapital og gjeld etter sammenlignbare markedsverdier for tilsvarende eiendeler og gjeldsposter (Penman, 2010).

Anvendelse av multiplikatorer er svært utbredt i praksis da den fordrer minimalt med informasjon og er en svært rask og enkel måte å si noe om verdiskapningen i et selskap. Denne enkelheten ved ikke å ta hensyn til all tilgjengelig informasjon, har sin pris. Legger en kun til grunn multipler og komparativ verdsettelse for beslutninger, vil en dermed også legge til grunn en forutsetning om at markedet er effisient og at komparative selskaper og ens eget selskap er priset riktig.

### ***Price/Earnings***

Price/Earnings, P/E, er svært utbredt i sin anvendelse. Pris står for enten aksjekurs eller markedsverdien til selskapet, og Earnings er årsresultat fratrukket skatt før ekstraordinære poster per aksje eller for hele selskapet (Dahl & Boye, 1997):

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Aksjekurs}}{\text{Årsresultat per aksje}} = \frac{\text{Markedsverdi}}{\text{Årsresultat}}$$

En verdiberegning basert på P/E tall er gitt som (Dahl & Boye, 1997):

Selskapsverdi (EV) = (Resultat før ekstraordinære poster – skatt) \* P/E faktor

Den store ulempen med å sette sin lit til multipler, er deres begrensninger i forhold til hvilken informasjon som legges til grunn. For P/E multippelen innbefatter dette et manglende hensyn til kapitalstruktur, samt at earnings kan gi et feilaktig bilde på selskapet verdiskapning på grunn av engangshendelser, samt kostnader og gevinster som ikke er knyttet til det rent operasjonelle. På grunn av den førstnevnte begrensningen kan dermed selskaper med mye gjeld og gjeldskostnader fremstå som underpriset, noe som ikke alltid er tilfelle. Koller et al. (2010) anbefaler med bakgrunn i det ovennevnte å benytte EV/ EBITA i stedet for P/E.

### ***Pris/bok***

Pris/bok er en annen multiplum som er utbredt i sin anvendelse. Denne multiplum skiller seg fra de andre multiplikatorene som ble presentert i innledningen ved at en ikke tar utgangspunkt i selskapets inntekter. Forholdstallet sier noe om hvilken avkastning markedet forventer av selskapet i forhold til dets regnskapsmessige verdi, og dermed aksjonærenes avkastningskrav. Multiplum avhenger av avkastningen til selskapet, avkastningskravet som foreligger og utdelingsforhold vedrørende utbytte. Forholdstallet utledes som følger (Boye & Meyer, 2008):

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Markedsverdi EK}}{\text{Bokførtverdi EK}}$$

Fordelen til denne multiplum ligger i dens enkelhet i beregning og anvendelse. Samtidig er dens utbredte bruk en fordel ved at en kan sammenligne seg med andre komparative selskaper. Ulempene er imidlertid som ved P/E ratioen mange, og grunner i den manglende informasjonen som tas til etterretning. Ved at det er den regnskapsmessige verdien selskapets markedsverdi kvantifiseres mot, oppstår det store rom for unøyaktigheter. Regnskapet som i all hovedsak baseres på historisk kost prinsippet, vil ofte overvurdere verdien av eiendeler og undervurdere verdien av gjelden. I særlig grad kan det oppstå vanskeligheter i verdivurderingen av immaterielle eiendeler som goodwill.

### ***EV/Driftsresultat***

EV/EBITA anses av mange, blant annet Koller et al. (2010) og Boye og Meyer (2008:169), som den beste og mest anvendelige multiplum.

Denne omtales sammen med andre multiplum med EV i telleren som en totalkapitalmultiplum. Verdidriveren i nevneren hos de enkelte multiplum som går under denne samlebetegnelsen, må følgelig være relatert til totalkapitalen. De ulike formene for EBIT (Earnings before interest and taxes) tilsvarer ulike former av det norske begrepet driftsresultat. Tallstørrelsen omfatter kun godtgjørelse til driften, og holder finansielle investeringer utenfor. De mest brukte av disse multiplum er EV/EBIT, EV/EBITDA og EV/NOPLAT (Boye & Meyer, 2008). I studiens Begrepsavklaring på side xi forklares av de ulike formene for EBIT.

På grunn av at Hurtigruten sine største konkurrenter i forhold til kjernevirksomheten er store utenlandske cruisereederier, vil multiplum være den eneste reelle metode for sammenligning.

Relative verdsettelsesmetoder vil derfor ha en sentral anvendelse i denne studien. Dette vil behandles nærmere i kapittel 11, Alternative verdibetraktninger.

### 3.2.3 Opsjonsbaserte verdsettelsesmetoder

Opsjonsbasert verdsettelse tilkjenner metoder hvor en verdsetter et selskaps fleksibilitet ved såkalt opsjonsprising. Dette innebærer at man i tillegg til en fundamental verdsettelse av egenkapitalen, benytter opsjonsprisingsmodeller for å tillegge verdien av fleksibilitet.

Fleksibilitet knyttes til usikkerheten av utfallet til bestemte hendelser i selskapets virke, og hvordan dette påvirker selskapets verdi (Mun, 2006). Eksempler på dette kan være det betingede utfallet av en rettssak, utfallet av oljeleting eller utfallet av forskning på en ny type medisin. Slike fleksibiliteter omtales gjerne som realopsjoner. De opsjonsbaserte verdsettelsesmetodene har utviklet seg med utgangspunkt i klassisk finansiell teori. Opphavet til begrepet realopsjon, kommer fra analogien mellom finansielle opsjoner og ”real world investments”, og defineres som følger (Copeland & Antikarov, 2001):

*”A real option is a right, but not an obligation, to take an action (e.g. deferring, expanding, contracting, or abandoning) at a predetermined cost called the exercise price, for a predetermined period of time – the life of the option”*

(Copeland & Antikarov, 2001:5)

Tilhengere av opsjonsbaserte verdsettelsesmetoder retter mye kritikk mot de tradisjonelle verdsettelsesmetodene. Denne kritikken grunner hovedsakelig i disse metodenes forutsetning om at en investering er en ”alt eller ingenting” strategi, og som dermed ikke tar hensyn til ledelsesmessig fleksibilitet. Disse kritikerne hevder derfor at alle netto nåverdibaserte metoder undervurderer verdien av prosjekter og selskapers iboende muligheter. Ledelsesmessig fleksibilitet henspeiler på ledelsens evne til å endre kursen på en investering over tid ettersom aspekter vedrørende et prosjekts usikkerhet blir kjent (Mun, 2006).

Fleksibilitet verdsettes hovedsakelig ut fra to forskjellige tilnærminger, avhengig av hvilken type fleksibilitet en undersøker. En kan benytte de ovennevnte opsjonsprisingsmodellene eller en kan nytte et såkalt beslutningstre. Valget avhenger av mengden av informasjon som er tilgjengelig, samt hvilken type fleksibilitet verddivurderingen omhandler.

Opsjonsprisingsmodeller egner seg godt i råvareavhengige bransjer der prisene på underliggende aktiva kan observeres. En tilnærming med bruk av beslutningstre egner seg når

mindre informasjon er tilgjengelig, eksempelvis ved verdsetting av teknologisk risiko (Damodaran, 2001).

Opsjonsbasert verdsettelse anses på bakgrunn av ovennevnte utledning ikke som anvendbart for denne oppgavens verdivurdering. Det vurderes slik at en ikke har tilstrekkelig informasjon tilgjengelig til å prise selskapets fleksibilitet på en nøyaktig og teoretisk forankret måte.

### **3.2.4 Valg av verdsettelsesmetode**

I tråd med dette kapitlets utledning av metoder og deres egnethet for verdivurdering av Hurtigruten, vil oppgaven i det følgende benytte total kapitalmetoden som hovedtilnærming for basisanslaget.

EVA- og RI-metoden vil sammen med relative verdsettelsesmetoder og ulike balansebaserte metoder vil samtidig anvendes hvis dette finnes hensiktsmessig. Disse vil da inngå i Kapittel 11, for sammenligning av basisanslaget med alternative verdianslag. Oppgavens Kapittel 4, Metode, vil nærmere utlede styrker og svakheter ved dette valget av metode.

## **4 Metode**

Dette kapitlet søker å gi en presentasjon av studiens metodiske tilnærming. Kapitlet vil redegjøre for forskningsdesignet som er valgt for oppgaven, studiens datainnsamling og dataanalyse samt dataens validitet og reliabilitet. Avslutningsvis vil kapitlet oppsummeres med en tilhørende kritikk av de anvendte kilder og den valgte metodikkens styrker og svakheter.

### **4.1 Forskningsdesign og valg av metode.**

Denne oppgaven er et beskrivende casestudie. Både kvalitativ og kvantitativ metodikk er dermed benyttet. Et deskriptivt eller beskrivende forskningsdesign anvendes typisk når formålet med undersøkelsen er å beskrive karakteristika ved en populasjon eller et fenomen. Denne oppgaven er primært et tverrsnittsstudie av den økonomiske situasjonen til Hurtigruten, med formål om å fremkomme med et punkttestimat på selskapets verdi på verdsettingsdatoen 31.12.11. Samtidig vil også oppgaven inneha karakteristika til et

tidsseriestudie, da selskapets virke, prosesser og økonomiske situasjon over et lengre tidsrom nødvendigvis må undersøkes for formålet.

Studien følger videre en metodikk for en fundamental verdivurderingsprosess utformet av Stephen Penman (2010). Denne metodikken er tidligere presentert i oppgavens teorikapittel.

## **4.2 Datainnsamling**

Denne casestudien inneholder elementer av både kvalitativ og kvantitativ metode.

Opgavens datainnsamling baserer seg i all hovedsak på analyse av sekundærdata og offentlig kjent informasjon. Dette innbefatter blant annet årsrapporter, kvartalsrapporter, offentlig statistikk, regnskapsdata, selskapspresentasjoner, samt artikler i media. Dette er det primære grunnlaget for analysen og verdsettelsen av selskapet.

I tillegg til dette har det blitt gjennomført uttrekk av kvantitative data i form av historiske aksje- og indeksskurser fra Oslo Børs, regnskapsdata fra Proff-Forvalt og regnskapsdata samt multippeldata fra Bloomberg.

Samtidig har det blitt innhentet informasjon gjennom samtaler med aktører i Hurtigrutens selskapsledelse. Disse samtalene har i all hovedsak blitt gjennomført med selskapets Chief Financial Officer (CFO), Anders Olstad. Etter et skifte i denne stillingen i februar 2012, tiltrådte Asta Lassessen, og undertegnede kontakt med selskapet gikk fra dette tidspunkt gjennom henne. Informasjonen som er tilegnet gjennom disse samtalene må betegnes som kvalitative primærdata.

## **4.3 Dataanalyse**

Opgavens dataanalyse foretas gjennom ulike analyser som hovedsakelig kan grupperes i en kvalitativt fundert strategisk analyse og en kvantitativt fundert regnskapsanalyse.

Imidlertid er dette skillet på mange måter kunstig. Alle oppgavens elementer og analyser henger sammen og påvirker hverandre gjensidig. Store deler av den strategiske analysen baseres på kvalitative sekundærdata. Andre deler av denne analysen tar utgangspunkt i kvantitative statistiske data. Ut fra dette fremkommer en kvalitativ vurdering av selskapets strategiske posisjon og forventninger til økonomien og selskapets utvikling. De hovedsakelig

kvalitativt funderte resultatene fra den strategiske analysen, virker inn på regnskapsanalysen gjennom forklaringseffekten strategiske forhold har for de respektive resultater i regnskapsanalysen.

Selve verdivurderingen baseres på resultatene i den såkalte fremtidsbudsjetteringen. Denne prognostiseringen av utviklingen i årsregnskapets oppstillinger, er basert dels på regnskapsanalysen og dels på den strategiske analysen. Dermed har selve verdivurderingen både en kvalitativ og en kvantitativ tilnærming.

#### **4.4 Validitet i data**

Validitet dreier seg om i hvilken grad funnene på en riktig måte reflekterer formålet med studiet og at de representerer virkeligheten på en god måte (Johannessen, Kristoffersen, & Tuft, 2004)

De subjektive holdninger, antakelser og forutsetninger som i studien innvirker, hovedsakelig tilknyttet oppgavens strategiske analyse, kan følgelig ha en innvirkning på oppgavens validitet. Dette gjør at det samtidig kan knyttes usikkerhet til de forventede fremtidige kontantstrømmer. Grunnen til dette er at vekstanslagene til grunn for fremtidsregnskapets poster, samt beregningen av avkastningskrav og dets underliggende komponenter, nødvendigvis må gjennomføres ved å ta visse forutsetninger.

Opgaven er imidlertid hovedsakelig basert på informasjon fra reliable sekundærdata. De forutsetninger som vil måtte foretas, søkes å være fundert i virkeligheten og historisk utvikling. Samtidig vil oppgavens forskningsspørsmål som besvares ved et basisanslag på selskapets verdi, rimelighetstestes ved hjelp av andre teoretiske verdsettingsmetoder, markedets verdivurdering av selskapet gjennom kursen ved Oslo Børs, og en tilhørende sensitivitetsanalyse. På grunn av dette vil jeg dermed påstå at oppgaven har en tilfredsstillende grad av validitet.



## **4.5 Reliabilitet i data**

Reliabilitet er et mål på påliteligheten til oppgavens data. Dette innbefatter hvilke data som brukes, hvordan de samles inn og hvordan de bearbeides (Johannessen et al., 2004).

Sekundærdata som ligger til grunn for oppgaven er i hovedsak hentet fra Hurtigruten sine års- og kvartalsrapporter. Disse rapportene er utarbeidet i samsvar med IFRS. Videre er disse regnskapene avlagt i henhold til gjeldende norske lovverk og godkjent av ekstern revisor. En kan dermed fastslå at reliabiliteten til disse data er høy. Datauttrekk fra Oslo Børs omfatter de historiske realiserede aksje- og indeksskurser, og er derfor av en høy reliabilitetsgrad.

Datauttrekkene fra Proff-Forvalt og Bloomberg er basert på selskapenes offisielle og innrapporterte årsregnskap. Da disse for hvert enkelt selskap er avlagt i henhold til gjeldende lovgivning og regnskapsstandarder, samt godkjent av ekstern revisor, vurderes også disse data til å ha høy grad av reliabilitet.

Sekundærdata som er benyttet til oppgavens strategiske analyse er hentet fra både selskapets årsrapporter og forskjellige åpne kilder til statistikk. I all hovedsak er denne statistikken hentet fra helt eller delvis statsstøttede organer, som har strenge retningslinjer til datainnsamling, dataanalyse samt dataens reliabilitet og validitet. Dette taler for at også sistnevnte datakilder har en relativt høy grad av reliabilitet.

Imidlertid har hele den strategiske analysen en mer kvalitativ tilnærming, farget av egne og andres subjektive oppfatninger om økonomien, selskapet, bransjen og utsiktene for framtiden. For å styrke oppgavens pålitelighet har undertegnede søkt å ha et kritisk fokus på reliabilitet og validitet i valget av kilder, i rimelighetstesting av estimater og grunnleggende forutsetninger, samt valg av metode i henhold til tilgjengelig informasjon.

## **4.6 Oppsummering metode**

Dette beskrivende casestudie har både en kvalitativ og en kvantitativ tilnærming. En verdivurdering som i all hovedsak baserer seg på forventningsverdier til et selskaps fremtidige kontantstrømmer, må nødvendigvis operere i skillet mellom en vurdering av nå-situasjonen og en vurdering av fremtidsutsikter.

Data som ligger til grunn for oppgaven er i hovedsak sekundærdata som hele markedet kan få tilgang til. Disse data må vurderes til å ha en høy reliabilitet da det primært er snakk om offisielle innrapporterte og revisorgodkjente regnskapsdata.

Studiets validitet svekkes av at det ikke er mulig å benytte alle teoretiske metoder som alternative anslag for verdivurderingen. Som beskrevet nærmere i kapittel 10 og 11, forekommer dette på grunn av at det ikke oppstår såkalt superprofitt i prognoseperioden, og at det ikke eksisterer et effektivt annenhåndsmarked for selskapets varige driftsmidler.

Superprofittmetodene Economic Value Added (EVA) og Residual Income (RI), kan sammen med de balansebaserte metodene Substansverdi og Likvidasjonsverdi, dermed ikke anvendes.

Videre kan studiens validitet svekkes at de forutsetninger en har foretatt i omgrupperingen av selskapets årsregnskap, i fremtidsbudsjetteringen, og i verdiberegningen gjennom avkastningskravets komponenter og forventningene lagt til grunn for vekstraten i terminalverdien. Samtidig er nøkkeltallsanalysens validitet svekket av den korte analyseperioden og av støy i prognoseperiodens regnskapsdata. Imidlertid er dette en naturlig følge av de store endringsprosessene som selskapet de senere år har gjennomført. En utvidelse av analyseperioden ville dermed inkorporert enda mer støy, og gjort analysens resultater mindre valide.

Den komparative analysen av Hurtigruten ved hjelp av multipler, svekkes av at det ikke foreligger data på et stort nok utvalg av direkte sammenlignbare børsnoterte aktører. Utvalget er dermed supplert med peers fra andre og mindre direkte sammenlignbare bransjer. Imidlertid kan dette også være en styrke for dataens reliabilitet og validitet, gjennom at medianen normaliseres mot det faktum at Hurtigrutens virksomhet er svært forskjelligartet og dermed beveger seg innenfor skillelinjene til flere ulike bransjer.

## 5 Strategisk Analyse - Analyse av eksterne konkurranseomgivelser

En strategisk analyse søker å kartlegge hvilke makro- og mikroøkonomiske faktorer som påvirker et selskap og dets omgivelser. Ved å belyse et selskaps interne forhold og kapabiliteter, samt dets eksterne konkurranseomgivelser, kan en dermed få en oversikt over de forhold som påvirker et selskaps strategiske posisjon. I en verdivurdering er en slik analyse et nødvendig element, som samtidig gir verdsettelsen større nøyaktighet og relevans. Dette ved at tallmaterialet som foreligger som forankring, suppleres av resultatene fra den strategiske analysen, for det videre arbeidet i regnskapsanalysen, fremtidsbudsjetteringen og selve verdiberegningen. Dermed forankres de nødvendige skjønnsmessige vurderinger og antakelser om fremtiden, både i resultatene fra regnskapsanalysen og den strategiske analysen. Jeg har i denne oppgavens strategiske analyse valgt å benytte 4 kjente og teoretisk forankrede modeller;

- PESTEL
- Porters Five Forces
- VRIO
- SWOT

Den eksterne analysen vil gjennomføres ved hjelp av de to modellverktøyene PESTEL og Porters Five Forces. Modellverktøyet VRIO vil utgjøre den interne analysen. Kapitlet bunner ut i en konklusjon, der modellverktøyet SWOT sammenfatter de interne og eksterne forhold som påvirker de underliggende økonomiske forhold i virksomheten til Hurtigruten.

I hovedsak vil Hurtigrutens markedsomgivelser tilknyttet Hurtigruten Norskekysten være fokus. Videre vil konkurranseforholdene knyttet til forretningsområdene Explorer og Spitsbergen behandles. Disse tre forretningsområdene er selskapets primære kjernevirksomhet og uttalte satsningsområder.

Oppgavens kapittel 2, Presentasjon av Selskap og Bransje, vil være referanser til den videre analysen.

Analysen er basert på offentlig tilgjengelig informasjon som selskapets årsrapporter, kvartalsrapporter og selskapspresentasjoner, artikler i media og reiselivsstatistikk. Videre vil informasjon tilegnet gjennom samtalene med Hurtigruten sin selskapsledelse supplere disse data.

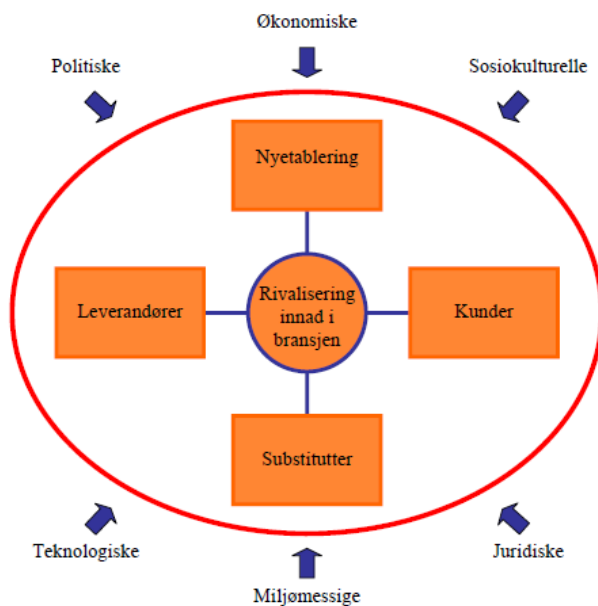
## 5.1 Bransjeanalyse – PESTEL

Makromiljøet består i dette rammeverket av seks forhold; politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske (Roos, Krogh, Roos, & Fernström, 2005).

Endringer som skjer i dette miljøet kan påvirke selskapets konkurransevne gjennom at dets underliggende konkurransekrefter direkte affekteres. Dette viser den nære interaksjonen mellom de to valgte modellene for ekstern analyse.

Som nevnt i innledningen til dette kapitlet vil den strategiske analysen inndeles i en ekstern og en intern del. Den eksterne analysen søker å identifisere muligheter og trusler i selskapets omgivelser. Samtidig vil det vurderes hvordan selskapet handler ut fra forholdene i dets omgivelser, og dermed påvirker egen konkurransevne.

Denne eksterne analysen består som nevnt av to modellverktøy. Figuren under viser interaksjonen mellom disse.



**Figur 10: Interaksjon PESTEL og Porters Five Forces (C. W. L. Hill & Jones, 2004)**

Med en PESTEL-analyse søker en innsikt i hvordan de eksterne omgivelsene påvirker selskapet. Videre søker en å identifisere og vurdere de faktorene i makromiljøet som har størst viktighet og påvirkning på selskapets virke. Samtidig må en tilstrebe å ha et fremtidsrettet fokus, og derav gjøre vurderinger på hvordan disse faktorene vil utvikle seg og innvirke på selskapets virksomhet i fremtiden. En utførlig PESTEL-analyse kan gjøre et selskap bevisst

på hvordan det selv påvirker miljøet rundt seg. Videre vil en slik analyse også kunne gi virksomheten et verdifullt beslutningsgrunnlag for hvordan en ønsker å møte dagens og fremtidens identifiserte utfordringer i makromiljøet.

### **5.1.1 Politiske faktorer**

Et selskaps politiske forhold innbefatter alle de rammebetingelser som gis fra myndighetene og som påvirker et selskaps omgivelser.

Endringer i disse rammebetingelsene kan gi fundamentale ringvirkninger for en bransje. I en mer og mer globalisert verdensøkonomi, med handel og konkurranse på tvers av landegrenser, kan ulikheter mellom regioner og lands politiske forhold og rammebetingelser, gi store utslag på et selskaps konkurranseevne.

Finans- og pengepolitikken har stor innvirkning på selskapet og dets muligheter for lønnsom drift. Makroøkonomiske størrelser som direkte eller indirekte reguleres eller kan påvirkes av myndighetene, som rentenivå, offentlig forbruk, BNP, arbeidsledighet, inflasjonsnivå og valutakurs, vil nærmere behandles under pkt. 5.1.2, Økonomiske faktorer.

Blant de politiske rammebetingelsene som er av størst betydning for Hurtigruten finner vi de driftsavhengige direkte skatter og avgifter som påløper. For selskapet gjelder dette særlig arbeidsgiveravgiften, NO<sub>x</sub>-avgiften og den såkalte nettolønnsordningen, som hvis endret vil gi store utslag for selskapet og dets konkurranseevne. Sistnevnte som ble innført 1. juli 2007, gir støtte til norske rederier med båter registrert i Norsk Ordinært Skipsregister [21]. Kort summert fungerer ordningen slik at staten refunderer beløpet sjøfolkene betaler i skatt, og at rederiene derved kun betaler nettolønnen til de ansatte. Ordningen ble innført for å viske ut noe av de store forskjellene i lønnskostnader mellom de norske rederiene og deres utenlandske konkurrenter. En endring eller bortfall av denne ordningen ville fundamentalt tilspisset vilkårene for HRG i konkurransen med de store internasjonale rederiene og deres kostnadslederskap.

Staten er Hurtigruten sin største kunde. Avtalen, som er mer utførlig redegjort for i oppgavens pkt.2.1.3, omtalt som Hurtigruteavtalen, regulerer store deler av HRGs virksomhet direkte og indirekte. Hurtigruteavtalen er en del av Statens kjøp av transporttjenester, som inngår som en del av Nasjonal Transportplan for 2010-2019.

Stortingsmelding nr.16 (2008-2009) [23], beskriver denne planen som har som politisk formål å gi velfungerende og likeverdige tjenester til innbyggerne i hele landet. Ordningen omfatter

ferjetjenester, regionale flyruter, jernbane og sjøtransporttjenester på strekningen Bergen - Kirkenes. Planen er et omfattende regional- og distriktpolitisk virkemiddel. Samtidig søker en med planen å være en strukturell bidragsyter til utviklingen av et godt reiselivstilbud, gjennom samspillet mellom ”selve reiselivsproduktene, standarden på transportinfrastrukturen og de enkelte transportgrenene” [\[23\]](#).

Som nevnt i oppgavens pkt. 2.1.3, forplikter Hurtigruteavtalen selskapet til avtalens vilkår hva gjelder daglig drift, anløp, samt kapasitet i forhold til passasjerer og gods. Avtalen som den tidligere var utformet, før den nye trådte i kraft i 2012, var både til gunst og ugunst for HRG. Avtalen bandt, og binder i dag, HRG sin operasjonelle og finansielle fleksibilitet. Dette gjelder særlig for bruken av driftsmidlene i skuldervesongene, som i det tidligere har opplevd svak lønnsomhet grunnet lavt belegg. Den forrige avtalen hadde alt for lav godtgjørelse for at forretningsområdet kunne driftes lønnsomt i henhold til avtalens vilkår. Økte oljepriser og miljøavgifter, hjalp heller ikke på selskapets allerede pressede økonomiske stilling, og i 2008 ble avtalen reforhandlet (HRG, årsrapport 2008). Som et resultat av dette ble HRG gitt en kompensasjon for det resterende av kontraktperioden ved refusjon av 90 % av NOx-betalingen, en generell kompensasjon på grunn av de økte kostnadene, samt anledning til å redusere antall skip om vinteren fra 11 til 10 [\[3\]](#).

EFTAs overvåkningsorgan (ESA) hadde sterke innvendinger mot legaliteten i denne tilleggssavtalen, og åpnet i juli 2010 en formell undersøkelse for å etterprøve om denne var i samsvar med EØS-reglene for statsstøtte. ESA konkluderte i juni 2011 at tilleggskompensasjonen ikke var innvilget i samsvar med de gjeldende EØS-reglene. Staten ved Samferdselsdepartementet har anket denne avgjørelsen. Det samme har Hurtigruten. Saken vil i løpet av 2012 avgjøres i EFTA domstolen.

HRG vant i 2011 anbudet om den nye Hurtigruteavtalen, gjeldende fra 01.januar 2012 til 31.desember 2019. Kontrakten sikrer selskapet helårig drift med alle 11 skip, og gir med sin tilnærmede dobling av godtgjørelsen for tjenestene, et godt grunnlag for lønnsom drift i Hurtigrutens kjernevirksomhet langs norskekysten [\[3\]](#).

Betingelsene for Hurtigruteavtalen er preget av politiske forhold, både på det nasjonale og det lokale plan, Videre drift av avtalen etter dagens modell har et politisk flertall. Dette viser Hurtigrutens viktige rolle i landets regional- og distriktpolitikk, samt betydelige støtte hos det politiske Norge.

Myndighetene ønsker som tidligere nevnt å støtte opp under utviklingen av et godt norsk reiseliv. Økt turisme med alt det gode dette fører med seg, sogner til handelspolitiske forhold. Delvis i kontrast til dette, står de store miljø- og klimautfordringene en i dag står ovenfor, og som utgjør de miljøpolitiske forhold.

Hurtigruten har et nært og gjensidig støttende forhold til sin største kunde og interessent, Staten. Dette er en nødvendighet for at selskapet kan være bevisst de til enhver tid rådende politiske forhold, samt for å kunne søke å påvirke de politiske forholdene som innvirker på selskapet. Samtidig er stabilitet og forutsigbarhet i disse politiske forholdene en nødvendighet for å kunne operere på en lang nok planleggingshorisont.

### **5.1.2 Økonomiske faktorer**

Verdensøkonomien preges i dag av stor usikkerhet og den pågående gjeldskrisen som fulgte i finanskrisens kjølvann. Det er svært vanskelig, nærmest umulig, å forutsi den makroøkonomiske utviklingen. Det er imidlertid mulig å anvende makroøkonomiske tallstørrelser i en verdivurdering, da disse ofte fluktuerer rundt historiske snittverdier. Den makroøkonomiske utviklingen er vanligvis karakterisert av 3-10 år med jevn vekst, etterfulgt av 1-3 år med dramatisk redusert vekst som følge av makroøkonomiske sjokk (Thoresen, 2006).

I følge Den Norske Banks rapport ”Økonomiske Utsikter – januar 2012” [\[24\]](#), opplevde verdensøkonomien i 2011 tre store makroøkonomiske sjokk. Det første av disse var serien med folkelige opprør i Midt-Østen kalt ”den arabiske våren” som sendte den gjennomsnittlige oljeprisen opp fra det forventede nivået på 85 dollar per fat til 112 dollar per fat. Oljeprisen var på sitt høyeste i april 2011, med hele 126 dollar per fat.

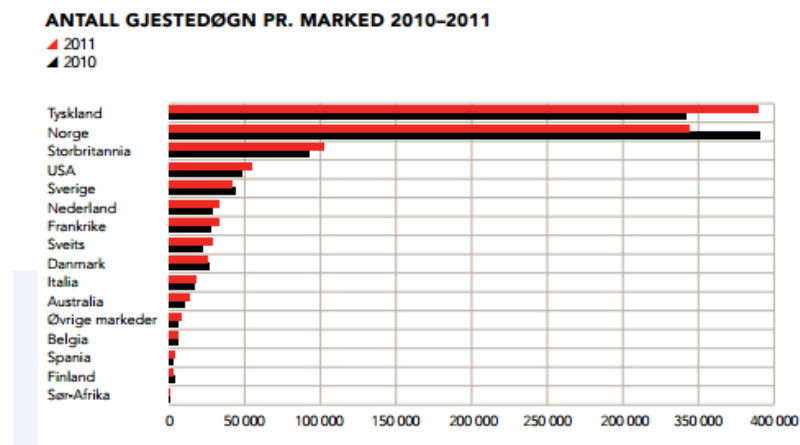
Det andre av disse var den såkalte ”trippelkatastrofen” som fant sted i Japan. Med jordskjelvet, tsunamien og nedsmeltningen av kjernekraftverket i Fukushima, ble den japanske økonomien svært preget i lang tid. Som verdens 3. største økonomi, og kanskje den mest sentrale rolleinnhaveren i forhold til høyteknologisk vareinnsats til industrien i verden, fikk dette ringvirkninger også på global basis.

Det tredje av disse sjokkene var at den såkalte statsgjeldskrisen i eurosonen, gikk over i en ny og mer dramatisk fase. Krisen bredte seg og smittet over på flere, større og viktigere land som Italia og Spania.

Eurosonen forventes i den nevnte rapporten av DNB trolig å være på vei inn i en ny nedtur, drevet av budsjettkutt, bankkrise og svikt i fremtidstro og investeringslyst. Det essensielle for å sikre Euroens fremtid og unngå en enda større kollaps, er at det blir enighet om en felles løsning som snart implementeres for å bremse statsgjeldskrisen og den tilhørende bankkrisen.

Alle disse makroøkonomiske sjokkene har ringvirkninger i forhold til Norge og Hurtigruten. En fortsatt sterk Krone, høy olje- og bunkerspris, samt økonomisk lavkonjunktur i land som er sentrale markeder for turisme, gjør arbeidsvilkårene for Hurtigruten enda vanskeligere.

Figuren under, hentet fra HRGs Årsrapport (2011), viser at Hurtigrutens klart viktigste markeder er Tyskland, Storbritannia, USA og hjemmemarkedet i Norge.



**Figur 11: Gjestedøgn per marked [1]**

De økonomiske utsiktene for disse fire markedene, samt for Eurosonen generelt som innbefatter de største øvrige utenlandsmarkedene for selskapet, vil i det følgende presenteres. De makroøkonomiske størrelsene BNP, valutakurs og inflasjon, vurderes å være de mest sentrale og vil vektlegges.

### ***Eurosonen og Tyskland***

På grunn av Tysklands sentrale rolle i Eurosonen, må landet ses i nær sammenheng med de andre Euro-landene. I Eurosonen preges de økonomiske utsiktene sterkt av den pågående krisen i Europas økonomi. Den økonomiske veksten, målt i bruttonasjonalprodukt (BNP), anslås til beskjedne 1,2 % i 2012 og 1,3 % i 2013. Som vist i tabellen under, forventes det samtidig at arbeidsledigheten vil fortsette å øke, mens lønns- og prisveksten antas å bremse



opp. Videre forventes det at innstramminger i mange av landenes finanspolitikk og bankenes kredittgivning, sammen med høy inflasjon, gjør at den innenlandske etterspørsel dempes [24]. Euroen forventes å fortsette sin svake utvikling, mens dollaren og de skandinaviske valutaenhetene forventes ytterligere å styrke seg.

**Tabell 06: Makroøkonomiske nøkkeltall, Eurosonen [24]**

Makroøkonomiske nøkkeltall, Eurosonen			
	2011	2012	2013
Privat forbruk	0.3	-0.4	1.1
Offentlig forbruk	0.2	-0.1	0.0
Investeringer	2.0	-1.6	2.5
Eksport	6.7	2.8	3.8
Import	4.8	1.8	4.2
BNP	1.5	-0.4	1.3
Arbeidsledighet	10.1	10.3	10.5
Konsumpriser	2.7	2.0	1.3
Lønn	2.6	2.4	1.7
3m pengemarked	1.3	1.0	0.8
10 år swap	3.1	2.7	3.4
EUR/USD	1.39	1.26	1.35

Kilde: DNB Markets

Den Europeiske Sentralbanken (ESB) forventes å fortsette den meget kortsiktige løsningen med å øke sin balanse ved holde seddelpressen i gang, for kjøp av statsobligasjoner. Ved utgangen av 2011 hadde ESB kjøpt statsobligasjoner for hele 211 milliarder Euro under det såkalte Securities Markets Programme (SMP). Uten kjøp av statsobligasjonene til Hellas, Irland, Portugal, Spania og Italia, hadde nok flere av disse landene stått på konkursens rand.

Tyskland sitter som det største og viktigste landet i Eurosonen, i en kinkig situasjon. På den ene siden er Tyskland en steil motstander av å øke takten på seddelpressen og kjøp av statsobligasjoner. På den andre siden står viktige handelspartnere i fare for konkurs, og således hele Eurosonen. Et sammenbrudd i Eurosonen vil også ramme Tyskland. På kort sikt ved at Eurosonen trolig vil gå inn i en ny, dypere og mer langvarig nedtur. På lenge sikt ved at valutaunionen da for det meste vil bestå av sterke kjerneland som vil oppleve kursstyrking og svekket konkurransekraft. Politisk sett vil samtidig Tyskland sitte igjen med ansvaret for dette sammenbruddet, og hele EU-samarbeidet vil kraftig svekkes [24].

Tyskland har de senere årene i motsetning til mange av de andre landene i Eurosonen, opplevd et fall i arbeidsledigheten. Av den grunn, og i kombinasjon med det lave rentenivået, er det håp for at den innenlandske etterspørselen og forbruket vil avhjelpe nedgangen i eksporten. BNP veksten anslås til beskjedne 0,4 % for 2012.

## Storbritannia

Den britiske økonomien utvikler seg stadig svakere. Landets eksport, som lenge var en sentral vekstfaktor, rammes nå hardt av den pågående nedturen i Eurosonen. Samtidig dempes det innenlandske konsumet av stadige finanspolitiske innstramminger, høy inflasjon, nedgang i lønnsveksten og økninger i arbeidsledigheten. En forventer at inflasjonen, giret av kraftig poundsvekkelse, en økning i merverdiavgiften på hele 5 %, og økning i energi- og matprisene, nå har nådd toppen, men at det vil ta tid før den kommer ned til mer normale nivå [\[24\]](#).

BNP-veksten forventes å være på beskjedne 0,7 % i 2012 og 0,9 % i 2013.

Figuren under viser Storbritannias makroøkonomiske nøkkeltall:

**Tabell 07: Makroøkonomiske nøkkeltall, Storbritannia [\[24\]](#)**

Makroøkonomiske nøkkeltall. Storbritannia	2011	2012	2013
Privat forbruk	-0.6	0.5	1.3
Offentlig forbruk	0.9	-1.1	-2.0
Investeringer	-2.4	1.9	0.7
Eksport	4.2	-0.2	3.4
Import	1.3	0.4	1.8
BNP	1.0	0.7	0.9
Arbeidsledighet (LFS)	8.1	8.9	9.4
Konsumpriser	4.3	2.5	2.0
Lønn	2.5	2.0	2.0
3m pengemarked	0.9	1.0	0.9
10 år swap	3.2	2.7	3.4
EUR/GBP	0.87	0.83	0.85

Kilde: DNB Markets

## USA

USAs økonomi skuffet i 2011 og innfridde ikke helt den sterke utviklingen en hadde sett for seg. Utsiktene for 2012, er til tross for at nøkkeltallene i 2011 tok seg noe opp utover høsten, svakere enn for fjoråret, og en ser for seg en moderat BNP-vekst på 2,3 %.

Den amerikanske økonomien er så langt lite påvirket av den europeiske gjeldskrisen. Samtidig er flere andre positivt innvirkende faktorer til stede. Arbeidsmarkedet viser klare tegn til bedring, og boligprisene kan synes å nærme seg bunnen. Videre kan svært lave lånerenter, i kombinasjon med de senere årenes høye nedbetaling av gjeld i husholdningene, gjøre at forbruket vil øke gjennom året. På den såkalte nedsiden, kan en økning i den allerede høye oljeprisen, innstramminger i finanspolitikken og en økning i rentenivået på de langsiktige statsobligasjonene, hindre økonomien fra å skyte fart.

Figuren under viser den prognostiserte utviklingen:

**Tabell 08: Makroøkonomiske nøkkeltall, USA [24]**

Makroøkonomiske nøkkeltall. USA			
	2011	2012	2013
Privat forbruk	2.2	2.3	2.6
Offentlig etterspørsel	-1.9	-0.9	0.2
Bruttoinvesteringer	6.7	6.9	6.5
Eksport	6.8	3.6	4.6
Import	5.0	4.3	5.6
BNP	1.7	2.3	2.4
Arbeidsledighet	9.0	8.5	8.2
Konsumpriser	3.1	2.1	1.5
Lønn	1.9	1.5	2.0
3m pengemarked	0.3	0.5	0.6
10 år swap	2.9	2.6	3.4
USD/JPY	80	79	85
EUR/USD	1.39	1.26	1.35

Kilde: DNB Markets

## Norge

For Norge forventes det at de rekordhøye oljeinvesteringene veier opp for etterspørselsnedgangen, og en forutsetter en BNP-vekst på 2,4 % i 2012 og 2,75 % deretter. Kronekursen vurderes til videre å styrke seg relativt mot utenlandsk valutaer. Samtidig anser en at forbrukerveksten vil styrke seg på grunnlag av lave renter og høy reallønnsvekst. For arbeidsledigheten forventes en marginal økning, og at den i all hovedsak holder seg på det stabilt lave nivået. Det forventes en fortsatt lav inflasjon i Norge. Utviklingen er likevel positiv, og en antar at inflasjonen vil ligge på 0,9 % i 2012 og 1,5 % i 2013. I år 2015 forventes det at man når det målsatte nivået på 2,5 %.

På den såkalte nedsiden ser en at særlig eksportnæringen lider på grunn av den sterke kronekursen og uroen i verdensøkonomien. I tillegg har den europeiske statsgjeldskrisen skapt frykt for et dramatisk utfall av krisen. Dette har ført med seg at spareraten ser ut til videre å øke fra dagens nivå på 8 % av husholdningenes disponible inntekt. Denne frykten og de usikre økonomiske utsiktene, har sammen med nedgangen i landets eksport, samtidig ført med seg lavere investeringsvilje innen industrien, varehandelen og for boligbygging. De norske bankenes fordyrede og mindre tilgjengelige markedsfinansiering, har en tilsvarende folgeeffekt for deres kunders finansiering. Bedrifter og husholdninger har gjennom innstrammingene i kredittpraksisen, nå vanskeligere for å få lån, og dette svekker deres investeringsevne [24].

Det er til tross for alle disse negativt innvirkende faktorene, langt fra noen krisestemning i norsk økonomi. For landet som helhet vil de lave rentene, den høye reallønnsveksten og de

store investeringene i oljebransjen, veie opp for etterspørselsnedgangen forårsaket av nedsidefaktorene. Det mest bekymringsverdige for de kommende årene er vilkårene de norske eksportørene har for videre lønnsom drift. Den svake veksten i Europas industriland og en svekket konkurranseevne grunnet den sterke Kronen, kan gjøre at flere norske eksportbedrifter må avvikle sin virksomhet. Særlig fare for dette er det hvis reallønnsveksten blir høyere enn produktivitetsveksten i eksportnæringene, og/eller prisen på viktige eksportartikler faller.

Under vises figurer sentrale makroøkonomiske nøkkeltall for Norge.

**Tabell 09: Makroøkonomiske nøkkeltall, Norge [24]**

Norge: Makroøkonomiske hovedstørrelser. Anslag 2011-2015							
Realekonomi	2010	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	Mrd.	Endring i prosent					
Privat konsum	1065	3.7	2.2	2.3	2.9	3.2	3.2
Offentlig konsum	540	1.7	1.0	2.0	2.4	2.2	2.1
Bruttoinvesteringer i fast kapital	489	-5.2	6.8	5.9	5.4	4.8	5.0
- Oljevirsomhet	122	-9.0	15.4	18.2	7.3	5.0	5.0
- Fastlands-Norge	340	-2.5	7.3	2.2	4.7	4.9	5.1
- Bedriftene	168	-0.2	3.7	0.1	1.6	1.5	1.7
- Boliger	93	-2.2	21.0	5.6	9.7	10.1	10.0
- Offentlig forvaltning	79	-7.5	-1.3	2.0	3.9	4.0	4.1
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	1946	3.1	2.4	2.0	3.3	3.3	3.4
Eksport i alt	946	1.8	-0.4	2.3	1.6	1.8	2.0
- Råolje og naturgass	394	-4.8	-2.1	3.2	-0.6	-0.5	0.0
- Tradisjonell eksport	286	2.6	1.0	1.2	3.8	4.1	4.5
Import i alt	726	9.9	1.7	1.7	5.1	4.7	4.6
- Tradisjonell import	437	7.1	4.6	4.1	6.5	6.3	6.4
BNP	2373	0.7	1.6	2.2	2.1	2.3	2.4
- Fastlands-Norge	1911	1.9	2.6	2.4	2.7	2.8	2.9
<b>Arbeidsmarked</b>							
Sysselsatte, personer	2503	-0.1	1.2	0.8	0.7	0.9	1.0
Arbeidsledighetsrate, AKU *		3.6	3.3	3.5	3.8	3.8	3.7
<b>Priser og lønninger</b>							
Årslønn		3.7	4.2	4.0	4.0	4.3	4.5
Timelønnskostnader							
Konsumpriser		2.4	1.2	0.9	1.5	1.9	2.6
KPIJAE		1.4	1.0	1.0	1.2	1.7	2.2
Bruktboligpriser		8.3	9.0	4.7	4.4	3.0	2.6
Råoljepris i NOK *		105	110	105	120	135	150
- oljepris i USD *		635	557	630	672	756	840
<b>Memo:</b>							
Husholdningenes sparinger * *		6.3	8.9	10.9	10.6	10.0	9.1
3m pengemarked *		2.5	2.9	2.4	2.8	3.4	3.8
10 år swap *		4.2	4.2	3.8	4.3	4.6	4.8
EUR/NOK *		8.0	7.8	7.7	7.6	7.5	7.5
USD/NOK *		6.0	5.1	6.0	5.6	5.6	5.6
* Nivå tall							
Kilde: Statistisk sentralbyrå/DNB Markets							

### **Konklusjon makroøkonomiske forhold**

Krisen i Eurosonen og den økonomiske uroen som har preget verdensøkonomien etter finanskrisen, affekterer Hurtigruten. Flere av selskapets mest sentrale utenlandske markeder opplever nedgangstider og sterk uro. Disse landenes svake økonomiske utsikter for 2012, vil nok føre til en relativ nedgang i etterspørselen. Imidlertid har Hurtigrutens jakt etter nye kundesegmenter og økte fokus på skuldresesongene, fordelt selskapets risiko i forhold til de

geografiske segmentene noe. ”Hurtigruten Minutt for Minutt” ga selskapet uvurderlig publisitet både i Norge og utlandet, og en har aldri opplevd så fulle ordrebøker som før denne vintersesongen. Ved utgangen av februar 2011 var dette volumet 5,7 prosent høyere enn det var på tilsvarende tid i 2010. Dette til tross for at prisene ligger gjennomgående fem prosent over fjoråret [\[1\]](#).

### **5.1.3 Sosiale faktorer**

Sosiokulturelle forhold er en betegnelse og et perspektiv for hvordan læring, menneskelig utvikling og våre handlinger preges av de sosiale rammene rundt oss. De sosiale rammene som har størst betydning for en bedrift som Hurtigruten er demografiske forhold, endringer i livsstil, holdninger til arbeid og fritid, leveforhold, utdanning, moter og forbrukertrender, samt helse og velferd. Ved å ha innsikt i de sosiokulturelle forhold i sine markeder, kan selskapet utvikle en økt forståelse for hvordan en ønsker å fremstå utad, og hvilke produkter og tjenester forbrukerne nå, og i fremtiden vil etterspørre. Denne innsikten gir dermed selskapet et bedre beslutningsgrunnlag for sine handlinger.

Verdens demografiske forhold er i stadig utvikling. I den vestlige verden, som i all hovedsak er Hurtigrutens primære marked, er viktige utviklingstrekk at flere og flere tar høyere utdanning, flere og flere bor i byer eller tettsteder, og flere og flere drar oftere på ferier. Den i hovedtrekk positive økonomiske utviklingen og befolkningsveksten etter 2.verdenskrig, har gitt flere og flere formuende mennesker rundt pensjonsalderen. Samtidig har den over tid sterke reallønnsveksten, spesielt i Norge, sammen med fallende sparerater, gjort at den gjennomsnittlige husholdning har større handlefrihet i forhold til sitt konsum.

Globaliseringen av verden og utviklingen av internett, har fundamentalt endret forbrukeradferden. I større og større grad har man nå mulighet og evne til selv å skreddersy de ferier og opplevelser en ønsker seg. En fremvoksende trend innenfor turisme er nå opplevelsesferier der en gjerne i tilknytning til spektakulær natur, selv aktivt kan ta del i de aktiviteter som tilbys. Samtidig er det i samfunnet et generelt økt fokus på helse, miljø, sunnhet og trening. For Hurtigruten gir denne utviklingen konkurransefortrinn gjennom den unike norske naturen de opererer i, og det store potensialet for aktive opplevelser og aktiviteter en kan tilby i dens tilknytning.

#### **5.1.4 Teknologiske faktorer**

De teknologiske forhold omhandler forskning og utvikling i den hensikt å skape ny teknologi som kan forbedre produkter og/eller prosesser. Ny teknologi kan videre gi reduserte kostnader, forbedret kvalitet, økt sikkerhet, redusert miljøbelastning, samt nye innovasjoner av produkter og tjenester. Innsikt i de rådende teknologiske forhold og den teknologiske utviklingen, kan gi selskaper et større og bedre beslutningsgrunnlag for strategitvutvikling og investeringsbeslutninger. Samtidig kan slik innsikt og bruk av ny teknologi gi konkurransefortrinn.

Hurtigruten driver selv ingen betydelig forskning og utvikling. Selskapets utviklingsarbeid knytter seg hovedsakelig til løpende forbedringsoppgaver som omfatter IKT og produktutvikling. Likevel følger selskapet nøye med på den teknologiske utvikling. Dette gjelder spesielt i forhold til sikkerhet, miljø og energiutnyttelse. HRG har de senere år tatt i bruk nye propeller, manøversystem, og belysningssystem. Alle disse tiltakene basert på ny teknologi har vist seg å være svært energi- og drivstoffreduserende. Dette har følgelig også redusert selskapets kostnader.

#### **5.1.5 Miljømessige faktorer**

De miljømessige forhold omhandler store utfordringer knyttet til klimaendringer, miljøskader og miljøbevissthet. Hurtigrutens virksomhet innebærer forbruk av drivstoff med påfølgende utslipp av klimagasser som CO<sub>2</sub> (karbondioksid), SO<sub>2</sub> (svoveldioksid) og NO<sub>x</sub> (nitrogenoksider).

Ved å ha sin virksomhet midt i en svært sårbar natur, må HRG nøye ta i betraktning de store skader og ringvirkninger et miljøskadelig utslipp kan føre med seg. Hurtigruten må være, og er, en sosialetisk bevisst aktør med høyt fokus på de miljømessige implikasjonene av sin virksomhet. Denne miljøbevisstheten, vil samtidig kunne gjøre selskapet mer etterspurt i et samfunn der miljøproblematikk i økende grad er på dagsorden.

Som nevnt under 5.1.4, Teknologiske forhold, søker selskapet å redusere sitt drivstofforbruk og dermed utslippet av klimagasser så langt det er praktisk mulig. Dette ved hjelp av å ta i bruk tidligere omtalt ny teknologi, bruk av lette og mer miljøvennlige drivstofftyper, høy motorvirkningsgrad, godt vedlikehold og ved å ha et bevisst forhold til hastighet.

Bruken av HRGs skip til person- og godsbefraktning fører også til en reduksjon av andre typer transportmidler, og det anslås at HRG årlig besparer det norske veinettet for 10 000 lastebiler og vogntog [2].

Antarktis er et av verdens mest sårbare områder. En ulykke i dette området med et tilhørende utslipp av olje, vil være katastrofalt for både dyreliv og landskap. På grunn av beliggenheten til området vil utvilsomt skadene bli fatale lenge før et skadebegrensende redningsarbeid kan være i full effekt.

HRG er medlem av *International Association of Antarctica Tour Operators (IAATO)* og *Association of Arctic Expedition Cruise Operators*. Disse organisasjonene arbeider for å øke miljøbevisstheten blant reiselivsnæringen i slike unike og sårbare områder. Reguleringen av cruiseturisme i Antarktis, på Grønland og på Svalbard, er i følge Norsk Polarinstitutt i stor grad overlatt til næringen selv gjennom gode retningslinjer utarbeidet av IAATO [25].

En utvikling av nye typer miljøvennlige drivstoff, vil skape et press for at bransjens aktører tar det i bruk. En slik utvikling vil samtidig kunne gjøre dagens drivstofftyper dyrere å anvende. Dette gjennom belegg av høye avgifter, eller ved at de i ytterste konsekvens også vil forbys. Investeringer i ny teknologi knyttet til drift av cruiseskip, må gi aktørene betydelige økonomiske incentiver. Et alternativ til dagens anvendte drivstofftyper er naturgass. Dette fordrer imidlertid store investeringer i gassturbiner på skipene. En subsidiering fra myndighetene til slike miljøvennlige prosjekter kan redusere de store økonomiske begrensningene knyttet til dette.

Med et stadig økende fokus på klima, miljø og de mange utfordringene knyttet til dette temaet, kan en i fremtiden forvente strengere regler og lover. Klimautslippskvoter og ulike restriksjoner for hvor og hvorledes en driver cruisevirksomhet, kan være mulige tiltak i en slik regulering.

En kan samtidig forvente at forbrukerne i enda større grad vektlegger selskapers miljøhensyn, ved at dette innvirker på deres preferanser i valg av tjenester og produkter.

### **5.1.6 Lovmessige faktorer**

Det finnes en mengde ulike lover og regler som regulerer cruisenæringen og dens aktørers virke. Endringer i disse begrensningene, det være seg rettigheter eller plikter, lokale som globale, innebærer en risiko for bransjen og HRG.

Nasjonal og internasjonal konkurranselovgivning, sistnevnte i form av tidligere nevnte ESA, er produsent av sentrale rammeverk for bransjen. Samtidig er miljølovgivning, samt konvensjoner og traktater som regulerer ferdsel og virksomhet i sårbare naturområder, av stadig viktighet for HRG og cruisebransjen. Dette kan forventes å gi bransjens aktører mange store utfordringer. Men det kan også gi de muligheter. Ved å vektlegge egen miljøbevissthet kan en differensiere seg som et mer miljøvennlig alternativ og dermed tiltrekke seg større etterspørsel. Imidlertid kan dette ha sin pris i form av store investeringskostnader.

Forskjeller i lovgivning mellom landene der rederiene er hjemmehørende, er utvilsomt en utfordring for Hurtigruten. Konkurrenter som innretter seg etter en mer liberal lovgivning, kan ha store konkurransefortrinn på kostnadssiden. Dette er kanskje spesielt fremtredende hva gjelder personalkostnader. Norge har relativt strenge juridiske bestemmelser for godtgjørelse og vern av arbeidstakernes interesser gjennom blant annet arbeidsmiljøloven, folketrygdloven, ferieloven og likestillingsloven. Dette er både en fordel og en ulempe for norske rederier. Fordelen er at man ved å følge disse lovene tar et sosialetisk ansvar og er en trygg og sikker arbeidsplass for en rekke mennesker. Ulempen er forskjellene i forhold til enkelte utenlandske lands lovgivning, og effekten dette har for de økonomiske vilkårene en konkurrerer under. Blir disse forskjellene for store, og graden av rivaliseringen innad i bransjen kraftig øker, vil dette få konsekvenser for HRGs konkurranseevne.

## **5.2 Bransjeanalyse - Porters Five Forces**

Michael E. Porters velkjente rammeverk "Five Forces" måler konkurranseintensiteten i bedrifters makromiljø og gjennom dette bransjens attraktivitet. Konkurransetreftene består av truslene for nyetablering, av substitutter, og forhandlingsmakten til leverandører og kunder, som sammen bidrar til å definere rivaliseringen innad i bransjen. Endringer i det nevnte makromiljøet kan resultere i en endring av en bedrifts konkurranseevne. Rammeverket søker å identifisere hvilke utfordringer disse fem konkurransekreftene representerer for selskapet. Jo sterkere disse kreftene kollektivt virker i en bransje, dess mer begrenset er et selskaps muligheter for å øke priser og derav profitt (Anthony & Govindarajan, 2007).

Hurtigruten makromiljø vil i det videre analyseres ved hjelp av dette rammeverket.



### 5.2.1 Trussel fra inntrengere

Nyetableringer vil i følge Porter oftest skje i lønnsomme markeder med gode fortjenestemarginer og små etableringshindringer. Ved en nyetablering vil konkurransen øke på markedets priser og/eller tilbudt kvantum. Dette resulterer i redusert lønnsomhet i markedet som helhet. Faktorer som innvirker på styrken til etableringsbarrierene i et marked er tilgang til kapital, tilgang til salgs- og distribusjonskanaler, muligheter for skalaøkonomiske fordeler, grad av produktdifferensiering, teknologisk kompleksitet på produkt eller produksjonsprosess, tilgang på nødvendige innsatsfaktorer, forventninger til reaksjoner fra eksisterende aktører ved inntreden i markedet, samt myndighetenes policy. (Anthony & Govindarajan, 2007).

Cruisebransjen kjennetegnes ved store etableringshindringer i forhold til den kapital som må til for å sette inn og drive cruiseskipsfart langs Norskekysten, samt den salgs- og markedsføringsinnsats som må til for å selge produktene. Eksempelvis vil anskaffelse av tilgang til havneterminaler være et stort hinder for nye aktører.

Alle andre eksisterende aktører i den norske cruiseferien er store internasjonale cruiseselskaper som opererer med stort volum og svært lave kostnader. I forhold til disse må HRG, med sin markedsandel på like i overkant av 15 %, ses på som en liten aktør med en helt annen kapitalstruktur og finansiell handlekraft. HRG har imidlertid statsavtalen og besitter gjennom den en slags garanti mot effekten av nyetableringer.

Trusselen fra inntrengere hva gjelder en daglig kyststrute må dermed anses for å være lav. Innen annen cruiseferien, spesielt om sommeren og i begrensede geografiske områder, er situasjonen en helt annen da flere store internasjonale aktører har de nødvendige forutsetninger for å gå inn i markedet.

HRG har en veletablert posisjon i denne bransjen. Med statsavtalen, sin humankapital og kompetanse på cruiseferien i Norge, sine skreddersydde skip, sine distribusjons- og salgskanaler, sine svært differensierte produkter og en sterk merkevarelojalitet, må selskapet vurderes til å ha en viss mulighet til å bekjempe trusselen fra nyetablering.

Hva gjelder Explorer-cruise og virksomheten på Spitsbergen, må sannsynligheten for nyetablering vurderes som større. Imidlertid vil dette fordre stor kapitalinnsats fra denne nye aktøren, samt at de nødvendige tilgangene til ressurser som anløp til havner, vil måtte anskaffes. Samtidig stiller denne typen cruiseferien særlige krav til mannskapene og skipene

som benyttes. Dette i forhold til kapabilitet til å operere i polare farvann og et sårbart arktisk miljø.

### **5.2.2 Kundenes forhandlingsmakt**

Faktorer som affekterer denne konkurransekraften er blant annet antallet kjøpere, kjøperes byttekostnader og kjøperes mulighet for vertikal integrasjon.

Kunder har stor forhandlingsmakt i tilfeller der: kundegruppen er konsentrert eller handler i stort volum, produktene er standardiserte eller udifferensierte, produktet utgjør en stor andel av kundens totale kostnader, kundene har mulighet til å integrere bakover, produktet har liten betydning for kvaliteten på kundens varer og tjenester, samt der kunden har tilgang på full informasjon (Roos et al., 2005).

Hurtigrutens produkter er i all hovedsak svært differensierte. Det eksisterer heller ikke større sammenslutninger av kunder som kan øve press på HRG i forhandlinger om å oppnå lavere pris, og/eller høyere kvalitet og service uten å yte en priskompensasjon. Dermed er forbrukerne av HRGs produkter i all hovedsak enkeltstående kunder som gjør små kjøp i den totale sammenhengen. Følgelig er deres forhandlingsmakt lav.

Imidlertid kan enkelte reisebyrå/agenter gjennom at de har mulighet til å bidra med verdifull markedsføring for HRG, kunne utøve et vist prispress. I det store bildet om kundenes forhandlingsmakt vurderes disse likevel som nærmest ubetydelige. Dette av den grunn at ingen reisebyrå/agenter utpeker seg som så store eller viktige at de kan øve et større press på HRG, og dermed få produkter på ”billigsalg”.

HRG har samtidig gjennom kostnadsreduksjonsprogrammet ”Ny Struktur”, rettet betydelig innsats mot denne forhandlingsmakten hos agentene/reisebyråene, og de høye kostnadene forbundet ved bruk av disse. Ved å opprette egne salgskanaler i lavkostland, har man kunnet gjøre store nedbemanninger og kostnadsreduksjoner. Dette har resultert i en sterkt forbedret og mer samordnet salg- og distribusjonskanal for Hurtigrutens produkter. Gjennom et nytt, felles bookingsystem som plattform for internettbestillinger, går selskapet i møte den økende trenden for at den enkelte forbruker velger å foreta informasjonsinnhenting og bestilling av feriereiser selv.

HRG er børsnotert og vil dermed ha en svært tydelig offentlig informasjonsprofil. Få eller ingen kunder kan dermed besitte mer informasjon enn andre. Samtidig vurderes mulighetene for vertikal integrasjon som svært små.

Oppsummert anses derfor kundenes forhandlingsmakt som svært lav.

### **5.2.3 Rivalisering mellom aktørene**

Faktorer som påvirker den direkte rivaliseringen mellom aktørene i en bransje er mulighetene for produkt differensiering, industriens vekst, antall og diversitet på aktørene i bransjen, nivået på nødvendige faste kostnader i bransjen, periodevis overkapasitet samt utgangsbarrierer. (Anthony & Govindarajan, 2007).

Intensiteten i rivaliseringen mellom bransjens etablerte aktører er en av de enkeltfaktorene som i høyest grad påvirker selskapenes muligheter for lønnsom drift. Hvis graden av rivalisering er høy, oppstår ofte konkurransestrategiske kriger mellom aktørene som øver et økt press på pris, markedsføringsinnsats, kvalitet, kunde- og garantiservice, samt teknologisk utvikling og produktinnovasjoner. Denne rivaliseringen vil intensiveres når ett eller flere av selskapene ser det som nødvendig å forbedre sin posisjon i markedet ved hjelp av en mer aggressiv innsats på et eller flere av de ovennevnte områdene.

Hurtigruten opererer i en bransje i vekst. Bransjen opplever økende konkurranse fra store utenlandske aktører og derav et visst prispress. Dette gjelder hovedsakelig for sommersesongen, der tilbudet av cruise langs Norskekysten har økt de senere år. Samtidig følger Hurtigrutens konkurrenter nøye med på selskapets aktiviteter i de såkalte skuldresesongene, og nøler ikke med å konkurranseutsette produkter de ser er spesielt lønnsomme. Et eksempel på dette er HRGs konsept ”Hunting the light”, som med stor suksess har økt belegget på vinteren med turister på jakt etter nordlyset. Dette konseptet ble raskt kopiert av andre aktører. Imidlertid har ikke denne konkurransen kun negative effekter for Hurtigruten. Den totale markedsføringseffekten av Norge og cruiseturisme i landet, øker følgelig. Samtidig med at dette er en gratis markedsføring av destinasjonene som HRG opererer i, bidrar dette til økt merkekjennskap for HRG i utlandet. Turisme og cruiseturisme i Norge har fortsatt et stort uutnyttet potensial, og den økte konkurransen bransjen opplever gjenspeiler dette.

Rivalisering kan samtidig oppstå ved at en rekke strukturelle faktorer støter inn i hverandre. Hill & Jones (2004) eksemplifiserer tre slike strukturelle faktorer som vil påvirke graden av

rivalisering innad i en bransje: Den første av disse er bransjens **Industristruktur**, som igjen vil påvirkes av samarbeidsklimaet mellom aktørene og ved gjennomføringen av større konsolideringer. De etablerte aktørene vet at de i det lange løp er tjent med et samarbeid om felles interesser, og vegrer seg derfor for å opptre slik at et ukontrollert press på priser og kvantum oppstår. HRG har som tidligere nevnt en helt annen kapitalstruktur og et helt annet kostnadsnivå, sammenlignet med sine store internasjonale konkurrenter. HRG er i sin fortsatt pressede økonomiske situasjon avhengig av å holde og helst øke sitt volum, samtidig som prisnivået må øke noe. Selskapet er dermed tjent med at konkurransen ikke tilspisser seg videre med et tilhørende prisfall. Blir prisdifferansen i forhold til disse konkurrentene før høy, vil selskapet slite med å argumentere for at dets produkter er så differensierte at denne merkostnaden for forbrukeren er på sin plass.

Dernest vil bransjens **etterspørsel** påvirke rivaliseringen. De senere årene har denne etterspørselen økt, og ført med seg et voksende tilbud samt nye kundegrupper. Som nevnt i kapittel 2, er vekstutsiktene for cruiseturisme til tross for internasjonal makroøkonomisk uro, fortsatt lyse. Skulle det likevel bli periodevis overkapasitet i bransjen, må en imidlertid forvente at rivaliseringen og prispresset vil øke.

En tredje sterkt påvirkende faktor, er bransjens **utgangsbarrierer**. Den store kapitalbindingen i driftsmidlene kan ikke umiddelbart realiseres uten større verditap. Dette gjelder spesielt for Hurtigruten, da det ikke finnes et effektivt annenhåndsmarked for deres små og mindre utstyrte cruiseskip skreddersydd for norske forhold. Samtidig fordrer drift av cruisevirksomhet store faste kostnader og store ugjenkallelige investeringer i forhold til markedsføring og merkevarebygging. Skulle situasjonen fundamentalt endre seg og gjøre markedet lite lønnsomt, vil derfor selskapene likevel måtte tenke seg om flere ganger før de beslutter å trekke seg ut. Kostnadene ved en utrekning vil da på grunn av disse utgangsbarrierene, bli så store at mange aktører nok vil velge å fortsette driften tross dårlig lønnsomhet.

Konkurransenintensiteten i bransjen når det gjelder cruise langs norskekysten, vurderes som høy da andre aktører enn HRG besitter størsteparten av cruisemarkedet til Nordkapp, samt en stor andel av såkalte fjordcruise i sommersesongen. Imidlertid kan graden av differensiering mellom aktørene gjøre at rivaliseringen i dag ikke er på et slikt nivå at et større prispress eksisterer, og at bransjens lønnsomhet dermed påvirkes negativt.

Statsavtalen verner videre Hurtigruten mot en stor del av konkurransen fra de utenlandske aktørene. Likevel gir ikke dette selskapet noen form for monopolsituasjon, da de møter sterk konkurranse særlig i sommerhalvåret. I Hurtigrutens fortsatt pressede økonomiske situasjon, er det helt nødvendig å holde nivået på volum og priser. På grunn av det har selskapet svært mye å tape på en tilspising av rivaliseringen. En er dermed tjent med å fortsette å benytte sin sterke merkevare i å konkurrere på sine differensierte produkter fremfor andre strategier.

Konkurransen, og intensiteten i denne, for de lønnsomme Explorerer-cruisene på Grønland og i Antarktis, er svært sterk. Disse produktene har svært høy lønnsomhet, og tiltrekker seg stadig nye aktører. Imidlertid konkurrerer HRG innenfor dette forretningsområdet på mer like betingelser i forhold til sine konkurrenter, da det benyttes en overvekt av utenlandsk mannskap. Samtidig er produktet svært differensiert med det skreddersydde ekspedisjonsskipet MS Fram.

Hva gjelder virksomheten på Spitsbergen innehar HRG en svært sterk posisjon, og selskapet møter liten konkurranse innen hotell, konferanse, opplevelsesturisme og cruisevirksomheten rettet mot turister som ankommer med fly. Det finnes imidlertid en viss konkurranse mot internasjonale aktører som anløper Spitsbergen som en av flere destinasjoner. For forretningsområdet Spitsbergen vurderes derfor rivaliseringen i bransjen til å være lav.

#### **5.2.4 Leverandørens forhandlingsmakt**

Faktorer som innvirker på leverandørens forhandlingsmakt er blant annet antallet leverandører, leverandørers mulighet for integrasjon, eksistensen av substitutter, byttekostnader, og viktigheten av leverandørens produkter som innsatsfaktor. (Anthony & Govindarajan, 2007). Leverandører som har stor forhandlingsmakt, besitter en posisjon som gir de mulighet til å øke prisen og/eller redusere kvaliteten på varen eller tjenesten uten at etterspørselen for produktet eller tjenesten reduseres. Stor forhandlingsmakt kjennetegnes ved at få og store aktører dominerer leverandørbransjen, og at denne bransjen er mer konsentrert enn den bransjen det leveres produkter til (C. W. L. Hill & Jones, 2004).

Ved kjøp av nye skip vil det offentliggjøres et tilbud i det åpne markedet. Konkurransen i dette markedet begrenser seg ikke bare til innenfor landets grenser, og kan betegnes som svært høy. HRG har tidligere benyttet seg av både norske og tyske verft. Disse leverandørene har dermed ikke noen særlig grad av forhandlingsmakt ovenfor HRG. Grunnet den spesielle beskaffenheten til Hurtigrutens skip, finnes det ikke et aktivt marked for å lease denne typen skip. Derfor er ikke dette en reell opsjon for selskapet.

Prisfastsettingen på bunkersolje skjer på råvarebørser. Denne prisen har klar sammenheng med prisen for råolje. Videre er ikke HRG sin etterspørsel av avgjørende betydning for disse leverandørene. De etablerte markedsprisene gir et effisient marked av leverandører uten særlig forhandlingsmakt ovenfor HRG.

Ved at Hurtigruten er tilsluttet GRESS-gruppen innehar selskapet en indirekte forhandlingsmakt ovenfor omkring 200 leverandører av hotell- og restaurantrelaterte produkter. Gruppen består av de tre likestilte eierne Rica Hotels, Compass Group Norge og The Rezidor Hotel Group, samt de øvrige medlemmene av innkjøpssamarbeidet Norlandia Hotels & Resorts, Gate Gourmet, Hurtigruten, Fjord-Line og Torghatten. Samarbeidet har som formål å fremforhandle leverandøravtaler som gir eierne og medlemmene sikre, effektive og optimale innkjøp [\[26\]](#).

Ved innkjøp utenfor den nevnte avtalen kan leverandører i enkelte situasjoner ha en viss grad av forhandlingsmakt ovenfor HRG. Dette vil imidlertid være begrenset til mindre innkjøp, og HRG kan ved forhandlingsbordet, da dra nytte av sin størrelse og valgmulighetene selskapet har i sterkt konkurranseutsatte innsatsfaktormarkeder.

Hurtigrutens ansatte har ved sin levering av tjenester og tilknytning til arbeidstakerorganisasjoner, en viss forhandlingsmakt ovenfor selskapet. Generelt vurderes tilgangen på arbeidskraft til å være god, og HRG kaprer ofte nye hoder tidlig gjennom sitt utbredte tilbud av lærlingplasser. Arbeidstakerne generelt og deres tilhørende fagforeninger, har en viss forhandlingsmakt ovenfor HRG, og utøver denne i de årlige forhandlingene om lønns- og tariffavtalene.

Hva gjelder nøkkelpersonell med spesialistkompetanse, er saken en annen. Selskapet har de senere år kjempet en hard kamp med oljebransjen, som rekrutterer til sine supply-skip, om disse. Sistnevnte arbeidstakergruppe anses å ha særlig høy forhandlingsmakt ovenfor HRG.

### **5.2.5 Trussel fra substitutter**

Faktorer som innvirker på denne konkurransekraften er det relative pris/nytte forholdet mellom selskapets produkt og konkurrenters produkter, kjøperens byttekostnader og kjøperens tilbøyelighet til å gjøre et bytte (Anthony & Govindarajan, 2007).

Porter definerer substitutter som produkter som kan dekke kundens behov på en alternativ måte (Porter, 1980). En bransjes potensielle lønnsomhet vil påvirkes gjennom eksistensen av nære substitutter, ved at disse vil sette en begrensning på bransjens prisnivå. Cruisereiser kan

som ferieform substitueres med en mengde andre reiser. Nærliggende substitutter for cruise som ferieform, er storbyferie, badeferie, samt ulike arter av opplevelsesferie.

For rundreisepassasjerer og distansepassasjerer over lengre distanser med Hurtigruten Norskekysten, samt forretningsområdene Explorer og Spitsbergen, har selskapet en unik strategisk posisjon gjennom sine differensierte produkter. Substitutter til disse kan være feriereiser av tilnærmet lik karakter, der nærhet til uberørt natur og lokal kultur står i sentrum. Det en her anser som et substitutt, må samtidig være en helhetlig pakke innbefattende mulighet for overnatting, bevertning, utflukter og aktiviteter. Transportform er i en sådan sammenheng ikke avgjørende.

Graden av substitusjon fra Hurtigruten Norskekysten, Explorer og Spitsbergen er relativt lav da destinasjonenes natur og kultur vanskelig kan substitueres. Videre er det svært få andre ferieformer som kan levere en tilnærmet helhetlig pakke med en slik nærhet til naturen. Alternativer som bussreiser til sentrale destinasjoner i Norge, eller bilferie langs Norskekysten kan aldri regnes som fullverdige substitutter til Hurtigrutens produkter når en tar i betraktning produktenes omfang, utforming og innhold.

For distansepassasjerer på Hurtigruten Norskekysten som benytter skipene som rene nyttetransportmidler, eller som reiser på kortere distanser med varighet opp til en weekend, vil substituttene imidlertid være flere, Den førstnevnte gruppen passasjerer kan til en viss grad substitutere denne reisen med fly, bil, buss, hurtigbåt og tog. For disse reisende er gjerne de viktigste aspektene tid, tilgjengelighet og kostnad. Også den andre definerte gruppen distansepassasjerer, dog i noe mindre grad, kan substituere slike reiser med egendefinerte weekendturer med fly og tog.

Kurs- og konferansedelen av Hurtigruten Norskekysten og Spitsbergen, kan substitueres av hoteller og kurs- og konferansesentre på fastlandet som samhandler med opplevelses- og event-byråer. Men heller ikke disse er fullverdige substitutter da de ofte skiller seg fra HRGs produkter ved ikke å ha samme nærhet og opplevelse av kystnaturen.

Oppsummert utgjør ikke substitutter noen særlig trussel for HRGs egenartede og sterkt differensierte produkter innenfor forretningsområdene Hurtigruten Norskekysten og Explorer. Hva gjelder distansesegmentet av Hurtigruten Norskekysten, er situasjonen en annen og substitutter som bil, buss, hurtigbåt, tog og fly konkurrerer intensivt og direkte med HRG.

Generelt vil en for cruisebransjen samtidig også måtte ta til etterretning den indirekte substitusjonseffekten fra investering i feriebolig og hytte, samt nedbetaling av lån.

Samlet vurderes derfor dagens fare fra substitutter som lav for Hurtigruten. Dette kan følgelig endre seg med tiden, og vil bestemmes av utviklingen i forbrukeradferdsmønstre, konjunktursituasjon og den norske cruisebransjens strukturelle forhold.

### 5.3 Intern analyse - VRIO

Den interne delen av den strategiske analysen, søker å gi en realistisk beskrivelse av verdiskapelsesprosessen i bedriften, samt gi en vurdering av de ressursene virksomheten besitter. De mest sentrale aspektene omhandlende bedriftens verdiskapning vil imidlertid behandles i kapitlets oppsummerende SWOT-analyse. En videre analyse av verdiskapelsesprosessen i HRG enn det som fremkommer av SWOT-analysen, anses å være overflødig. En analyse av bedriftens ressurser vurderes til å være av større viktighet, og jeg har valgt å benytte Barneys VRIO modell for dette formålet. Denne analysen kan identifisere hvilke unike ressurser bedriften besitter, eller har mulighet og evne til å utvikle, for å skape varige konkurransefortrinn. Analysen kan samtidig fortelle noe om hvor godt bedriften utnytter sine ressurser (Barney, 1991).

VRIO står for Valuable, Rare, Imitable og Organized. Modellen forfekter at varige konkurransefortrinn bare kan utvikles med grunnlag i ressurser som innehar disse nevnte egenskapene.

Ressursene må dermed være:

- Valuable – verdifulle ved at de skaper en merverdi og utnytter muligheter eller reduserer effekten av trusler i bedriftens omgivelser.
- Rare – sjeldne eller unike i det markedet en opererer i.
- Imitable – Vanskelig eller ikke mulig å imitere for bedriftens konkurrenter i markedet.
- Organized – organisert på en slik måte at bedriften effektivt utnytter sine ressurser.

Hurtigrutens **merkevare** er en svært verdifull ressurs. Gjennom en lang historie med en sentral rolle i norsk transportinfrastruktur og reiseliv, har merkevaren stor kjennskap og verdi hos landets befolkning. Samtidig har selskapet høstet stor anerkjennelse for sitt produkt også utenfor landets grenser. HRG har klart å utvikle en svært sterk merkevare og strategisk



posisjon i cruisebransjen, og er på mange måter dermed synonymt med cruise i Norge. Med de registrerte merkenavnene "Hurtigruten" og "Verdens vakreste sjøreise", innehar selskapet to av Norges og den internasjonale cruisebransjens sterkeste merkenavn. En slik ressurs har stor verdi da den for selskapet kan produsere økt merkekjenning, samt økt etterspørsel og salg. Samtidig kan dette gi økt betalingsvilje for selskapets produkter, som igjen kan fungere som et forsvar for produktene noe høyere prisfastsettelse i forhold til bransjen.

Denne sterke markeverdi og forankringen hos landets befolkning, er svært vanskelig, om ikke umulig, for konkurrentene å imitere. I motsetning til Hurtigruten Norskekysten, er Explorer et relativt nytt forretningsområde. I en sterk konkurranse har en derfor ikke den helt samme posisjonen der. Ressursene i skipet MS Fram, som er ansett for å være et av verdens fremst ekspedisjonsskip, er forholdsvis unike. Forretningsområdet sett under ett må likevel vurderes til å være mindre unikt og mulig å imitere.

Hurtigruten Norskekysten må vurderes som et varig konkurransefortrinn. Imidlertid vil et frafall av statsavtalen gjøre denne ressursen mindre sjelden og enklere å imitere.

Hurtigrutens **fysiske ressurser** i form av verdens største flåte av skip skreddersydd for cruisevirksomhet i arktiske forhold, er en svært verdifull ressurs. Skipene er spesialtilpasset norske forhold og farvannenes trange fjorder, grunne vann, små havner og utfordrende vær. Dette er samtidig også en hemsko for selskapet, i det at skipene er for små og lite utrustet til å ha reelle alternative bruksområder i cruisemarkedet. Skip kan imiteres og er derfor ikke særlig sjeldne. Likevel er skipsflåten per i dag en verdifull konkurransefordel for selskapet, og en eller flere konkurrenters imitasjon av denne ressursen vil være svært tids- og kostnadskrevende. Denne ressursen vil derfor betegnes som en begrenset konkurransefordel.

Selskapets **menneskelige ressurser** er en sterk, verdifull og unik ressurs. Denne humankapitalen består av summen av de ansattes kunnskaper, erfaringer, ferdigheter og holdninger. Med en inngående kjennskap til skipene, til farvannene langs norskekysten, den norske kulturen og naturen, og til hvordan en kan drive cruisevirksomhet med høy kvalitet og service, er disse menneskene svært sjeldne og vanskelig å imitere. Arbeidskraft kan imidlertid kjøpes, og legger en annen konkurrerende aktør over tid nok penger på bordet, kan nok denne ressursen imiteres. Dette avhenger følgelig også av den til enhver tid gjeldende konkurransesituasjonen i bransjen, og om det er videre drift etter dagens modell med Hurtigruteavtalen på HRGs hender. Hurtigrutens menneskelige ressurser må derfor vurderes som en begrenset konkurransefordel.

HRG har gjennom et eget sentralisert bookingsenter i Tallinn, en svært velutviklet markedsføringsorganisasjon med salgskontor i flere land, et godt samarbeid med lokale og nasjonale markedsføringsorganer, samt innpass hos reisebyråer i inn- og utland, et konkurransefortrinn i sine **salgs- og distribusjonskanaler**. Virksomhetens markedsførings- og salgssapparat har de senere årene gjennomgått en stor restrukturering, og fremstår nå som mer produktiv, kostnadseffektiv og spisset mot sitt formål. Disse salgs- og distribusjonskanalene er ikke spesielt sjeldne og kan imiteres. Ressursen gir selskapet stor verdi i form av profilering og tilgjengeliggjøring i markedene. De stimulerer etterspørselen for Hurtigrutens produkter og tjenester, og utfører selve bestillings- og salgstransaksjonene. En slik ressurs kan som nevnt imiteres og bygges opp også av andre aktører. Imidlertid kan dette fordre stor ressursbruk med hensyn på investeringer, tid og forhandlinger. Denne ressursen vurderes på grunn av det ovennevnte som en begrenset konkurransefordel.

Avtalen om **Statens kjøp av sjøtransporttjenester**, er en svært sjelden og verdifull ressurs. Avtalen sikrer over sitt løp selskapet videre drift og et fastsatt minimumsnivå av produksjon. Den gir videre et solid økonomisk bidrag til selskapet, og skaper barrierer mot nyetablering fra andre aktører. HRG fikk i 2011 tilslaget i anbudsrunden for leveranse av denne tjenesten i nye 8 år. Ingen andre aktører leverte tilbud under denne utlysningen. Den kan dermed sies å være ikke-imiterbar over avtalens varighet. Det er rimelig å anta at HRG med sine velutviklede ressurser i sin skipsflåte, sin humankapital, og sin historiske posisjon hos landets befolkning, har den største muligheten og evnen til å levere denne tjenesten også videre i overskuelig framtid. Den sterke politiske støtten bidrar også til dette. Til neste anbudsrunde kan dette selvfølgelig endre seg. Imidlertid vil en ny aktør som ønsker å gå inn i denne avtalen, måtte bruke mye tid og store ressurser på å utvikle den nødvendige kapasitet og de kapabiliteter en trenger for å levere samme kvalitet som HRG under avtalens vilkår.

Statsavtalen vurderes derfor til å være en varig konkurransefordel for Hurtigruten.

Den interne analysen i form av VRIO-verktøyet kan tabellarisk oppsummeres som følger:

**Tabell 10: VRIO oppsummering**

Ressurs	Verdifull?	Sjelden?	Imiterbar	Organisert?
Merkevare HRG Norskekysten	Ja	Ja	Nei	Ja
Merkevare HRG Explorer-Produkter	Ja	Nei	Ja	Ja
Fysiske ressurser	Ja	Ja	Ja	Ja
Menneskelige ressurser		Ja	Ja	Ja
Salgs- og distribusjonskanaler	Ja	Nei	Ja	Ja
Statsavtalen	Ja	Ja	Nei (inntil 2020)	Ja

Tabellen viser oppsummert at kun Merkevaren Hurtigruten Norskekysten og Statsavtalen, etter VRIO-modellens krav, kan betegnes som vedvarende konkurransefortrinn. Når det gjelder Statsavtalen er denne ikke-imiterbar til utløpet av avtalen 31. desember 2019. Etter den tid kan andre aktører, selv om det per tiden ikke er av overveiende sannsynlighet, overta denne. Videre viser tabellen at alle de undersøkte ressursene bortsett fra Merkevaren Explorer-Produkter og Salgs- og distribusjonskanalene er sjeldne, verdifulle og organiserte. Hurtigruten har med disse sentrale ressursene, gode konkurransefortrinn i forhold til sine konkurrenter. Disse gir selskapet mulighet til å øke sin verdiskapning og lønnsomhet, og gjennom det skape rentabilitet som overstiger avkastningskravet, såkalt superprofitt.

#### **5.4 Selskapsanalyse - SWOT**

En SWOT-analyse sammenfatter den strategiske analysens interne og eksterne del. Verktøyet søker å identifisere og vurdere selskapets mest kritiske styrker, svakheter, muligheter og trusler. Analysen vil i hovedsak vektlegge følgende innvirkende faktorer: finansielle ressurser, teknologiske ressurser, fysiske ressurser, salg og distribusjon, merkevare, konkurranseklima, demografi, samt politiske og økonomiske forhold. (Kotler, 2005).

SWOT-analysen vil kortfattet oppsummere de viktigste faktorene rundt selskapets strategiske posisjon, også omtalt som selskapets kritiske suksessfaktorer. Dette vil si de faktorer som har høyest grad av sannsynlighet for å inntreffe, og de faktorer med sterkest påvirkningskraft for selskapet og dets virke. De ulike faktorene er tidligere inngående behandlet under den interne og den eksterne delen av analysen, og vil derfor ikke utredes nøyere for videre her.

### **5.4.1 Styrker**

Hurtigruten har et svært sterkt merkenavn og et unikt produkt av høy kvalitet som differensierer seg fra andre aktørers produkter.

Selskapet har konkurransefortrinn gjennom en stor og velutviklet humankapital, en spesialtilpasset skipsflåte og velutviklede distribusjons- og salgskanaler.

Hurtigruteavtalen, en gjennomgående lokal og nasjonal politisk støtte, samt en bred støtte i befolkningen, fremstår som andre viktige ressurser som selskapet besitter.

Med en vektleggelse av innsats mot blant annet energibesparende tiltak, differensierer HRG seg som en miljøbevisst og sosialetisk forankret aktør.

Hurtigruten er stadig i utvikling, og har de senere år vært langt fremme innen produktinnovasjon. Nye helhetlige produktpakker med et bredt tilbud av opplevelser og aktiviteter til sjøs og på land, gir stadig bedre utnyttelse av det store potensialet som ligger i den norske naturen og selskapet. En har med dette samtidig oppnådd større belegg i skuldresesongene og innpass i nye markedssegmenter.

### **5.4.2 Svakheter**

Selskapet har et svært høyt kostnadsnivå sammenlignet med sine konkurrenter, og konkurrer med dette ikke på like vilkår. Eksempelvis er lønns- og personalkostnadene anslagsvis tre ganger så lave hos konkurrentene som hovedsakelig opererer med utelukkende filippinsk mannskap. (CFO Hurtigruten ASA, Anders Olstad, 2011 [\[P 1\]](#))

Enkelte skip i virksomhetens flåte må betegnes som for små og lite utstyrte i dagens cruisebransje. Dette gjelder i hovedsak de to eldste skipene, som krever uforholdsmessig mye ressurser fra selskapet. Disse har også den største andelen av selskapets driftsavbrudd.

Hurtigruten har en helt annen kapitalstruktur enn de store konkurrentene, og derav er de mer bundet av sin store gjeldsandel og de strenge betingelsene for disse lånene. Dette skaper en lavere finansiell fleksibilitet og investeringsevne sammenlignet med konkurrentene.

Innlåsing i statsavtalen gir samtidig selskapet lavere operasjonell fleksibilitet enn de kapitalsterke konkurrentene, som har Norskekysten som sine sekundærmarkeder. Dette i forhold til økt satsing på muligheter innen andre lønnsomme forretningsområder.

Betydelige fremtidige investeringer i nye skip er nødvendig.

### **5.4.3 Muligheter**

For selskapet ligger det store muligheter i at en de senere årene har opplevd en sterk økonomisk og organisasjonsmessig utvikling, samt at en fikk tilslaget til den nye og forbedrede Hurtigruteavtalen. Gjennom fortsatt satsning på den suksessfulle innsatsen mot nye markeder og skuldersesongene med nye og mer tilpassede produkter, kan selskapet ytterligere forbedre sin lønnsomhet og verdiskapning.

Bransjens lave forhandlingsmakt hos leverandører og kunder, den forholdsvis lave trusselen som eksisterer fra nyetablering og substitutter, kan sammen med bransjens store inngangsbarrierer, også gi selskapet et betydelig handlingsrom med store muligheter for framtiden.

Det ligger muligheter i at selskapet klarer å foreta videre forbedringer i sin kapasitetsutnyttelse og reduserer antallet driftsavbrudd. Fortrinnsvis må dette gjøres gjennom investeringer i nye skip.

Avslutningsvis ligger det store muligheter i den generelle trenden innen reiselivet med økning i etterspørsel for cruisereiser, samt økning i turistankomster til Norge.

### **5.4.4 Trusler**

Det ligger en stor trussel i det sårbare miljøet selskapet opererer i. Ytterligere begrensninger og restriksjoner for denne typen virksomhet, samt økte kostnader i forhold til miljømessige forhold som avgifter for utslipp, bidrar til dette.

At en alvorlig ulykke inntreffer med et av selskapets skip, er en stor kilde til risiko. Dette kan i tillegg til tap og skade av menneskeliv, gi stor negativ publisitet og derav tap av tiltro til sikkerhet og selskapet. Dermed kan både selskapets og bransjens etterspørsel drastisk reduseres, i det minste på kort sikt. Dette skjedde ved det såkalte Costa Concordia-forliset, og vil mest sannsynlig ha samme effekt ved en lignende ulykke i Norge. I tillegg vil en ulykke påføre selskapet store kostnader i forhold til blant annet reparasjon eller erstatning av skip, miljømessig opprydningsarbeid, refusjon av solgte tjenester og dermed omsetningstap. Ulykken med MS Nordlys er et prov på den fare som er forbundet med slike ulykker, og den store økonomiske belastningen dette kan fordre for et selskap som Hurtigruten.

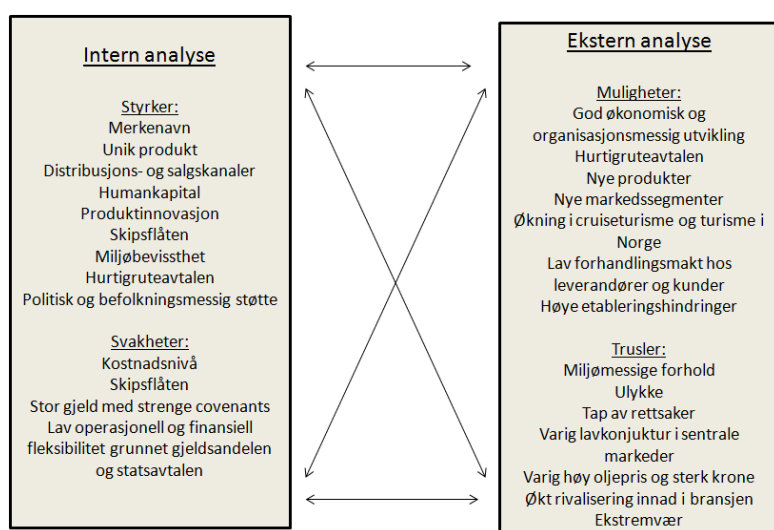
En varig lavkonjunktur i sentrale markeder som følge av finans- og statsgjeldkrisen, samt en vedvarende høy oljepris og sterk Krone som svekker konkurranseevnen, er kanskje selskapets største bekymringer i dagens marked.

En sterkere rivalisering innad i bransjen og en videre økning i selskapets høye kostnadsnivå relativt til konkurrentenes, kan også få store ringvirkninger for selskapet og dets virke.

Et tap av ESA-rettsaken, Boskalis-saken og Cominor-saken, vil medføre store tap for selskapet og den reelle muligheten for videre drift. Tilnærmet vil det ved et slikt worst-case scenario innbefatte så mye som halve selskapets samlede egenkapital.

Hurtigruten opplevde i 2011 flere driftsavbrudd enn noensinne. Nye sesonger med ekstremvær og stor andel av driftsavbrudd, vil påføre selskapet store økonomiske tap.

### Oppsummering SWOT analyse



Figur 12: Tabellarisk oppsummering SWOT-analyse

## 5.5 Oppsummering strategisk analyse – Strategisk posisjon

Som det ble redegjort for i innledningen til dette kapitlet, er formålet med den strategiske analysen å kartlegge de underliggende makro- og mikroøkonomiske forholdene til Hurtigruten og dets omgivelser. Vurderingen av selskapets interne ressurser og kapabiliteter, og de eksterne konkurranseomgivelsene, gir et grunnlag for den videre regnskapsanalysen og fremtidsbudsjetteringen. Budsjetteringen av fremtidige kontantstrømmer og skjønsmessige anslag på vekststørrelser kan med denne som grunnlag, dermed gjennomføres av større kvalitet og realitet.

Bransjeanalysen identifiserte rivalisering innad i bransjen og dermed de eksisterende konkurrentene, som selskapets største trussel hva gjelder de fem innvirkende konkurransekraftene. Samtidig bidro PESTEL-, VRIO- og SWOT-analysen til en forståelse

av andre store kilder til risiko som eksisterer i og rundt selskapet. Spesielt gjelder dette muligheten for en varig lavkonjunktur i Hurtigrutens viktige utenlandske markeder, samt lavere konkurranseevne grunnet den sterke kronekursen og store relative forskjeller vedrørende driftskostnader.

Den interne analysen belyste selskapets mange sterke ressurser, kapabiliteter, og gode utnyttelse av disse. Selv om flere av disse ikke kan betegnes som vedvarende konkurransefortrinn, virker de i dagens situasjon som store styrker for selskapet.

Som en konklusjon på den strategiske analysen, vil jeg anse at Hurtigruten har en relativt sterkt strategisk posisjon. Styrkene og mulighetene som ligger i selskapet og dets virke, vurderes som flere og sterkere enn svakhetene og truslene. Virksomheten har de senere år gjennomgått en fundamental restrukturering og fornyelse, og i et helhetsperspektiv opplevd god vekst og forbedret lønnsomhet siden 2009. Med grunnlag i selskapets mange sterke ressurser, vurderes selskapet til over tid å ha mulighet for å oppnå superprofitt. Klarer en å fortsette den gode utviklingen, hjulpet av kontinuitet i strategiske planer og sammensetningen av selskapsledelse, kan en fastholde på denne formålstjenelige strategiske posisjonen også i fremtiden.

## 6 Regnskapsanalyse

Formålet med regnskapsanalysen er å utvikle innsikt i Hurtigrutens underliggende økonomiske forhold, økonomiske stilling og dets utvikling over analyseperioden.

Regnskapsdata for selskapet vil systematisk bearbeides og justeres for formålet om verdivurdering, for dermed å kunne gi et rettviseende bilde av selskapets økonomiske situasjon og verdiskapning (Kristoffersen, 2005).

Regnskapsanalysen viser de historiske resultater som er oppnådd, hvilke eiendeler bedriften har investert i, hvilke forpliktelser som eksisterer, historisk utvikling i kontantstrømmer, samt sammenhenger mellom aktivitet og investeringer i anleggsmidler og arbeidskapital. Samlet gir dette en historisk plattform for analysen (Kaldestad & Møller, 2011).

Regnskapsanalysen legger hovedvekt på fire følgende forhold:

- Lønnsomhet
- Likviditet
- Finansiering
- Soliditet

Et selskaps lønnsomhet er en vurdering av selskapets inntjening. Et selskaps likviditet er et mål på dets betalingsituasjon, og sier noe om virksomheten har nok likvide midler til å betale sine forpliktelser ved forfall. Et selskaps finansiering og soliditet sier noe om hvordan foretaket er finansiert, og forholdet mellom dets egenkapital og gjeld (Kristoffersen, 2005).

Analysen vil baseres på offentlig tilgjengelig informasjon, hovedsakelig selskapets årsrapporter. Sentrale kilder til teori i denne sammenhengen vil være Penman (2010), Gjesdahl (2007), samt Kaldestad og Møller (2011).

Valget av lengde på analyseperioden må gjøres med grunnlag i en vurdering av selskapets stabilitet i forhold til form og markedssituasjon, sammenlignet med dagens. Da selskapet i tiden før 2009 og den siste, store restruktureringen påbegynte, hadde en ganske annen form enn dagens, har jeg valgt en kortere analyseperiode som strekker seg fra 2009 til 2011. Dette er i tråd med anbefalingen på 3-5 år som Gunnar A. Dahl viser til i boken "Verdsettelse i Teori og Praksis" (1997). Med denne analyseperioden, vil regnskapsanalysen omhandle selskapet med en virksomhet og form lik den gjeldende i dag. Samtidig vil en unngå mye av



støyen fra tiden etter fusjonen, da store deler av selskapets virksomhet utenfor kjernen ble avhendet.

Selskapets som konsern er valgt som denne oppgavens analysenivå. Det vurderes slik at å analysere selskapets forskjellige forretningsområder, og en eventuell ytterligere inndeling basert på geografisk område, vil være for tidkrevende. Konsoliderte regnskaper for konsernet som helhet er dermed basis for den videre analysen. Dette anses som en naturlig avgrensning for oppgaven, da det er det mest praktiske basert på den informasjonen som foreligger og tiden tilgjengelig til disposisjon.

Innledningsvis vil selskapets historiske resultatregnskap og balanse presenteres. Deretter vil det gjennomføres en omgruppering av disse for formålet om verdivurdering i et investorperspektiv.

Justering og korrigerende av regnskapene en benytter som basis, vil måtte gjennomføres for å gi et mest mulig rettviseende bilde av den økonomiske situasjonen. Dette utredes nærmere i kapitlets punkt 7.3. De omgrupperte oppstillingene av resultatregnskap og balanse som er basis for regnskapsanalysen og den videre fremtidsbudsjetteringen, vil deretter presenteres. Disse og regnskapsanalysen som utledes, vil settes i sammenheng med funnene i den strategiske analysen, i den hensikt å estimere selskapets fremtidige kontantstrømmer.

En god sammenligning med andre selskaper i regnskapsanalysen kan i Hurtigruten sitt tilfelle vanskelig gjennomføres. Det finnes ingen tilsvarende selskaper i forhold til størrelse og form, som er i direkte konkurranse med Hurtigruten. De utenlandske aktørene som HRG konkurrerer med, er som tidligere nevnt, forskjelligartede i forhold til sin primære virksomhet og sine karakteristika. De er samtidig mye større, de opererer over bredere geografiske områder og med en helt annen kostnadsstruktur. Disse kan derfor ikke sammenlignes direkte med HRG. Andre aktører som indirekte eller bare delvis konkurrerer innenfor Hurtigrutens primære forretningsområder, anses heller ikke som komparative i analysen. Eksempelvis gjelder dette selskaper innen person og godsbebringning som fergeselskapene Color Group ASA, Stena Line og DFDS Seaways.

Jeg anser at en komparativ analyse med slike mindre sammenlignbare selskaper ikke vil tilføre oppgaven noe relevans eller kvalitet. Imidlertid er det mulig å gjøre en sammenligning ved hjelp av såkalte multipler, samt gjennom nøkkeltall som utledes fra regnskapsanalysen. Komparativ analyse ved hjelp av multipler vil behandles nærmere i oppgavens Kapittel 11.

Denne regnskapsanalysen vil inneholde en sammenligning av Hurtigrutens nøkkeltall mot de generelle krav til det enkelte forholdstall, og mot gjennomsnittet av det respektive nøkkeltall for de største selskapene i sammenlignbare bransjer i Norge. Regnskapsdata for de norske selskapene som inngår i utvalgets sammenlignbare bransjer, er hentet fra Proff-Forvalt. Ut fra disse datauttrekkene er gjennomsnittene beregnet.

## 6.1 Presentasjon av resultatregnskapet

Dette avsnittet presenterer HRGs historiske resultatregnskaper i perioden 2009 til 2011. Selskapets årsregnskap er utarbeidet og presentert i tråd med norsk regnskapslovgivning og god regnskapsskikk. Revisjon av regnskapet for 2009 er gjort av PriceWaterhouseCoopers, mens det for 2010 og 2011 er utført av Ernst & Young.

For resultatregnskapet vil den standardiserte resultatoppstillingen som den fremstår i årsrapportene anvendes. En vurdering av resultatregnskapets innhold og tallstørrelser vil presenteres etter den reviderte og omgrupperte oppstillingen er fremlagt.

**Tabell 11: Konsolidert Årsregnskap, Hurtigruten ASA (HRG Årsrapport 2009, 2010 og 2011)**

År	2009	2010	2011
Salgsinntekter	2 476 670	2 872 539	3 015 656
Varesalgsinntekter	332 817	362 601	381 601
Kontraktsinntekter	636 946	574 847	538 326
Herav klassifisert som ikke-videreført virksomhet	-50 877	-22 128	-8 862
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>3 395 557</b>	<b>3 787 859</b>	<b>3 926 720</b>
Personalkostnader	-975 039	-1 055 078	-1 186 744
Avskrivninger og nedskrivninger	-359 714	-360 105	-450 300
Andre driftskostnader	-1 963 028	-2 155 680	-2 326 615
Andre (tap)/gevinster - netto	-1 993	7 455	83 320
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>-3 299 774</b>	<b>-3 563 408</b>	<b>-3 880 339</b>
<b>Driftsresultat</b>	<b>95 782</b>	<b>224 451</b>	<b>46 381</b>
Finansinntekter	103 294	70 928	74 005
Finanskostnader	-316 696	-279 395	-267 570
<b>Netto finanskostnader</b>	<b>-213 402</b>	<b>-208 467</b>	<b>-193 565</b>
Andel resultat i tilknyttede selskaper	10 752	-757	2 352
Resultat før skattekostnad for videreført virksomhet	-106 868	15 227	-144 832
Skattekostnad for videreført virksomhet	35 888	10 957	80 524
<b>Årsresultat for videreført virksomhet</b>	<b>-70 980</b>	<b>26 184</b>	<b>-64 308</b>
Resultat før skattekostnad for ikke-videreført virksomhet	78390	6 341	-7 861
Skattekostnad for ikke-videreført virksomhet	-14 498	-2 080	2 201
<b>Årsresultat for ikke-videreført virksomhet</b>	<b>63 892</b>	<b>4 261</b>	<b>-5 660</b>
<b>Årsresultat</b>	<b>-7 088</b>	<b>30 445</b>	<b>-69 968</b>

## 6.2 Presentasjon av balansen

Dette avsnittet presenterer HRGs historiske balanser i perioden 2009 til 2011. For balansene vil den standardiserte balanseoppstillingen som den fremstår i årsrapportene anvendes.

En vurdering av balansens innhold og tallstørrelser vil presenteres etter den reviderte og omgrupperte oppstillingen er fremlagt.

**Tabell 12: Konsolidert balanse, Hurtigruten ASA (HRG Årsrapport 2009, 2010 og 2011)**

EIENDELER	2009	2010	2011
<b>Anleggsmidler</b>			
Varige driftsmidler	4 347 691	4 163 328	3 851 087
Immatrielle eiendeler	247 817	259 526	272 311
Investeringer i tilknyttede selskaper	136 478	36 705	38 895
Utsatt skattefordel	53 862	69 789	172 234
Derivater		12 677	
Langsiktige fordringer og investeringer	62 312	30 816	34 003
<b>Sum anleggsmidler</b>	<b>4 848 160</b>	<b>4 572 841</b>	<b>4 368 531</b>
<b>Omløpsmidler</b>			
Varer	75 340	72 918	74 696
Kundefordringer og andre fordringer	349 778	885 271	920 176
Derivater	8 537	21 633	28 639
Kontanter, bankinnskudd og markedsbaserte plasseringer	800 116	731 109	574 511
Sum	1 233 770	1 710 930	1 598 022
Eiendeler holdt for salg	110 748	68 076	60 384
<b>Sum omløpsmidler</b>	<b>1 344 518</b>	<b>1 779 006</b>	<b>1 658 406</b>
<b>Sum eiendeler</b>	<b>6 192 678</b>	<b>6 351 848</b>	<b>6 026 936</b>
<b>EGENKAPITAL</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
<b>Egenkapital tilordnet selskapets aksjonærer</b>			
Aksjekapital	419 966	419 966	419 966
Overkurs	734 622	734 622	734 622
Annen egenkapital ikke resultatført	117 613	129 059	140 073
Opptjent egenkapital	89 801	86 716	-69 123
<b>Sum egenkapital tilordnet selskapets aksjonærer</b>	<b>1 362 002</b>	<b>1 370 364</b>	<b>1 225 540</b>
Ikke-kontrollerende eierinteresser	282 663	288 126	338 574
<b>Sum egenkapital</b>	<b>1 644 665</b>	<b>1 658 490</b>	<b>1 564 114</b>
<b>GJELD</b>			
<b>Langsiktig gjeld</b>			
Lån	3 687 543	3 682 801	2 455 508
Derivater	15 766	18 041	17 776
Utsatt skatt	25 099	13 367	9 643
Pensjonsforpliktelser	117 739	126 721	101 693
Andre avsetninger for forpliktelser	5 783	5 617	5 450
<b>Sum langsiktig gjeld</b>	<b>3 851 930</b>	<b>3 846 548</b>	<b>2 590 070</b>
<b>Kortsiktig gjeld</b>			
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	529 297	716 604	755 597
Betalbar skatt	7 484	13 419	11 932
Lån	13 884	15 785	1 026 252
Derivater	20 739	17 102	152
Andre avsetninger og forpliktelser	15 000	566	8 819
Sum	586 404	763 477	1 802 752
Gjeld knyttet til eiendeler holdt for salg	109 679	83 333	70 000
<b>Sum kortsiktig gjeld</b>	<b>696 083</b>	<b>846 811</b>	<b>1 872 752</b>
<b>Sum gjeld</b>	<b>4 548 013</b>	<b>4 693 358</b>	<b>4 462 822</b>
<b>Sum egenkapital og gjeld</b>	<b>6 192 678</b>	<b>6 351 848</b>	<b>6 026 936</b>

### 6.3 Omgruppering av regnskapet for investororientert analyse

Årsregnskapets bestanddeler fremstiller en historie om hvordan selskapets økonomiske stilling og prestasjoner over en bestemt tidsperiode har utviklet seg. Aktivitetene som inngår i et selskaps virke kan inndeles i tre hovedformer; finansielle, investeringsmessige og operasjonelle. Disse fremkommer gjennom de tallstørrelsene som en kan henføre til de tre ovennevnte forhold, og deres utvikling i årsregnskapets beretninger.

Imidlertid gir ikke deres presentasjonsform i årsregnskapet det riktige bildet når en har som formål å produsere en verdivurdering av et selskap. En omgruppering av årsregnskapet i den hensikt å fremvise en klarere inndeling i forhold til et selskaps hovedaktiviteter og verdiskapning, er derfor nødvendig. En søker med dette en tydeligere identifisering av selskapets underliggende verdidrivere, ROCE og vekst. Samtidig kan en gjennom omgrupperingen skape en forbedret innsikt i verdien og inntjeningsevnen til selskapets kapital.

Både NGAAP og IFRS har et kreditorientert fokus. Dette vil si at likviditet og forfallstid på gjelden står sentralt. I et investeringsorientert perspektiv rettet mot verdivurdering, har en et mer langsiktig fokus. En prøver derfor å gi en klarere inndeling av oppstillingenes poster ved å henføre disse til drift eller finansiering.

At et selskap over tid innehar en "Steady state" er en utopi. Likevel kan se på om postene utviser normalitet, eller om de er drevet av enkelthendelser og/eller ekstraordinære forhold. En omgruppering av årsregnskapet, hovedsakelig med henblikk på skillet mellom drift og finansiering samt regnskapspostenes normalitet, kan dermed gi oss en mer stabil fremstilling av selskapet som er mer orientert for formålet. Med dette avspeiles samtidig kildene til selskapets verdiskapning i normalsituasjonen klarere. Det er imidlertid viktig å presisere at denne omgrupperingen ikke endrer på regnskapstallene, bare måten de presenteres på.

Fundamental analyse er analyse av informasjon med fokus på verdivurdering i et investorperspektiv (Penman, 2010). Penman argumenterer for viktigheten av at man i en verdivurdering har en rettvise forankring i observerbar fortid.

Regnskap basert på periodiseringsprinsippet, som god regnskapsskikk i Norge bygger på, anses av han for å være mest egnet som denne forankringen. Observerte kontantstrømmer, og regnskap basert på kontantprinsippet, som IFRS bygger mer på, er i følge Penman mindre egnet for en slik forankring. (Lundesgaard, Jon, 2012: "Penman: Bruken av Finansregnskapet

og IFRS-Kritikk”, Magma Nr.2 2012). IFRS har i forhold til god regnskapsskikk i Norge, et større fokus på virkelig verdi, balansen og definisjonene av eiendeler og gjeld. IFRS-regnskaper kan dermed tendere til å være mer volatile (Kaldestad & Møller, 2011).

Dette understreker at en utførlig omgruppering av Hurtigrutens IFRS-baserte regnskap, er en særdeles viktig og nødvendig del av denne regnskapsanalysen. Siktemålet til denne omgrupperingen ligger i å produsere en mest mulig rettvise forankring for analysen og det videre arbeidet. Dette gjennom at HRGs tallstørrelser justeres for formålet, normaliseres, og er i samsvar med selskapets fremtidsutsikter og strategiske planer. Som et grunnlag for fremtidsbudsjettene og selve verdivurderingen, må disse avspeile selskapets økonomiske stilling og underliggende strukturelle forhold. Kun på denne måten kan regnskapene fungere som en formålstjenelig, historisk plattform for verdivurderingen.

Imidlertid må en passe seg for å gjøre for store endringer. Undersøkelser av analytikers prognoser viser i gjennomsnitt stor spredning og en viss overoptimisme. En må ikke overvurdere effekten av de endringer som finner sted, ei heller undervurdere varigheten av tilbakeslag på lønnsomheten (Gjesdahl, 2007). Av den grunn skriver Gjesdal videre i artikkelen: *”En analytiker gjør derfor lurt i å ta utgangspunkt i den inntjeningstrend et selskap er inne i og kun gjøre avvik fra denne når det foreligger konkret, relevant informasjon som sannsynliggjør dette. Med andre ord bør prognoser ha solid forankring i det som regnskapet formidler om dagens situasjon.”*

Med dette i mente vil jeg forsøke å utvise forsiktighet i forhold til å gjøre for store korreksjoner i den videre omgrupperingen.

### ***Omgruppering av resultatregnskapet***

Penman (2010) stiller opp 4 steg som denne omgrupperingen vil følge:

#### **1. Eventuelt avsatt utbytte som egenkapital**

Hurtigruten har ikke utbetalt utbytte i analyseperioden. Fra Årsrapporten for 2011:33 uttaler selskapet videre at de ikke kommer til å gjøre det før: *”det er oppnådd en egenkapitalandel som anses som nødvendig i forhold til selskapets risikoprofil, samt gir selskapet tilstrekkelig finansiell handlefrihet til å foreta nødvendige investeringer for videreutvikling av selskapet.”*[\[1\]](#).

Det har dermed ingen praktisk betydning at foreslått avsatt utbytte i henhold til IFRS ikke kan klassifiseres som kortsiktig gjeld. Følgelig foretas ingen korreksjoner under steg 1.

## 2. Dirty surplus som resultatelement

*Dirty Surplus* er et brudd på kongruensprinsippet som følger av § 4-3 i Lov om årsregnskap m.v (regnskapsloven) av 17.07.1998. *Dirty surplus* oppstår som en følge av at en fører inntekter og kostnader direkte mot egenkapitalen. Regnskapslovens 1.ledd sier at alle inntekter og kostnader skal resultatføres. Videre følger det fra loven at: "*Virkning av endring av regnskapsprinsipp og korrigerering av feil i tidligere årsregnskap skal føres direkte mot egenkapitalen. Andre unntak fra kongruensprinsippet skal kun gjøres når det er i samsvar med god regnskapsskikk.*" [\[27\]](#).

Det sistnevnte innebærer at egenkapitalen kun kan endres gjennom egenkapitaltransaksjoner, overføringer av opptjent overskudd, eller andre unntak innenfor rammene av loven. Alle andre endringer av egenkapitalen kan dermed kalles *dirty surplus*.

*Dirty surplus* oppstår som oftest ved gevinster/tap i forbindelse med valutatransaksjoner, sikringsinstrumenter og markedsbaserte omløpsmidler, eller ved justering av pensjonsforpliktelser. Såkalt *hidden dirty surplus* oppstår som følge av at inntekts- eller kostnadseffekter ikke regnskapsføres i det hele tatt. (Penman, 2010)

For Hurtigruten avdekker den informasjon som foreligger *dirty surplus* i alle analyseperiodens årsregnskaper. En betydelig andel av endringer i egenkapitalen må derfor tilskrives transaksjoner som ikke er resultatført. Disse er likevel, og som tidligere beskrevet, innenfor rammene av god regnskapsskikk og i henhold til lovene i IFRS.

*Dirty surplus* vises i Årsrapportens konsoliderte oppstilling av endringer i egenkapitalen, som summen av Øvrige resultatelementer etter skatt. Her minus 24, 41 millioner Kr netto for 2011. For 2010 utgjør posten minus 5,702 millioner Kr, og for 2009 hele pluss 135,187 millioner Kr. (HRG, Årsrapport 2011 og HRG, Årsrapport 2010). Selskapets vektleggelse av sikring i forbindelse med valutatransaksjoner, deres sikring av olje- og bunkerspris, og de senere års justeringer av pensjonsforpliktelser, utgjør denne summen av *Dirty Surplus*. Dette vil korrigeres for i sin helhet.

### 3. Skille mellom normale og unormale resultatposter

En post er uvanlig når den ikke har en sammenheng med den ordinære virksomheten i selskapet. Poster som er uvanlige, uregelmessige og vesentlige kalles unormale poster eller ekstraordinære poster (Kristoffersen, 2005).

At en post er uregelmessig, betyr at den ikke kan forventes å opptre ofte eller regelmessig. Slike poster omtales ofte som engangshendelser eller engangsposter (Kaldestad & Møller, 2011).

En vurdering av vesentlighet må begrunnes i om en utelatelse eller feil vil påvirke brukerens bedømmelse av regnskapet. Disse strenge klassifiseringsreglene gjelder for utarbeidelsen av finansregnskapet.

For formålet om verdivurdering på basis av et normalt driftsresultat, trenger ikke alle de ovennevnte kriteriene være oppfylt. En vil følgelig derfor måtte korrigere for flere poster av forbigående karakter. En må i denne sammenheng samtidig ha nær kjennskap til virksomhetens strategiske planer og fremtidsutsikter. Dette for å ha et større grunnlag til å utelukke slike transitoriske poster uten relevans for grunnlaget til beregningen av fremtidsestimaterne.

For Hurtigruten er det flere såkalte engangsposter en må korrigere for. Særlig i regnskapsåret 2011 som med blant annet ulykken på MS Nordlys, ekstremvær og ”Hurtigruten – minutt for minutt” må vurderes som et ekstremår. Resultatet før skatt ble på -153 millioner Kr, mot 22 millioner Kr i 2010. Rundt halvparten av denne differansen på 175 millioner Kr kan tilskrives avsetninger for betingede utfall i pågående rettssaker. Ytterligere 100 millioner Kr skyldes kanselleringer som følge av ekstremvær og andre hendelser. I tillegg innvirker den negative resultateffekten på 20 millioner Kr fra ulykken med MS Nordlys.

I det videre vil det foretas en drøftelse av de mest utslagsgivende forhold og hendelser i analyseperioden som kan betegnes som ekstraordinære. På bakgrunn av denne drøftelsen vil det avgjøres om de respektive forhold vil justeres for. Imidlertid vil jeg i det videre forsøke å følge Gjesdal (2007) sin tidligere nevnte anbefaling, for å unngå for store endringer og derav overoptimisme i verdivurderingens forankring. Kun de mest betydelige og konkrete avvik fra det jeg anser for å være normalt for Hurtigruten sin drift, vil derfor i det følgende berøres.

### **Betingede utfall**

Årsregnskapets avsetninger for de betingede utfallene av henholdsvis ESA-rettsaken, Boskalis-voldsgiftsaken og rettsaken mellom Troms Fylkeskommune og HRGs datterselskap TIRB AS, beløper seg totalt til 89 millioner Kr i 2011. Dette er første år det er gjort avsetninger tilordnet disse betingede utfallene.

Det kan drøftes om disse avsetningene burde vært korrigert for da de ikke representerer en normal, regelmessig eller uvesentlig kostnad for selskapet. Imidlertid representerer de gjennom anvendelse av et forsiktighetshensyn og sammenstillingsprinsippet en avveining på forholdet mellom sannsynlighet og konsekvens for at de respektive sakene vil få et negativt utfall for selskapet.

Når det for ESA-rettsaken samtidig er slik at deler av ekstrabevilgningen fra staten allerede i tidligere år er resultatført, og 170 Mill. KR av disse allerede er mottatt, og det samme gjelder for innbetalingene for kjøpet av tjenester som Troms Fylkeskommune bestrider, vurderer jeg det som for komplekst å korrigere for alle disse vekseleffektene, knyttet til blant annet skatt, over disse årene.

Fremfor å korrigere for hele avsetningene, da disse konkret representerer store mulige kostnader for selskapet i nær framtid, vil jeg korrigere for periodiseringen av disse avsetningene og mangelen på sådan de foregående årene. Denne periodiseringen vil fremkomme som følger:

**ESA:** For ESA-rettsaken gjøres en korrigering ved at den totale kostnadsavsetningen periodiseres over 4 år. Med effekt fra året tilleggskompensasjonen fra Staten ble innført. Tilleggskompensasjonen som bestrides ble innført i 2008. ESA åpnet en formell undersøkelse i juli 2010. I juni 2011 kom de med en konklusjon om at kompensasjonen kunne klassifiseres som ulovlig statsstøtte. Avsetningen for tap periodiseres dermed med (35 mill./4 år) 8,75 mill. Kr per år. Dette gir en avsetning i 2009 og 2010 på 8,75 mill. Kr. Avsetningen i 2011 korrigeres med de andre årenes periodiserte avsetninger, og endres dermed med (35-8.75) 26,25 millioner Kr.

**Boskalis:** Kontraktens varighet var på 18 måneder med oppstart 30.april 2010, og avslutning 30.oktober 2011. Den totale avsetningen på 46 millioner Kr periodiseres over kontraktens 18 måneder, og gir en avsetning på (46 Mill./18 mnd.) 2,55 Millioner Kr per måned. Regnskapsåret 2010 korrigeres med en tilleggsavsetning på (8 x 2,55) 20,5 Mill. Kr.



Regnskapsåret 2011 skal etter denne forutsetningen utgjøre (10 mnd x 2.55=) 25,5 Millioner KR, og korrigeres deretter. For 2011 korrigeres dermed avsetningen med tilleggsavsetningen i 2010 på 20,5 millioner Kr.

**TIRB AS:** Totalt 8 millioner Kr ble i 2011 avsatt for det betingede utfallet av rettsaken mellom TIRB AS og Troms Fylkeskommune. TIRB AS ble stevnet til retten i mai 2009. Da det ikke er kjent hvilken periode og varighet den bestridde tjenesteleveransen gjelder, og det ikke er avsatt for dette betingede utfallet i årene før 2011, velges en forutsetning om å periodisere kostnadsavsetningen over hele den 3-årige analyseperioden. Dette gir en periodisering med en kostnadsavsetning på (8 mill/3 år) 2,667 Millioner Kr per år. Dette gir en avsetning i 2009 og 2010 på 2,667 millioner Kr. For regnskapsåret 2011 korrigeres avsetningen med de tidligere års periodiserte avsetninger på (2 x 2,667) 5,333 millioner Kr.

### ***Ulykken med MS Nordlys***

Størsteparten av tapene som følge av ulykken med MS Nordlys er innbefattet i forsikringsoppgjøret som er inntekstført i henhold til IFRS regelverket (IAS 16.66).

Resultateffekten av dette oppgjøret beløper seg til 86 millioner Kr i 2011. Motpostene til dette vises i form av kostnader til reparasjoner på 47 millioner Kr og en nedskrivning av varige driftsmidler på 39 millioner KR (HRG, Årsrapport 2011). Denne delen av omkostningene i forhold til ulykken blir da et såkalt null-sum spill som følgelig ikke behandles videre.

Bare de 20 millioner Kr i tap av omsetning og økte kostnader i forbindelse med ulykken gjenstår da, og vil være gjenstand for korreksjon. Jeg har imidlertid ingen informasjon for å adskille disse 20 millionene i andel av økte kostnader og andel av tapt inntekt. Jeg velger derfor å se bort fra disse skillelinjene og korrigere for hele beløpet i resultatregnskapet for 2011.

### ***Ekstremvær***

Stormene Berit, Cato og Dagmar herjet i november og desember 2011 Norskekysten. De ekstreme værforholdene som disse førte med seg, ledet til rekordmange kanselleringer for Hurtigruten. I løpet av årets siste fem uker, hadde selskapet like mange driftsavbrudd som det normalt opplever på et helt år. Ser en året under ett, ble det kansellert anløp av 1358 havner i 2011, mot 888 i 2010. Økningen på 53 % skyldes i hovedsak brannen på MS Nordlys, samt effektene av vinterstormene. Med en regularitet på 93,7 % i 2011, er dette forholdstallet godt under det historiske gjennomsnittet og den målsatte regulariteten. Kanselleringene som

vurderes som forårsaket av værforhold, belastet selskapet med 40 millioner Kr i økte kostnader. Disse vil i sin helhet korrigeres for.

Kansellinger som vurderes som ikke forårsaket av ekstreme værforhold, innbefatter blant annet grunnberøringer med MS Kong Harald og MS Trollfjord, samt tekniske problemer med MS Midnattsol og MS Polarlys. Kostnadsøkningen forbundet med disse beløper seg til 45 millioner Kr. Denne kostnadsøkningen vurderes ikke som en ekstraordinær post som burde korrigeres for. Med drift av 10 til 11 skip på helårig basis, må slike hendelser og tekniske problemer oppstå fra tid til annen. Dette må en derfor påregne som en vedvarende operasjonell risiko og ikke som noe ekstraordinært som oppstå dette året. Over analyseperioden vil dermed de første to årene med en mindre grad av slike hendelser og omkostninger, oppveie for hendelsene i 2011, og gi en normalisering av effekten av slike hendelser. Disse 45 millionene vil derfor ikke korrigeres for. Det samme gjelder for tilsvarende driftsavbrudd i de tidligere år av analyseperioden ([\[1\]](#), [\[2\]](#), [\[28\]](#)).

### ***Kansellering av MS Polar Stars sesong på Svalbard***

Forretningsområdet Spitsbergen led i 2011 av uheldige omstendigheter rundt en sentral leieavtale. Hele sesongen til det innleide skipet MS Polar Star ble rett før sesongstart kansellert på grunn av konkurs hos eierselskapet Karlsen Shipping AS. Kanselleringen fikk samtidig følger for den landbaserte virksomheten i form av lavere belegg.

I tillegg vil benyttelsen av at HRGs skip MS Fram, som vanligvis er underlagt Explorer-virksomheten, under forretningsområdet Spitsbergen i deler av år 2010, gjøre at de to årene ikke er sammenlignbare. 2011 ga et driftsresultat for forretningsområdet på 4 millioner Kr mot 37 millioner Kr i 2010, og 22 millioner Kr i 2009 [\[1\]](#).

Det foreligger ikke tilstrekkelig informasjon om den direkte effekten av konkursen og følgene for den landbaserte virksomheten. I tillegg må en slik konkurs hos en underleverandør anses for å være en vedvarende forretningsmessig risiko i Hurtigrutens drift. Dette tilsier at kanselleringen og følgene av denne ikke korrigeres.

### ***Ekstraordinær høy lønn til adm.dir i 2011***

Selskapets administrerende direktør, Olav Fjell, fikk i 2011 utbetalt en ekstraordinær høy lønnsgodtgjørelse. I tillegg til den årlige lønnen på 4,471 millioner Kr, fikk han utbetalt andre godtgjørelser på 7,503 millioner Kr. Samtidig tilkommer det pensjonskostnader på 0,94

millioner Kr. Posten Andre godtgjørelser utgjøres av en bonus på 0,7 millioner Kr per år i tidsrommet 2007 til 2011, samt av en innløsning av retten til en etterlønn i 18 måneder.

Som en kompensasjon for frafallet av denne fallskjermen, besluttet styret å utbetale denne etterlønnen som en bonus for minst tre års ansettelse. Denne avtalen fikk han ved tiltredelse på grunn av stor turnover i selskapets sjefsstol. Samlet utgjør dette 6,6 millioner Kr av posten. Etter innløsningen har nå Fjell normal oppsigelsestid og ingen avtale om etterlønn [1] og [29].

Avlønnningen av Fjell for året 2011, beløper seg til 12,1 millioner Kr. Dette må anses for å være ekstraordinært i forhold til det normale. Korreksjonen av dette vil gjøres ved at bonusdelen av posten andre godtgjørelser periodiseres over årene i perioden 2007-2011, med (6,6 millioner/5 år) 1,32 millioner Kr per år. For analyseperiodens år 2009 og 2010 tilkommer dermed 1,32 millioner Kr i personalkostnader. For år 2011 reduseres personalkostnadene med (4 år x 1,32 millioner Kr) 5,28 millioner Kr [1].

#### ***Gevinster/tap på engangshendelser***

Gevinster og tap på salg av virksomhet korrigeres i sin helhet bort. Driftsresultat reduseres dermed med 83,32 millioner Kr i 2011 og 7,455 millioner i 2010. For 2011 kommer denne gevinsten i sin helhet fra salg av eiendommer tilknyttet bussvirksomheten i Tromsø. For 2010 gjelder denne gevinsten salg av aksjer i den avhendede virksomheten i Nor Lines AS og Cominor Bilservice AS [1], [2].

For 2009 korrigeres et tap på 1,993 millioner Kr med en økning i driftsresultat på det tilsvarende. Dette år fikk selskapet en gevinst ved salg av aksjene i Bergenske Reisebyrå AS. Tap på salg av varige driftsmidler tilknyttet ferge- og hurtigbåtvirksomheten i Nordland og Troms ga likevel et tap for året under ett [28].

Siden de ovennevnte gevinster og tap er unormale hendelser, samt at de er tilknyttet finansiering og ikke drift ved at de er salg av ikke-videreført virksomhet, korrigeres disse fullstendig.

#### **4. Skille mellom drifts- og finansieringsposter**

Dette siste steget i prosessen er i følge Koller et al. (2010), av de mest kritiske da eiendeler og aktiviteter som ikke er driftsrelaterte, samt kapitalstrukturen i selskapet, direkte vil innvirke på regnskapsanalysen. Vurderingen av økonomiske prestasjoner og verdiskapningen i driften av selskapet, vil dermed måles feil dersom en ikke gjøre disse korreksjonene (Koller et al., 2010).

Denne oppfatningen deler også Frøystein Gjesdal som skriver følgende i artikkelen ”Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse” (2007): *”Uten omarbeiding blir ikke analysen tilstrekkelig presis. Det er nødvendig å skille mellom driftsrelatert og driftsfremmede eiendeler, og mellom finansiell og driftsrelatert gjeld.”* En må dermed ikke ha et ensidig fokus på eiendelssiden i denne prosessen. Også gjeldssiden kan være nødvendig å omgruppere for å øke presisjonen i regnskapsanalysen.

Driftsfremmede eller finansielle eiendeler i selskapet som inngår i steg 2. og behandlingen av Dirty Surplus, vil følgelig ikke korrigeres for her.

Som en hovedregel skal alt som regnskapsmessig ikke inngår i definisjonen av sysselsatt kapital utelates. De eiendeler som klassifiseres som driftsfremmede, er ofte et selskaps finansielle eiendeler. Gjesdal (2007) skriver videre om dette: *”Grunnen til at det er viktig å skille ut disse er at de typisk vil verdsettes ved hjelp av andre metoder enn de driftsrelaterte. Forvaltningen av de finansielle eiendelene vil også kontrolleres på en annen måte.”*

Jeg vil derfor i det videre forsøke å trekke ut de viktigste og mest konkrete forhold som ikke direkte kan henføres til selskapets drift og sysselsatte kapital:

### ***Valutagevinster – Korreksjon av Salgsinntekter, Andre driftskostnader og Netto Finansinntekter/Finanskostnader***

Valutadifferanser som er inntektsført eller kostnadsført i resultatregnskapet må anses for være av finansiell og ikke driftsmessig art. Posten utgjøres av inntekter og kostnader forbundet med valutahandel i andre valuta enn KR.

Alle inntektsførte eller kostnadsførte gevinster og tap forbundet med valutatransaksjoner i postene Salgsinntekter, Andre driftskostnader og Netto finansinntekter/Netto finanskostnad, vil for årene i analyseperioden korrigeres i sin helhet. Informasjon om disse tallstørrelsene finnes i noten Netto Valutagevinster (tap). For 2009 og 2010 reduseres driftsresultatet med valutagevinstene på henholdsvis 90,397 og 29,375 millioner Kr. For 2011 økes driftsresultatet med valutatapet på 70,228 millioner Kr [\[1\]](#), [\[2\]](#).

### ***Pensjon***

Flere enkeltelementer i personalkostnadene forbundet med pensjon må klart vurderes til å være av finansiell art (Kaldestad & Møller, 2011). For Hurtigruten gjelder dette forventet avkastning på pensjonsforpliktelser, rentekostnader av påløpte pensjonsforpliktelser, og inntekter/kostnader i forbindelse med endringer i pensjonsplaner.

Disse ovennevnte postene vil derfor trekkes ut av personalkostnadene. For 2009 reduseres personalkostnadene og driftsresultatet økes dertil med 7,312 millioner Kr. For 2010 reduseres driftsresultatet med 6,317 millioner Kr, og for 2011 økes driftsresultatet med 21,147 millioner Kr.

Det forutsettes at alle økonomiske effekter relatert til pensjon som ikke er kostnadsført eller inntektsført, fremkommer i posten Estimatendring av Pensjon som inngår i de Øvrige Resultatelementer etter skatt. Disse er følgelig ført direkte mot egenkapitalen og behandlet for i steg 2, Dirty surplus. Det er rimelig å anta at regnskapsavleggelse og revisjon er utført innenfor rammene av god regnskapsskikk og regnskaps- og revisjonslovgivning, og at en dobbeltføring av økonomiske effekter ikke har funnet sted.

### ***Presentasjon av omgruppert resultatregnskap og NOPLAT***

Hensikten med omgrupperingen av resultatregnskapet er å fremkomme med et rettvise mål på verdiskapningen knyttet til selskapets drift. I følge Koller et al. (2010) er siktemålet med denne omgruppering å få frem NOPLAT – Net operating profits less adjusted taxes. NOPLAT fremkommer ved å redusere EBITDA med de ordinære avskrivninger og skatt relatert til selskapets drift. NOPLAT, som et mål på den profitt som driften genererer, har dermed følgende klare sammenheng med sysselsatt kapital (capital employed) og ROCE (Return on capital employed):

$$\text{NOPLAT} = \text{Sysselsatt kapital} * \text{ROCE}$$

NOPLAT danner videre grunnlaget for å finne frem til selskapets frie kontantstrøm. Derfor er denne omgrupperingen og resultatet av denne, så fundamentalt viktig for kvaliteten i en verdivurdering.

Posten Driftsresultat tilsvarer selskapets årsresultat før renter og skatt, og dermed det engelske begrepet EBIT. For å finne frem til NOPLAT i den omgrupperte resultatoppstillingen, trenger man dermed ikke justere for amortisering gjennom avskrivninger av immaterielle eiendeler eller avskrivninger av varige driftsmidler, som ved et utgangspunkt i EBITDA.

**Tabell 13: Omgruppert Resultat, Hurtigruten ASA**

	2009	2010	2011
<b>Historisk Driftsresultat (EBIT)</b>	95 782	224 451	46 381
Justeringer:			
Omregningsdifferanser - Dirty surplus	11 001	-5 072	-394
Netto kontantstrømssikring - Dirty surplus	85 901	16 265	11 244
Netto estimatavvik pensjon - Dirty surplus	29 964	-16 721	-35 843
Andre egenkapitaljusteringer - Dirty surplus	8 321	-174	582
Sum Øvrige resultatelementer etter skatt - Dirty surplus	135 187	-5 702	-24 410
Gvinster/tap på salg av eiendeler - Unormal post	1 993	-7 455	-83 320
Ekstraordinær avlønning adm.dir - Unormal post	-1 320	-1 320	5 280
Ekstremvær - Unormal post			40 000
Ulykke MS Nordlys - Unormal Post			20 000
Avsetning til betingede utfall av rettsak, ESA - Unormal post	-8 750	-8 750	26 250
Avsetning til betingede utfall av rettsak, Boskalis - Unormal post		-20 500	20 500
Avsetning til betingede utfall av rettsak, Troms Fylkeskommune - Unormal post	-2 667	-2 667	5 334
Sum unormale poster før skatt	-10 744	-40 692	34 044
Valutagevinst/ valutatap - Finanspost	-90 397	-29 375	70 228
Pensjon - Finanspost	7 312	-6 317	21 147
Sum Finansposter	-83 085	-35 692	91 375
<b>Historisk normalisert og justert EBIT</b>	<b>1 953</b>	<b>148 067</b>	<b>171 800</b>
- skatt tilknyttet sysselsatt kapital (28%)	547	41 459	48 104
+/- Øvrige resultatelementer etter skatt - Dirty surplus	135 187	-5 702	-24 410
<b>NOPLAT</b>	<b>136 593</b>	<b>100 906</b>	<b>99 286</b>

### **Presentasjon av omgruppert balanse, netto driftskapital og sysselsatt kapital**

I følge Koller et al. (2010) omgrupperes balansen for å finne investert kapital. Investert kapital defineres som den kumulative sum av hva selskapet har investert i sin kjernevirksomhet. Siden det i Norge de senere år har vært et større fokus på sysselsatt kapital og avkastningen av denne, velger jeg å omgruppere balansen med hensyn på sistnevnte tallstørrelse. Sysselsatt kapital kan i følge Gjesdal og Johnsen (1999) defineres som rentebærende gjeld og egenkapital, eller alternativt totalkapital minus rentefri gjeld. Begrepene investert kapital og sysselsatt kapital tilsvare et mål på det samme; summen av investeringer gjort knyttet til selskapets drift. Forskjellen ligger i behandlingen av rentefri gjeld, som følgelig ikke kan henføres til å være med på verdiskapningen i selskapet. Sysselsatt kapital skiller tydeligere ut andelen rentefri gjeld. Dermed kan skillet mellom driftsrelaterte og driftsfremmende eiendeler klarere belyses. Det anses som mest hensiktsmessig å anvende sysselsatt kapital da den er i konvergens med oppgavens videre estimering av kontantstrøm, der rentefri gjeld vil skilles ut.

Gjennom å foreta en omgruppering ved å skille mellom drifts- og finansieringsposter, fremkommer man med et grunnlag for en investororientert analyse. Oppstillingene baseres på Penman (2010) og Gjesdal (2007). Den omgrupperte presentasjonen av balanse, netto

driftskapital og sysselsatt kapital gir et klarere og mer oversiktlig utgangspunkt for den videre forholdstallanalysen.

Skillet mellom drift og finansiering, og implisitt hva som inngår i sysselsatt kapital, vil i det videre drøftes med en teoretisk forankring i Penman (2010) og Gjesdal (2007). Det søkes med dette grunnlag, en drøftelse av alle tvilstilfeller vedrørende dette skillet, og en redegjørelse for de valg og forutsetninger som er gjort. Behandlingen av den enkelte regnskapspost fremkommer som følger:

Det er rimelig å anta at Investeringer i tilknyttede selskaper er driftsrelatert. Dette fordi at de aktuelle tilknyttede selskapene utvilsomt har en nær forbindelse til Hurtigrutens virksomheten.

Kontanter, bankinnskudd og markedsbaserte plasseringer kan vanskelig korrekt adskilles i hva som er nødvendig med tilknytning til driften av selskapet, og hva som er overskuddslikviditet og dermed tilknyttet finansieringen av selskapet. Dette er også tilfelle for HRG. Derfor følges Penman (2010:293) sin anbefaling om ikke å trekke ut arbeidskapital som en prosentandel av salgsinntekter, men karakterisere alle kontantekvivalenter som finansielle eiendeler. Denne problematikken understreker også Gjesdal (2007), som også legger til grunn postenes konsistens med hverandre for samme anbefaling med det følgende: *”Dersom en velger å betrakte deler av likvidene som driftsrelatert, burde en samtidig betrakte avkastningen på disse som driftsinntekter. Det er nemlig viktig for analysen at det er samsvar mellom spesifikasjon i resultatregnskap og balanse.”*

Postene Immaterielle eiendeler, Kundefordringer, Varer, Varige driftsmidler og Eiendeler holdt for salg vurderes samtidig som driftsrelatert da de er nært knyttet opp til driften av HRG.

Posten Langsiktige fordringer og investeringer er dekomponert for formålet. ”Langsiktige fordringer og investeringer, driftsrelatert del” er en ny post som innbefatter de balanseførte ikke rentebærende Langsiktige fordringer og investeringer. Posten er dermed justert for de finansielle anleggsmidlene; Aksjer i andre selskaper og Andre langsiktige fordringer. Postene Aksjer og andeler i andre selskaper, samt Andre langsiktige fordringer med forfall på over 12 måneder er finansielle anleggsmidler. Disse eierpostene er ikke nært knyttet til driften av HRG og vurderes som langsiktige finansielle plasseringer.

Derivater er finansielle instrumenter og vurderes som rene finansielle poster benyttet for sikring av risiko. Dette til tross for at de i årsrapporten er klassifisert som omløpsmidler og opplyses å være ”holdt for handelsformål”. Det samme gjelder for de mer langsiktige derivater i selskapet som er klassifisert som anleggsmidler. Alle derivater karakteriseres derfor som finansielle poster.

Gjeld klassifiseres som driftsrelatert og finansiell etter Penman (2010:293) sin anbefaling. Ikke-rentebærende gjeld grupperes dermed som driftsrelatert. Dette fordi driftsrelatert gjeld ofte er rentefri eller blir betalt indirekte gjennom prisen på varer og tjenester. Kun rentefri gjeld anses for å være driftsrelatert. All annen gjeld vurderes derfor som finansiell.

Pensjonsforpliktelser omfatter renteelementer og forventet avkastning. Denne posten vurderes til å inngå i Penman (2010) sin samlebetegnelse ”current maturities of long-term debt”, og er derfor av finansiell art.

Posten Andre avsetninger for forpliktelser og posten Andre avsetninger og forpliktelser, må vurderes som finansielle poster da disse blant annet inneholder finansielle størrelser som aksjeverdidbasert godtgjørelse av ansatte gjennom syntetiske opsjoner, samt operasjonell leasing.

Betalbar skatt er direkte knyttet til driften av selskapet. Likevel vurderes den ikke som en driftsmessig post da det som beskattes er forrige regnskapsårs skattegrunnlag. Utsatt skatt og Utsatt skattefordel kan ikke tas med som driftsrelaterte eiendels- eller gjeldsposter. Postene er ikke en reell gjeld eller eiendel, men en justering av forskjellen mellom regnskapsmessig og skattemessig behandling av kostnader og inntekter. Selv om disse ikke er rentebærende eller per definisjon er finansielle, bør de ikke inngå som driftsrelaterte poster og i den sysselsatte kapitalen (Kaldestad & Møller, 2011).

Lån og gjeld knyttet til posten Eiendeler holdt for salg er rentebærende, og vurderes derfor som finansielle poster.



Basert på ovennevnte drøftelse følger Omgruppert balanse, Netto driftskapital og den tilhørende presentasjon av Sysselsatt kapital, nedenfor gjengitt i tabell 13, tabell 14 og tabell 15.

**Tabell 14: Konsolidert omgruppert Balanse, Netto Driftskapital per 31.desember.**

	2009	2010	2011
Varige driftsmidler	4 347 691	4 163 328	3 851 087
+ Immatrielle eiendeler	247 817	259 526	272 311
+ Investering i tilknyttede selskaper	136 478	36 705	38 895
+ Langsiktige fordringer og investeringer, driftsrelatert	31 061	12 692	18 371
<b>= Driftsrelaterte anleggsmidler</b>	<b>4 763 047</b>	<b>4 472 251</b>	<b>4 180 664</b>
+ Varer	75 340	72 918	74 696
+ Kundefordringer og andre fordringer	349 778	885 271	920 176
+ Eiendeler holdt for salg	110 748	68 076	60 384
<b>= Driftsrelaterte omløpsmidler</b>	<b>535 866</b>	<b>1 026 265</b>	<b>1 055 256</b>
<b>DRIFTSRELATERTE EIENDELER</b>	<b>5 298 913</b>	<b>5 498 516</b>	<b>5 235 920</b>
Aksjer i andre selskaper	14434	14371	15 314
+ Andre langsiktige fordringer	16817	3 753	318
+ Derivater		12 677	
<b>= Finansielle anleggsmidler</b>	<b>31 251</b>	<b>30 801</b>	<b>15 632</b>
+ Utsatt skattefordel	53 862	69 789	172 234
+ Kontanter, bankinnskudd og markedsbaserte plasseringer	800 116	731 109	574 511
+ Derivater	8 537	21 633	28 639
<b>= Finansielle omløpsmidler</b>	<b>862 515</b>	<b>822 531</b>	<b>775 384</b>
<b>FINANSIELLE EIENDELER</b>	<b>893 766</b>	<b>853 332</b>	<b>791 016</b>
<b>= EIENDELER</b>	<b>6 192 679</b>	<b>6 351 848</b>	<b>6 026 936</b>
	2009	2010	2011
<b>EGENKAPITAL inkl. minoritetsinteresser</b>	<b>1 644 665</b>	<b>1 658 490</b>	<b>1 564 114</b>
Lån	3 687 543	3 682 801	2 455 508
+ Derivater	15 766	18 041	17 776
+ Pensjonsforpliktelser	117 739	126 721	101 693
+ Utsatt skatt	25 099	13 367	9 643
+ Andre avsetninger for forpliktelser	5 783	5 617	5 450
<b>Langsiktig finansiell gjeld</b>	<b>3 851 930</b>	<b>3 846 547</b>	<b>2 590 070</b>
Lån	13 884	15 785	1 026 252
+ Derivater	20 739	17 102	152
+ Gjeld knyttet til eiendeler holdt for salg	109 679	83 333	70 000
+ Andre avsetninger og forpliktelser	15 000	566	8 819
+ Betalbar skatt	7 484	13 419	11 932
<b>Kortsiktig finansiell gjeld</b>	<b>166 786</b>	<b>130 205</b>	<b>1 117 155</b>
<b>= Finansiell gjeld</b>	<b>4 018 716</b>	<b>3 976 752</b>	<b>3 707 225</b>
<b>Langsiktig driftsrelatert gjeld</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	529 297	716 604	755 597
<b>Kortsiktig driftsrelatert gjeld</b>	<b>529 297</b>	<b>716 604</b>	<b>755 597</b>
<b>DRIFTSRELATERT GJELD</b>	<b>529 297</b>	<b>716 606</b>	<b>755 597</b>
<b>EGENKAPITAL OG GJELD</b>	<b>6 192 678</b>	<b>6 351 848</b>	<b>6 026 936</b>

Tabell 15: Konsolidert omgruppert Balanse, Netto Driftskapital per 31.desember.

	2009	2010	2011
Driftsrelaterte anleggsmidler	4 763 047	4 472 251	4 180 664
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	-	-	-
<b>= Netto anleggsmidler</b>	<b>4 763 047</b>	<b>4 472 251</b>	<b>4 180 664</b>
Driftsrelaterte omløpsmidler	535 866	1 026 265	1 055 256
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	529 297	716 604	755 597
<b>= Driftsrelatert arbeidskapital</b>	<b>6 569</b>	<b>309 661</b>	<b>299 659</b>
<b>= Netto driftseiendeler</b>	<b>4 769 616</b>	<b>4 781 912</b>	<b>4 480 323</b>
Egenkapital inkludert minoritetsinteresser	1 644 665	1 658 490	1 564 114
Langsiktig finansiell gjeld	3 851 930	3 846 547	2 590 070
Finansielle anleggsmidler	31 251	30 801	15 632
<b>= Langsiktig netto finansiell gjeld</b>	<b>3 820 679</b>	<b>3 815 746</b>	<b>2 574 438</b>
Kortsiktig finansiell gjeld	166 786	130 205	1 117 155
Finansielle omløpsmidler	862 515	822 531	775 384
<b>Kortsiktig netto finansiell gjeld</b>	<b>-695 729</b>	<b>-692 326</b>	<b>341 771</b>
Netto finansiell gjeld	<b>3 124 950</b>	<b>3 123 420</b>	<b>2 916 209</b>
Netto driftskapital	4 769 616	4 781 912	4 480 323
<b>Sum eiendeler</b>	<b>6 192 679</b>	<b>6 351 848</b>	<b>6 026 936</b>
<b>Sum gjeld</b>	<b>4 548 013</b>	<b>4 693 356</b>	<b>4 462 822</b>

Tabell 16: Sysselsatt kapital per 31.desember.

	2009	2010	2011
<b>Netto driftskapital</b>	<b>4 769 616</b>	<b>4 781 912</b>	<b>4 480 323</b>
Finansielle anleggsmidler	31 251	30 801	15 632
+ Finansielle omløpsmidler	862 515	822 531	775 384
<b>= Finansielle eiendeler</b>	<b>893 766</b>	<b>853 332</b>	<b>791 016</b>
<b>= Sysselsatte eiendeler</b>	<b>5 663 382</b>	<b>5 635 244</b>	<b>5 271 339</b>
Egenkapital inkludert minoritetsinteresser	1 644 665	1 658 490	1 564 114
Langsiktig finansiell gjeld	3 851 930	3 846 547	2 590 070
Kortsiktig finansiell gjeld	166 786	130 205	1 117 155
<b>Finansiell gjeld</b>	<b>4 018 716</b>	<b>3 976 752</b>	<b>3 707 225</b>
<b>Sysselsatt kapital</b>	<b>5 663 382</b>	<b>5 635 244</b>	<b>5 271 339</b>
<b>Test TK (Sysselsatt kapital+Driftsrelatert gjeld)</b>	<b>6 192 678</b>	<b>6 351 848</b>	<b>6 026 936</b>
<b>Test sysselsatt kapital (TK-rentefri driftsrelatert gjeld)</b>	<b>5 663 382</b>	<b>5 635 244</b>	<b>5 271 339</b>

## 6.4 Nøkkeltallsanalyse

Den følgende nøkkeltallsanalysen tar utgangspunkt i tallstørrelsene i de opprinnelige innberettede oppstillingene av resultatregnskap og balanse. Et utgangspunkt i tallstørrelsene i de omgrupperte oppstillingene av resultatregnskap og balanse, gir ingen praktisk nytteverdi. Dette fordi at grunnlaget for disse sammenlignbare forholdstallene stammer fra ikke

omgrupperte presentasjoner av resultat og balanse. Historisk sammenligning av selskapet over tid, sammenligning mot andre selskaper og sammenligning med de gjeldende generelle krav til størrelsen på det enkelte nøkkeltall blir med et utgangspunkt i omgrupperte oppstillinger dermed umuliggjort.

Nøkkeltallsanalysens formål er å kvantifisere selskapets økonomiske prestasjoner og utvikling. Ved å vurdere forholdstall og utviklingen i disse, sammenlignet med generelle krav og sammenlignbare bedrifter, kan en belyse et selskaps økonomiske stilling, lønnsomhet og vekstmuligheter. Samtidig måles og vurderes sannsynligheten for at selskapet skal gå konkurs og nivået på dets verdiskapning. Samlet identifiserer nøkkeltallsanalysen graden av risiko som en kan forbinde ved å investere i selskapet.

Denne analysen presenterer beregninger av Hurtigruten sine mest sentrale nøkkeltall innenfor forholdene lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet. Analyseperiodens varighet velges å være tilsvarende som for analyseperioden i den overordnede regnskapsanalysen, 3 år fra 2009 til 2011.

Hurtigruten har gjennomgått store strukturelle endringer i denne perioden, og har nå ferdigstilt de fleste av disse store endringsprosessene. Selskapet fremstår i 2012 som restrukturert og refinansiert med et spisset fokus på kjernevirksomheten. Resultatene av nøkkeltallsanalysen vil preges av støyen i disse årenes regnskapstall, forårsaket av de mange omveltninger og mangel på stabilitet. Alle de fundamentale endringene i selskapet over analyseperiodens spenn vil svekke forklaringskraften til analysen. I tillegg kan den korte analyseperioden svekke analysen. Imidlertid anses en utvidelse av analyseperioden som for ressurskrevende sett i forhold til nytten. En utvidelse av analyseperioden vil mest sannsynlig ikke tilføre oppgaven mer validitet, da tiden før 2009 i enda større grad var preget av endring.

Forholdstallene som utarbeides vil vise selskapets til enhver tid gjeldende økonomiske stilling og den økonomiske situasjonens utvikling over tid. En sammenligning av disse mot andre selskaper og de generelle krav, vil gi en pekepinn på hvordan selskapets prestasjoner i perioden har vært, og hvor rustet selskapet er til videre drift.

Hurtigrutens ikke-videreførte virksomhet tas med i analysegrunnlaget. Ordinært resultat før skatt skal justeres for ekstraordinære poster. Imidlertid er hoveddelen av HRGs ikke-videreførte virksomhet tilknyttet bussvirksomheten i TIRB AS, et virksomhetsområde som er i fortsatt drift og i samhandel med selskapets kjernevirksomhet. Et salg av denne

virksomheten anses heller ikke som nært forestående da det pågår en rettssak mellom TIRB AS og Troms Fylkeskommune.

Analysen vil ikke bare bestå av beregning og tolkning av forholdstallenes størrelse i forhold til de generelle krav. Også den dynamiske utviklingen i disse over tid, er av høy viktighet. På grunnlag av utviklingen kan en derav øke forståelsen av informasjonen som fremkommer gjennom forholdstallene, og identifisere årsaker til endringer i selskapets underliggende økonomiske forhold. Samtidig vil sammenligning av nøkkeltallene mot gjennomsnittet til andre foretak i sammenlignbare bransjer stå sentralt.

Analysen vil avslutningsvis inneholde en tabellarisk fremstilling der hvert nøkkeltall over analyseperioden presenteres sammen med de generelle krav og gjennomsnittet av andre norske selskapers tilsvarende forholdstall. Denne fremstillingen suppleres med oppsummerende forklaring og analyse.

Teorigrunnlaget for denne nøkkeltallsanalysen, inkludert forholdstallenes formler, og de generelle krav til disse, er hentet fra (Kristoffersen, 2005) og (Hoff, 2005).

#### **6.4.1 Likviditet**

Et selskaps likviditet er synonymt med dets betalingsevne. Ved å analysere en bedrifts likviditet undersøker en dermed dens evne til å betale sine forpliktelser ved forfall.

Nøkkeltallene Likviditetsgrad 1 og Likviditetsgrad 2 viser i hvilken grad selskapets omløpsmidler er finansiert med kortsiktig gjeld.

Formelen for nøkkeltallet fremkommer som følger:

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Som et generelt krav bør Likviditetsgrad 1 være større enn 2 (Kristoffersen, 2005).

Formelen for nøkkeltallet fremkommer som følger:

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Mest likvide omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Som et generelt krav bør Likviditetsgrad 2 være større enn 1 (Kristoffersen, 2005).

De mest likvide omløpsmidler i en bedrift er de omløpsmidlene som raskt kan omgjøres til likvider ved enkle transaksjoner. Normalt består disse av alle omløpsmidlene unntatt varelageret. Kassakreditten, som skal finansiere kapitalbehovet i varekretsløpet, er i beregningen av disse forholdstallene definert som langsiktig gjeld, og inngår følgelig ikke.

**Tabell 17: Likviditet Hurtigruten ASA.**

Nøkkeltall	2009	2010	2011	Generelt krav
Likviditet:				
Likviditetsgrad 1	1,93	2,10	0,89	>2
Likviditetsgrad 2	1,82	2,01	0,85	>1

Som det fremgår av tabellen har HRG totalt sett over perioden ikke en tilfredsstillende likviditet i henhold til de generelle krav. Likviditetsgrad 1 er kun i henhold til kravet i 2010, mens likviditetsgrad 2 viser tilfredsstillende likviditet i 2009 og 2010. Den generelle utviklingen i selskapets likviditet fra 2009 til 2010, var god. Fra 2010 til 2011 falt imidlertid likviditeten drastisk. Dette skyldes i all hovedsak at en stor andel langsiktig gjeld ble omgjort til kortsiktig dette år. Den lite tilfredsstillende likviditetsutviklingen i selskapet viser økt kredittrisiko. Dette bør være et fokusområde for selskapet fra 2012 og i det videre.

#### **6.4.2 Kapitalstruktur**

Et selskaps kapitalstruktur innbefatter en fullstendig analyse av både anskaffelse og anvendelse av kapital.

Finansieringen tar utgangspunkt i sammensetningen av bedriftens eiendeler. Analysen tar utgangspunkt i selskapets balanse på et gitt tidspunkt. Kontantstrømoppstillinger er den beste måten å vise utviklingen i et selskaps finansiering og likviditet (Kristoffersen, 2005).

Soliditeten til et selskap er nært knyttet opp til dets finansiering. Soliditeten tilskrives ofte til størrelsen på egenkapital i forhold til totalkapitalen, og sier dermed noe om dets evne til å tåle tap.

#### **Egenkapitalandel**

Egenkapitalandelen viser hvor stor andel av eiendelene som er finansiert med egne midler. Samtidig er den et mål på hvor mye selskapet kan tape før fremmedkapitalen (gjeld) også påføres et tap (Kristoffersen, 2005). Jo større dette forholdstallet er, desto bedre soliditet har selskapet.

Formelen for nøkkeltallet fremkommer som følger:

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital} * 100 \%}{\text{Totalkapital}}$$

Som et generelt krav vil en egenkapitalandel på 30-35 % være tilfredsstillende for de fleste bedrifter (Kristoffersen, 2005).

### **Gjeldsgrad**

Gjeldsgraden viser forholdet mellom den kapital som er finansiert av utenforstående, og andelen kapital som er finansiert av eierne. Jo lavere dette forholdstallet er, jo bedre soliditet har selskapet.

Formelen for nøkkeltallet fremkommer som følger:

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Gjeld} * 100 \%}{\text{Egenkapital}}$$

Det kan vanskelig bestemmes noe spesifikt generelt krav til et selskaps gjeldsgrad. Generelt kan en si at en høy gjeldsgrad gir økt risiko. En bør derfor alltid vurdere denne i forhold til gjennomsnittlig gjeldsrente, totalkapitalrentabilitet og dermed innvirkning på egenkapitalrentabilitet. Gjeldsgraden bør holdes så lav som mulig i forhold til en helhetsvurdering av bedriftens økonomiske stilling. Jo lavere forholdstallet er, desto bedre soliditet har bedriften.

### **Rentedekningsgrad**

Rentedekningsgraden viser i hvilken grad et selskap har evne til å betale sine rentekostnader (Kristoffersen, 2005).

Formelen for nøkkeltallet fremkommer som følger:

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{Rentekostnader}}{\text{Rentekostnader}}$$

Som et generelt krav må rentedekningsgraden som et minimum være større enn 1.

Nøkkeltallet bør generelt være større enn 3.

### **Finansiering: Finansieringsgrad 1**

Dette nøkkeltallet viser i hvor stor grad selskapets anleggsmidler er langsiktig finansiert.

Langsiktig kapital er i formelen definert som Egenkapital + Langsiktig gjeld.

Formelen for nøkkeltallet fremkommer som følger:

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig kapital}}$$

Som et generelt krav bør Finansieringsgrad 1 være mindre enn 1.

Finansieringsgrad 2 tilsvarer den tidligere presenterte Likviditetsgrad 1, og fungerer også som et sentralt nøkkeltall i analyse av finansieringen. Som et generelt krav bør Finansieringsgrad 2 være større enn 1.

### **Arbeidskapital**

En bedrifts arbeidskapital defineres som forskjellen mellom sum omløpsmidler og sum kortsiktig gjeld.

Som et generelt krav bør denne være positiv. En tommelfingerregel tilsier at denne bør ligge på mellom 10-15 % av selskapets omsetning.

**Tabell 18: Finansiering og soliditet, Hurtigruten ASA.**

<b>Nøkkeltall</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>Generelt krav.</b>
<b>Finansiering og soliditet:</b>				
Egenkapitalandel	26,56 %	26,11 %	25,95 %	30-35%
Gjeldsgrad	2,77	2,83	2,85	
Rentedekningsgrad	0,91	1,08	0,43	Min. > 1. Helst > 3.
Finansieringsgrad 1	0,88	0,83	1,05	<1
Finansieringsgrad 2	1,93	2,10	0,89	>1
Arbeidskapital	648435	932195	-214346	Positiv

Hurtigrutens egenkapitalandel tilfredsstiller ikke de generelle krav. Nøkkeltallet har over analyseperioden holdt seg relativt stabilt, men med en marginal gradvis reduksjon. Imidlertid er forholdstallet innenfor kravet som de såkalte financial covenants stiller selskapet. Disse gir et krav til selskapet om en egenkapitalandel på 25 % ut låneperioden. Per 31. desember er i tillegg egenkapitalkravet midlertidig redusert ("waivet") til 23 %. [\[1\]](#).

Selskapets gjeldsgrad har over analyseperioden holdt seg relativt stabil, med en marginal relativ økning. Da det ikke finnes et spesifikt krav til gjeldsgraden, og denne må ses i forhold

til rentabilitet på egenkapital og totalkapital, samt den gjennomsnittlige gjeldsrenten, kan ikke denne i analyseperioden vurderes som verken god eller dårlig. Imidlertid kan en se gjeldsgraden opp mot kravet til egenkapitalandelen. En tilfredsstillende egenkapitalandel på 30 % tilsier en gjeldsgrad på 2,3. Dette anses dermed som et fornuftig mål på sikt for det restrukturerte og refinansierte Hurtigruten.

Selskapets rentedekningsgrad og utviklingen i denne er svært dårlig sammenlignet med de generelle krav til nøkkeltallet. Forholdstallets nivå avspeiler selskapets underskudd i 2009 og 2011, samt hvor gjeldstynget selskapet er. Selskapets evne til å betale rentekostnadene er dermed langt fra tilfredsstillende. Minimumskravet om en rentedekningsgrad på 1 bør være det første siktemålet for selskapet. Dette er oppnådd kun i 2010. En rentedekningsgrad under 1 vil si at selskapet må bruke egenkapital eller låneopptak for å betale sine rentekostnader.

Selskapet har over de senere år hatt avdragsfrihet på sin låneportefølje. I 2012 vil selskapet starte nedbetaling på sine store langsiktige lån, og rentekostnadene vil fra dette år dermed trolig gradvis reduseres. Samtidig vil implementeringen av den nye statsavtalen gjøre forutsetningene for å gå i overskudd større. Hvis en får til en slik reduksjon i rentekostnadene og en klarer å produsere et positivt ordinært resultat før skatt, vil selskapet radikalt øke sin rentedekningsgrad opp mot et tilfredsstillende nivå.

Finansieringsgrad 1 er tilfredsstillende over analyseperiodens to første år sammenlignet med det generelle kravet. I 2011 tilfredsstilles ikke kravet til nøkkeltallet om å være mindre enn 1.

Finansieringsgrad 2 er tilfredsstillende for årene 2009 og 2010, mens nøkkeltallet i 2011 er under det generelle kravet. Den dårlige utviklingen for disse finansieringsgradene har grunnlag i den tidligere nevnte omgjøringen av langsiktig gjeld til kortsiktig gjeld. Dermed finansieres selskapets anleggsmidler også av kortsiktig gjeld. Samtidig er den kortsiktige gjelden større enn summen av omløpsmidlene i selskapet. Dette viser seg i den negative arbeidskapitalen for 2011.

Arbeidskapitalen er positiv i 2009 og 2010, mens den i 2011 er negativ og ikke i oppfyllelse av hverken de generelle krav til nøkkeltallet eller financial covenants. Dette er igjen en følge av omgjøringen av langsiktig gjeld til kortsiktig gjeld dette året. Det er rimelig å anta at dette er i overensstemmelse med banksyndikatet som utsteder låneporteføljen til selskapet, og at et midlertidig avvik fra dette kravet tilknyttet lånebetingelsene er implementert.



Selskapets finansiering og soliditet må i henhold til ovenstående drøftelse vurderes som ikke tilfredsstillende og med et klart forbedringspotensial. Den nye statsavtalen, og et selskap som i dag fremstår som restrukturert og refinansiert, bør allerede i løpet av regnskapsåret 2012, oppnå en forbedring på samtlige av disse underliggende måleparametre.

### **6.4.3 Lønnsomhet**

Et selskaps lønnsomhet sier noe om dets evne til å skape overskudd. Uten tilstrekkelig lønnsomhet vil ikke en bedrift kunne overleve på lengre sikt. Er kostnadene høyere enn inntektene over lengre tid, vil færre eiere og investorer være interessert i å skyte inn ny egenkapital.

#### ***Driftsmargin***

Driftsmarginen angir hvor mye en bedrift har tjent på driften før det tas hensyn til finansielle inntekter og kostnader (Kristoffersen, 2005).

Formelen for nøkkeltallet fremkommer som følger:

$$\text{Driftsmargin i \%} = \frac{\text{Driftsresultat} * 100 \%}{\text{Driftsinntekter}}$$

Det finnes ikke et generelt mål på hvor stor driftsmarginen bør være. Dette er svært bransje- og risikoavhengig.

#### ***Totalkapitalrentabilitet***

Totalkapitalrentabiliteten måler bedriftens totale avkastning på den samlede kapitalen som er bundet i bedriften. Nøkkeltallet viser hvor effektivt selskapet har vært i forvaltningen av ressursene, og er dermed et mål på inntjeningen i perioden, uavhengig av finansieringen (Kristoffersen, 2005).

Formelen for nøkkeltallet fremkommer som følger:

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter}) * 100 \%}{\text{Gjennomsnittlig Totalkapital}}$$

Det finnes ikke et fast generelt krav til dette nøkkeltallet. Dette er svært bransje- og risikoavhengig. Imidlertid bør forholdstallet være minst lik gjeldsgraden. Hoff vurderer det slik at kravet til totalkapitalrentabiliteten minst bør være lik gjennomsnittlig lånerente, og helst 5 % over risikofri rente (Hoff, 2005). Rentenivået i dag er rekordlavt, og risikofri rente i

form av den 5-årige statsobligasjonen hadde ved avlesning 02.05.12 et årlig gjennomsnitt av de daglige noteringer på 2,56 % [30].

Enkel beregning gir da et krav til total kapitalrentabiliteten på  $2,56 \% + 5 \% = 7,56 \%$ . Til sammenligning opererer revisjons- og rådgivningsselskapet PricewaterhouseCoopers med en tommelfingerregel for dette kravet på 10-15 %.

### ***Egenkapitalrentabilitet***

Egenkapitalrentabiliteten måler avkastningen på eiernes investering i selskapet. Dette nøkkeltallet forteller dermed hvor mye av bedriftens resultat som tilfaller egenkapitalen. Sammenhengen mellom total kapitalrentabilitet (RTK) og egenkapitalrentabilitet (REK), ligger i nivået på lånefinansieringen. Er RTK større enn den gjennomsnittlige lånerenten, vil det føre til økt avkastning på egenkapitalen. For det omvendte, vil REK være mindre enn RTK. Avkastningen på egenkapitalen vil i et slikt tilfelle avhenge av RTK, lånerenten og den relative størrelsen på gjelden gjennom gjeldsgraden (Kristoffersen, 2005).

Formelen for nøkkeltallet fremkommer som følger:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet før skatt} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} * 100 \%}{\text{Gjennomsnittlig Egenkapital}}$$

Som et generelt krav bør egenkapitalrentabiliteten før skatt være 18-20 %, gitt en innskuddsrente lik 5 % (Hoff, 2005). Det er ikke mulig å angi hvor høy egenkapitalrentabiliteten bør være, men siden dette er et mål på den avkastning en investor kan kreve i forhold til alternative plasseringer, bør den være tilstrekkelig høy til at investorer velger å gå inn med egenkapital. Hvor stort risikotillegg som bør beregnes vil være avhengig av den enkelte bedrifts forretningsmessige risiko. Et generelt råd er at egenkapitalrentabiliteten bør være 3 - 5 ganger høyere enn innskuddsrenten i banken. Beste innskuddsrente i bank er per dags dato på cirka 5 % [31].

Dermed vil en generelt krav til egenkapitalrentabilitet være i tråd med Hoff (2005) sin anbefaling, og ligge anslagsvis på mellom 15-25 %.

Det mest relevante av disse to nøkkeltallene anses å være den skattejusterte som fremkommer som følger:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet etter skatt} = \frac{\text{Ordinært resultat} * 100 \%}{\text{Gjennomsnittlig Egenkapital}}$$

I henhold til drøftelsen til kravet til egenkapitalrentabilitet før skatt, vurderes det slik at et generelt krav til egenkapitalrentabiliteten etter skatt bør ligge på mellom 13-15 %.

### **ROCE - Avkastning på sysselsatt kapital**

Dette avkastningsmålet beregnes ut fra den sysselsatte kapital som fremkommer fra oppgavens omgrupperte årsregnskap (Tabell 15). Dette er et lønnsomhetsmål som har stor utbredelse, men som mest anvendes for interne formål. Det er lite sammenlignbart da begrepet og innholdet i sysselsatt kapital, defineres svært forskjellig (Hoff, 2005).

Formelen for nøkkeltallet fremkommer som følger:

$$\text{Avkastning på sysselsatt kapital} = \frac{\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter} * 100 \%}{\text{Gjennomsnittlig sysselsatt kapital}}$$

Et generelt krav til dette interne måltallet kan vanskelig nedfelles. Dette på grunn av de ulike definisjonene på sysselsatt kapital. Revisjons- og rådgivningsselskapet PricewaterhouseCoopers, opererer med en tommelfingerregel på 10-15 %. Samtidig sier de at ROCE bør være høyere enn en ren risikofri rente kompensert for forretningsmessig risiko.

**Tabell 19: Lønnsomhet, Hurtigruten ASA.**

Nøkkeltall	2009	2010	2011	Generelt krav.
Lønnsomhet:				
Driftsmargin	2,82 %	5,93 %	1,18 %	<i>Bransje og risikoavhengig</i>
Totalkapitalrentabilitet	3,03 %	4,71 %	1,95 %	<i>Bør være minst lik gjeldsgraden. Minst lik gj.snittlig lånerente. Helst 5% over RF. Tommelfingerregel 10-15 % (PWC)</i>
Egenkapitalrentabilitet før skatt	-2,03 %	1,31 %	-9,48 %	<i>3-5 ganger innskuddsrente, bank (18-20%)</i>
Egenkapitalrentabilitet etter skatt	-0,50 %	1,84 %	-4,34 %	<i>3-5 ganger skattejustert innskuddsrente, bank(13-15%)</i>
ROCE (Avkastning på sysselsatt kapital)	3,54 %	5,26 %	2,22 %	<i>Internt mål. Ulik definisjon på sysselsatt kapital. Tommelfingerregel på 10-15%. Bør være høyere enn en ren RF kompensert for forretningsmessig risiko (PWC).</i>

Driftsmarginen i Hurtigruten viste klar forbedring i 2010. Imidlertid gir de svake driftsresultatene i 2009 og 2011, målt mot driftsinntektene, svake driftsmarginer. Mer utførlig vurdering av driftsmarginen må skje mot sammenlignbare konkurrenter og bransjer. En slik sammenstilling vil gjøres i kapitlets avsluttende del og den komparative analysen.

Hurtigrutens total kapitalrentabilitet er ikke tilfredsstillende. Til tross for en forbedring i år 2010, ligger nøkkeltallet over hele perioden under minimumskravet ved den gjennomsnittlige utlånsrente. Den lå til sammenligning i 2011 på 5,03 % [\[32\]](#).

Total kapitalens avkastning ligger imidlertid over minimumskravet i form av gjeldsgraden i 2009 og 2010.

Egen kapitalrentabilitet før skatt og egen kapitalrentabilitet etter skatt ligger langt under de generelle krav til nøkkeltallet. Forholdstallene i analyseperioden viser negativ avkastning på eiernes investering i selskapet i alle år unntatt 2010. Dette er en naturlig følge av at 2009 og 2011 ga et underskudd i det ordinære resultat før skatt. Måltallene må vurderes som langt fra tilfredsstillende.

Imidlertid må en igjen ta i betraktning de store omveltninger i selskapet de senere år, med omstrukturering og en rekke ekstraordinære hendelser. Den nye statsavtalen i hende for et restrukturert og mer markedstilpasset selskap, kan gjøre at årene som kommer vil gi resultatforbedringer og dermed tilføringer til egen kapitalen.

Avkastningen til sysselsatt kapital, ROCE, er heller ikke på et tilfredsstillende nivå i analyseperioden. ROCE er gjennomgående positiv, men er langt fra tommelfingerregelen på 10-15 %. Samtidig er den ikke høyere enn risikofri rente kompensert for forretningsmessig risiko. Den forretningsmessige risiko må i Hurtigrutens tilfelle i 2011, før en vant anbudet på statsavtalen, vurderes som svært høyt.

Hurtigruten sin lønnsomhet må på bakgrunn av ovennevnte delkonklusjoner, defineres som ikke tilfredsstillende.

#### **6.4.4 Komparativ analyse**

Bransjene sjøfart, reiseliv og hotellvirksomhet er valgt som HRGs mest sammenlignbare bransjer i Norge. De gjennomsnittlige nøkkeltall for hver av disse bransjene, samt totalt for hele utvalget av bedrifter som inngår i disse bransjene, vil for perioden 2008-2010 beregnes og presenteres. Data er trukket ut fra databasen Proff-Forvalt [\[33\]](#).

Data for år 2011 er ikke med i utvalget, da det ikke finnes tilgjengelig per dags dato. De 50 største bedriftene etter Driftsinntekter 2010, er med i utvalget for hver næringsgruppering. Bedriftene er klassifisert i type næring etter Norsk standard for næringsgruppering (SN2007), som bygger på EUs tilsvarende standard (NACE Rev.2). Standarden danner grunnlag for

koding av enheter etter viktigste aktivitet i Statistisk sentralbyrås bedrifts- og foretaksregister og for enheter i Enhetsregisteret [\[34\]](#) og [\[35\]](#).

Utvalgets bransje Sjøfart, inneholder ”50.101, Utenriks sjøfart med passasjerer”, og ”50.102, Innenlandske kystruter med passasjerer”. Førstnevnte næringsgruppering innbefatter selskaper som Color Group AS og Fjord Line AS. Sistnevnte gruppering, som Hurtigruten selv klassifiseres under, inneholder selskaper som Norled AS, Fjord1 Fylkesbaatane AS og Torghatten Nord AS. Bransjen hotellvirksomhet består av ”55.101, Drift av hoteller, pensjonater og moteller med restaurant” og ”55.102, Drift av hoteller, pensjonater og moteller uten restaurant”. Næringsklassen innbefatter foretak som Rezidor Hotels Norway AS, Scandic Hotels AS og Norlandia Hotel Group AS.

Bransjen reiseliv omfatter alle selskaper klassifisert innen ”79. Reisebyrå- og reisearrangørvirksomhet og tilknyttede tjenester”. De 50 største av disse inngår i utvalget for gjennomsnittsberegningen, og inkluderer foretak som Ving Norge AS, Royal Caribbean Cruise Line AS, Kilroy Norge AS og European Cruise Services AS.

Antallet nøkkeltall som sammenlignes er begrenset. Datamaterialet inneholdt kun informasjon om nøkkeltallene Likviditetsgrad 1, Egenkapitalandel og Totalkapitalrentabilitet. I tillegg gjorde tallmaterialet det mulig for egen utarbeidelse av beregninger for Gjeldsgrad. Dermed kan ikke alle nøkkeltallene som er beregnet for HRG sammenlignes med bransjen. Det vurderes likevel dit hen at disse nevnte forholdstallene, er de viktigste innenfor henholdsvis likviditet, soliditet og lønnsomhet, og at en dermed har en god komparativ plattform.

De fullstendige datauttrekk fra Proff Forvalt og tilhørende beregninger av bransjegjennomsnitt ligger vedlagt i oppgavens appendiks.

Øvrige nøkkeltall vil følgelig kun sammenlignes med de generelle krav som teorien forfekter.

Presentasjon av bransjemessige gjennomsnittlige nøkkeltall fra datauttrekk i Proff Forvalt:

**Tabell 20: Komparativ analyse av nøkkeltall**

Bransje NACE- bransjekode og beskrivelse Antall bedrifter i utvalg	Hurtigruten	Hurtigruten	Hurtigruten	Sjøfart		Hotelldrift	Reiseliv	Totalt gjennomsnitt bransjer 207
	2009	2010	2011	50.101. Utenriks sjøfart med passasjerer	50.102. Innenlandske kystruter med passasjerer	55.101/55.102: Drift av hoteller, pensjonater og moteller med/uten restaurant	79.: Reisebyrå- og reisearrangør- virksomhet og tilknyttede tjenester	
				7	50	100	50	
Likviditetsgrad 1	1,93	2,10	0,89	3,9	1,8	0,9	1,7	2,47
Egenkapitalandel	26,56 %	26,11 %	25,95 %	36,70 %	31,20 %	22,40 %	29,70 %	30 %
Gjeldsgrad	2,77	2,83	2,85	2,3	3,4	6,5	3,2	3,85
Totalkapitalrentabilitet	3,03 %	4,71 %	1,95 %	7,30 %	12,70 %	15,20 %	12,50 %	11,93 %

Hurtigruten sin likviditet målt ved Likviditetsgrad 1, er ikke tilfredsstillende mot det totale gjennomsnittet av utvalgets bransjer. Sammenlignet med hotellbransjen og sjøfartsbransjens undergruppering ”50.102: Innenlandske kystruter med passasjerer”, bransjen hvor selskapet selv inngår, er likviditeten god i 2009 og 2010.

Egenkapitalandelene til Hurtigruten er gjennomgående dårligere enn utvalgets totale gjennomsnitt og de underliggende bransjegjennomsnitt, med unntak av hotellbransjen.

Gjeldsgradene til HRG ligger under utvalgets totale gjennomsnitt og bransjene som inngår i det. Eneste unntak fra det er ”50.101: Utenriks sjøfart med passasjerer”. Dette er første positive funn i den komparative analysen.

Totalkapitalrentabiliteten ligger gjennomgående langt under alle bransjene som inngår i utvalget.

Som det fremgår av tabellen og ovenstående drøftelse må Hurtigruten sin økonomiske stilling vurderes som lite tilfredsstillende sett i forhold til de utvalgte sammenlignbare bransjene.

Det er en kjensgjerning at selskapet over de senere år har vært i en økonomisk presset situasjon. Samtidig har HRG gjennomført store og fundamentale endringsprosesser, som utvilsomt har farget selskapets økonomiske stilling og verdiskapning. Selskapets eiere og ledelse har operert med en langsiktig planleggingshorisont, og de senere års store restrukturering og refinansiering må ses som et ledd i denne langsiktige strategien. Mye tyder på at selskapet i den nærmeste framtid har større forutsetninger for å produsere mer tilfredsstillende økonomiske prestasjoner.

## 6.5 Konklusjon av regnskapsanalysen

Hurtigrutens økonomiske prestasjoner, utvikling og verdiskapning er i analyseperioden ikke tilfredsstillende. Samtidig er dette farget av de store omstillingene selskapet i perioden har implementert. Analyseperioden preges videre av underskuddene i regnskapsårene 2009 og 2011. Nøkkeltallsanalysen viser gjennomgående lite tilfredsstillende måltall sammenlignet med de generelle krav og gjennomsnittstall fra komparative bransjer.

Ser en imidlertid regnskapsanalysen i sammenheng med funnene i den strategiske analysen, er likevel ikke situasjon for selskapet så mørk. Analyseperiodens år kan på mange måter ses på en periode av transformasjon av selskapet. Hurtigruten er nå restrukturert og refinansiert. Selskapet har fått på plass en ny og sterkt forbedret statsavtale frem til 2020, og forutsetningene for lønnsom drift ser nå i økende grad ut til å være på plass.

## 7 Avkastningskravet til selskapets kapital

Avkastningskravets funksjon er å representere alternativkostnaden til selskapets kapital. Derfor er det et komparativt mål for den kompensasjon en investor krever for å påta seg risikoen forbundet med å investere i et selskap. Avkastningskravet kan også defineres som den forventede avkastning som kapitalmarkedet tilbyr på alternative plasseringer med samme risiko som selskapet (Dahl & Boye, 1997).

Avkastningskravet er et særdeles viktig element i forbindelse med verdivurdering. Da en ved fastsettelse av avkastningskravet befinner seg i skillelinjen mellom teori og praksis, og mellom en vurdering av nå-situasjonen og en vurdering av fremtidsutsiktene, er det samtidig kanskje det forholdet i en verdivurderingsprosess som volder størst utfordring. Denne oppfatningen understøttes av følgende sitat: ”fastsettelse av avkastningskravet er langt fra en eksakt vitenskap, men snarere en blanding av god teori og fornuftig skjønn” (Gjesdal og Johnsen, 1999:17).

I verdivurderingen blir avkastningskravet benyttet som diskonteringsfaktor for å fremkomme med nåverdien av de budsjetterte fremtidige kontantstrømmene. Endringer i avkastningskravet vil dermed gi store utslag for estimatet på selskapets verdi.

Kapitalverdimodellen (CAPM) brukes for å beregne kostnaden av et selskaps egenkapital. Ved å ta i bruk av resultatet fra CAPM, benyttes WACC for utarbeidelse av det vektete avkastningskravet til totalkapitalen. Relevant teori som omfatter CAPM og WACC, modellenes oppbygning og anvendelse, herunder metodikken i beregningen av avkastningskravet til egenkapitalen og totalkapitalen, er beskrevet i oppgavens kapittel 3.1.3.

Videre vil funn knyttet til oppgavens strategiske analyse stå sentralt i de skjønsmessige vurderinger og forutsetninger som må foretas. Dette kapitlet nyttegjør teorien beskrevet i kapittel 3, og søker i tråd med vurderinger av bedriftens strategiske posisjon og fremtidsutsikter, å fremkomme med et rettvise og teoretisk forankret avkastningskrav på Hurtigruten sin egenkapital og totalkapital.

## 7.1 Kapitalverdimodellen - CAPM

Siden avkastningskravet til egenkapitalen som fremkommer fra kapitalverdimodellen, i neste omgang vil inngå i WACC-modellen som justeres for skatt, må CAPM ikke innbefatte skattejustering.

CAPM beregnes i følge Bodie, Kane og Marcus (2008) ut fra følgende formel:

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

Hvor:

$E(R_i)$  = Forventet avkastning på underliggende investering. I dette tilfelle egenkapitalen

$R_f$  = Risikofri rente

$\beta_i$  = Underliggende aksjes volatilitet i forhold til markedet

$E(R_m)$  = Forventet avkastning i markedet

Etter en nærmere vurdering vil det ikke tillegges en illikviditetspremie grunnet liten omsettelighet av HRG-aksjen. Hurtigrutens aksje kan ikke hevdes å være illikvid, da aksjen er notert på Oslo Børs og dermed i et effektivt marked. Aksjene i HRG har dermed ingen omfattende innlåsningsrisiko. Med dette menes det at det ikke kan hevdes å være relativt dyrt eller vanskelig å komme seg ut av posisjonen og omsette selskapets aksjer.



I det følgende vil det enkelte parameter som inngår i kapitalverdimodellen og WACC presenteres. Oppgavens valg av størrelse på de ulike parametre vil samtidig drøftes og begrunnes. Avslutningsvis i kapitlet vil avkastningskravet til egenkapitalen og totalkapitalen beregnes.

### 7.1.1 Risikofri rente

For formålet om en investororientert verdivurdering, bør en ha et langsiktig perspektiv. Som presentert i oppgavens kapittel 3.1, vil imidlertid inkonsistensen mot de normalt mellomlange forutsetningene som ligger til grunn for fremtidsbudsjetteringen, og det såkalte ”kursrisikopåslaget” til de lange statsobligasjonsrentene, gjøre den mellomlange statsobligasjonsrenten til den mest hensiktsmessige for oppgaven. Dette understøttes av (Boye & Meyer, 2008) og (Gjesdal & Johnsen, 1999).

Norges bank opererer med tre forskjellige statsobligasjoner, 3-årig, 5-årig og 10-årig. Rentenivåene i Europa og i Norge er i dag på historisk lave nivåer. Samtidig viser utledelsen om økonomiske utsikter i oppgavens strategiske analyse, at inflasjonsnivået i dag er langt under Norges Banks målsatte 2,5 %. Utviklingen er likevel positiv og en antar at inflasjonen vil ligge på 0,9 % i 2012 og 1,5 % i 2013. I år 2015 forventes det at man når det målsatte nivået på 2,5 % [\[24\]](#).

Risikofri rente,  $R_F$ , settes lik renten på den mellomlange norske statsobligasjon for 5 år. Denne nominelle renten består av Norges Banks realrenteutsikter og inflasjonsutsikter for de neste 5 år. 5-årig statsobligasjonsrente som forutsettes er på 2,56 %. Dette baseres på et årlig gjennomsnitt av daglige noteringer i 2011 [\[30\]](#).

Siden oppgaven forutsetter en risikofri rente basert på årsgjennomsnittet av de daglige noteringene i 2011, opererer en med en risikofri rente som ligger over utsiktene for inflasjon. Problemet med en implisitt negativ risikofri realrente i terminalverdien av verdierestimater oppstår dermed ikke, og en trenger da ikke foreta ytterligere justeringer (Gjesdal & Johnsen, 1999).

### 7.1.2 Forventet avkastning i markedet og markedets risikopremie

Forskjellen mellom markedets gjennomsnittlige avkastning på en veldiversifisert portefølje,  $E(R_m)$ , og den risikofrie renten,  $R_F$ , angir markedets risikopremie. Dette viser den meravkastningen en kan forvente ved investeringer i aksjemarkedet, i forhold til investeringer i ”risikofrie” statsobligasjoner.

Markedets risikopremie velges i henhold til PriceWaterhouseCoopers og Norske Finansanalytikeres Forenings undersøkelse: "Risikopremien i det norske markedet 2011 og 2012" [18]. En beregning av et vektet gjennomsnitt for markedsrisikopremien gir en gjennomsnittlig risikopremie på 5,2 % for både 2011 og 2012. Denne brukes i den videre beregning av avkastningskravet. Dette gir sammen med det valgte nivået på risikofri rente ved enkel beregning en  $E(R_m)$ , Forventet avkastning i markedet på  $0,052 + 0,0256 = 0,0776 = 7,76 \%$ .

### 7.1.3 Betaestimat

Siden markedets risikopremie er den tilsvarende for alle selskaper, vil Beta være det eneste som kan skille risikoen forbundet med å investere i spesifikke selskapers aksje, sammenlignet med investering i markedsporteføljen. Denne formen for risiko er ikke diversifiserbar, og en investor må følgelig derfor ta i betraktning denne risikoen ved valg av investeringsobjekt.

Den markedsrelaterte risiko er beregnet gjennom regresjonsanalyse av Hurtigrutens avkastning mot OSEBX. Utgangspunktet for beregningen er tatt i den månedlige avkastningen over 5 år. Dette er dermed i henhold til anbefalingen i Koller et al. (2010). Metodikken og teorigrunnet for regresjonsanalysen er nærmere beskrevet i oppgavens kapittel 3.1.3.

Beregningene av beta fremkommer av regresjonsanalysen som vist under. Etter såkalt Bloomberg-justering fremkommer en beta på 0,750. Dette betaestimat vil i de videre beregninger benyttes.

Utdata fra regresjonsanalysen i Microsoft Excel presenteres under i tabell 19:

**Tabell 21: Utdata, Regresjonsanalyse**

Regresjonsstatistikk								
Multipel R	0,259990053							
R-kvadrat	0,067594827							
Justert R-kvadrat	0,051518876							
Standardfeil	0,213806779							
Observasjoner	60							
Variansanalyse								
	fg	SK	GK	F	Signifikans-F			
Regresjon	1	0,192211658	0,192211658	4,204717118	0,044839762			
Residualer	58	2,651373646	0,045713339					
Totalt	59	2,843585304						
	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%
Skjæringspunkt	-0,048013755	0,027602458	-1,739473879	0,087256248	-0,103266078	0,007238568	-0,103266078	0,007238568
X-variabel 1	0,62697902	0,305762779	2,050540689	0,044839762	0,014928319	1,239029721	0,014928319	1,239029721

### **Forklaring og tolkning av utdata**

Alpha nivå valgt for regresjonen er på 0,1. Dette gir at  $\text{Alpha}/2=0,05$ .

Antall frihetsgrader fremkommer ved  $N-2$  som gir  $60-2=58$  frihetsgrader for regresjonen.

$1-\text{Alpha}$  angir konfidensintervallet for regresjonen. Her gir dette et 90 % konfidensintervall som ligger mellom 0,01492 og 1,1239. Man ser dermed at  $\text{Beta} = 1$  ligger i dette intervallet.

En svært lav  $R^2$  på 0,0675 viser en lav goodness-of-fit i modellen. Imidlertid er en  $R^2$  signifikant helt ned mot 0,04. (Professor Terje Vassdal UiT/HHT, 2012 [\[P 3\]](#)).

Regresjonens R-kvadrat på 0,0675 viser at 6,75 % av risikoen i Hurtigruten kommer fra markedsrelaterte kilder i indeksen. Dette vil si at 6,75 % av variasjonen i avkastningen til Hurtigruteaksjen kan forklares av variasjonen i avkastningen i OSEBX. De mellomværende 93,25 % av risikoen kommer dermed fra bedriftsspesifikke komponenter. Dette vil si at 93,25 % av variasjonen i aksjens avkastning kan forklares av variasjonen i feilledet,  $e_i$ , som er et mål på den usystematiske risikoen. Den sistnevnte risikoen er diversifiserbar og vil ikke kunne fordre en høyere forventet avkastning.

P verdien på 0,044 er ikke signifikant i forhold til P-test verdi på 0,1. Nullhypotesen at  $\text{BETA}=0$  forkastes dermed.

En tosidig T-test på et  $(1-A/2)$  95 % konfidensnivå, avlest på  $(N-2)$  58 frihetsgrader i Microsoft Excel, viser en t-kritisk verdi på 1,672 og -1,672. Da testens t-statistikk er på 2,0505, forkastes nullhypotesen om at  $\text{BETA}=0$ .

Siden vi må ha en nullhypotese som tester om  $BETA=1$ , må en beregne dette manuelt:

$$T\text{-test} = B2 - 1 / \text{Std.feil } B2 = 0,62697902 - 1 / 0,30576278 = -1,21996857.$$

Siden t-testverdi på  $-1,21996857$  er mindre enn t-kritisk på  $(1 - \alpha/2, N - 2) -1,672$ , og t-testverdi på  $1,21996857$  er mindre enn t-kritisk på  $1,672$ , kan vi ikke forkaste nullhypotesen om at  $BETA=1$ . Når en samtidig ser at  $\beta=1$  ligger i konfidensintervallet, er ikke dette en overraskelse (R. C. Hill, Lim, & Griffiths, 2012).

Regresjonens betaestimat er på  $0,62697902$ . Dette impliserer at en økning på 1 % i den månedlige avkastningen på OSEBX, gjennomsnittlig vil lede til en økning på cirka 0,63 % i Hurtigruteaksjens avkastning.

På grunn av at betaverdiene over tid vil bevege seg mot markedets gjennomsnittlige avkastning med en beta på 1, vil betaestimat måtte korrigeres for formålet med CAPM (Koller et al., 2010).

Den såkalte Bloomberg-justeringen gjøres ved hjelp av følgende formel:

$$\text{Justert beta} = (0,67) \times \text{Råbeta (historisk beta)} + (0,33) \times 1$$

Dette betyr at en vekter den estimerte beta med  $2/3$ , og at  $1/3$  av betaverdien baserer seg på en  $\beta = 1$  og derav markedets gjennomsnittlige avkastning.

Regresjonens betaestimat på  $0,62697902$  justeres som følger med den såkalte Bloomberg justeringen:

$$\text{Justert beta, HRG} = (0,67 * 0,62697902) + (0,33 * 1) = 0,75007594.$$

Denne betaverdien kan ikke sammenlignes med betaverdien oppført i Dagens Næringslivs papirutgave. Deres oppføring viser en betaberegning over de siste 24 måneder, og er derfor ikke komparativ. Betaverdien er imidlertid sammenlignet og rimelighetstestet med Damodarans database inneholdende betaverdier for 5891 selskaper per bransje [\[36\]](#).

Denne tilnærmingen for kontroll av selskapsbeta er svært utbredt i praksis, og er derfor implementert i denne studien.

### 7.1.4 Fastsettelse av avkastningskravet til egenkapitalen

CAPM beregnes i følge Bodie, Kane og Marcus (2008) ut fra følgende formel:

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

Hvor:

$E(R_i)$  = Forventet avkastning på underliggende investering. I dette tilfelle egenkapitalen

$R_f$  = Risikofri rente

$\beta_i$  = Underliggende aksjes volatilitet i forhold til markedet

$E(R_m)$  = Forventet avkastning i markedet

Ovennevnte utledning og valg av kapitalverdimodellens forskjellige parametre gir følgende beregning av avkastningskravet til egenkapitalen:

$$E(R_i) = 0,0256 + 0,75 (0,0776 - 0,0256)$$

$$E(R_i) = 0,0646 = 6,46 \%$$

Avkastningskravet til Hurtigrutens egenkapital er beregnet til å være på 6,46 %. Dette estimatet vil i det videre inngå i beregningen av avkastningskravet til selskapets total kapital.

### 7.2 Kapitalkostnadsmodellen - WACC

Total kapitalavkastningskravet (WACC) er selskapets vektete gjennomsnittlige kapitalkostnad. WACC er den avkastning selskapets investorer som et minimum forventer å få på sine investeringer i selskapet, og representerer dermed alternativkostnaden til kapitalen (Koller et al., 2010). Dette avkastningskravet inkorporer de forskjellige finansieringskildenes ulike risiko, og dermed deres variasjon i forventet avkastning. Samtidig innbefattes resultatet fra CAPM, og derav hensynet til hva en investor kunne tjent på en alternativ plassering med samme risiko. Avkastningskravet er strengt tatt et avkastningskrav for selskapets sysselsatte kapital ettersom pengeposter og driftsfremmende poster oftest verdsettes separat (Kaldestad & Møller, 2011).

Koller et al., 2010 beskriver følgende formel for WACC:

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

Hvor:

D = Rentebærende gjeld

V = Totalkapital (til markedsverdi)

E = Egenkapital (til markedsverdi)

s = Skattesats

$k_e$  = egenkapitalens kostnad

$k_d$  = gjeldens kostnad

Som ligningen over viser, inneholder den 4 viktige komponenter: egenkapitalens kostnad, kostnaden av gjeld etter skatt og andelen av de to komponentene egenkapital og gjeld målt til markedsverdi i forhold til totalkapitalen (Koller et al., 2010).

### 7.2.1 Rentebærende gjeld og gjeldens kostnad

Hurtigrutens rentebærende gjeld forutsettes i det følgende å være lik summen av netto finansiell gjeld som den fremkom i den omgrupperte presentasjonen av selskapets balanse.

Imidlertid må denne størrelsen korrigeres for betalbar skatt og utsatt skatt som ikke kan defineres som rentebærende gjeld, men som inngår på grunn av oppstillingens struktur.

Balanseoppstillingen som er omgruppert for formålet om å identifisere selskapets sysselsatte kapital, vurderes for studiens formål å gi et bedre anslag på selskapets rentebærende gjeld enn den rentebærende gjeld som fremkommer av noteopplysningene i HRG, Årsrapport 2011 [\[1\]](#).

Sistnevnte størrelse fra notene tar samtidig kun med rentebærende gjeld for videreført virksomhet i selskapet. Jamfør tidligere drøftelse i regnskapsanalysen av hva som inngår i videreført virksomhet, vil derfor rentebærende gjeld tilknyttet blant annet bussvirksomheten ikke tas med. Dette ville dermed gitt et uriktig lavt bilde på andelen gjeld i selskapet og farget beregningene av WACC. Sum rentebærende gjeld i 2011 beregnes derfor som følger:

4 018 716 000 – 25 099 000 (utsatt skatt) – 7 484 000 (betalbar skatt) = 3 986 133 000 Kr.

For kostnaden av selskapets gjeld, må en se dette i perspektivet av alternativkostnad. Dermed er markedsrenten mer relevant enn selskapets faktiske gjennomsnittlige gjeldsrente (Kaldestad & Møller, 2011). Dette på grunn av at en realistisk sett over tid ikke vil operere med en høyere rente enn den som finnes i markedet, og det på sikt vil finnes muligheter for ny refinansiering av selskapets gjeld.

Imidlertid er det rimelig å anta at Hurtigrutens pressede økonomiske situasjon tilsier at det vil ta lang tid før en kan lånefinansiere med et rentenivå som ligner den gjennomsnittlige utlånsrenten i markedet. Det finnes dermed ikke en reell alternativkostnad for selskapets gjeldskostnad som kan identifiseres, og anbefalingen fra (Kaldestad & Møller, 2011) forkastes dermed.

I tråd med Koller (2010), beregnes derfor selskapets faktiske gjennomsnittlige gjeldskostnad. De tre årene som inngår i regnskapsanalysen ligger til grunn for beregningen, og de respektive årenes gjeldskostnad vil i prosent fremkomme av å dividere selskapets rentekostnad for året med den rentebærende gjelden. Avslutningsvis tas et gjennomsnitt av disse årene. Denne størrelsen benyttes som selskapets gjeldskostnad som inngår i WACC. Formelen for de respektive års gjeldskostnad defineres som følger:

$$\text{Gjeldskostnad} = \frac{\text{Rentekostnader}}{\text{Rentebærende gjeld}} = \frac{\text{Rentekostnader}}{\text{Finansiell gjeld} - (\text{utsatt skatt} + \text{betalbar skatt})}$$

De respektive års gjeldskostnad fremkommer derfor som følger:

$$2009: \frac{316\,696}{4\,018\,716 - (25\,099 + 7\,484)} = 0,079449$$

$$2010: \frac{279\,395}{3\,976\,752 - (13\,367 + 13\,419)} = 0,070733$$

$$2011: \frac{267\,570}{3\,707\,225 - (9\,643 + 11\,932)} = 0,072597$$

Gjennomsnittet av de tre årene ligger da på 0,074259, tilsvarende cirka 7,43 %.

## 7.2.2 Markedsverdi av egenkapital og egenkapitalens kostnad

Selskapets egenkapital til markedsverdi fremkommer enkelt ved å multiplisere aksjens kurs i dag med antall utstedte aksjer:

Referansekurs for HRG \* Antall utstedte aksjer = 4,00 Kr \* 420 259 163 aksjer = 1 681 036 652 Kr [37].

Egenkapitalens kostnad er allerede beregnet i form av CAPM-modellen, og er beregnet til å være på 6,46 % før skatt.

### 7.2.3 Markedsverdi av total kapital, gjeldsandel og egenkapitalandel

Hurtigrutens total kapital målt til markedsverdi fremkommer da som sum rentebærende gjeld + sum egenkapital til markedsverdi. Dette gir følgende total kapital:

$$\text{Total kapital} = 3\,986\,133\,000 \text{ KR} + 1\,681\,036\,652 \text{ KR} = 5\,667\,169\,652 \text{ KR}.$$

Gjeldsandelen fremkommer da som følger:

$$\frac{D}{V} = \frac{\text{Rentebærende gjeld}}{\text{Markedsverdi av total kapital}} = \frac{3\,986\,133\,000}{5\,667\,169\,652} = 0,70337 = 70,3 \%$$

Egenkapitalandel fremkommer ved det følgende:

$$\frac{E}{V} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Markedsverdi av total kapital}} = \frac{1\,681\,036\,652}{5\,667\,169\,652} = 0,29662 = 29,7 \%$$

### 7.2.4 Fastsettelse av avkastningskravet til total kapitalen

Samtlige parametre som inngår i totalavkastningskravet er i de ovennevnte underkapitler utledet. Dette gir følgende beregning:

$$WACC = 0,703 * 0,0743 * (1 - 0,28) + 0,297 * 0,0646$$

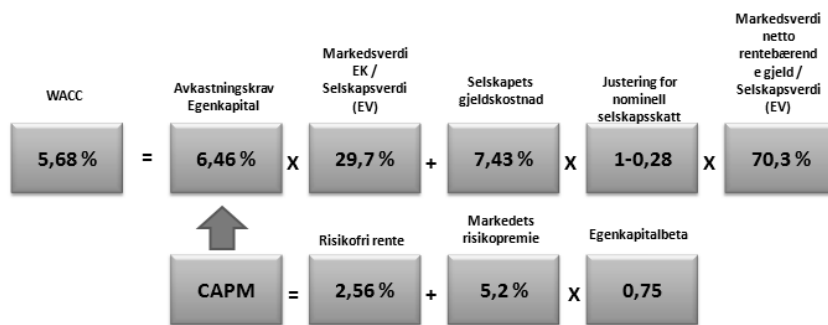
$$WACC = 0,05679 = 5,68 \%$$

Det beregnede avkastningskravet til Hurtigrutens total kapital er på 5,68 %. Denne tallstørrelsen vil ligge til grunn som diskonteringsrente for de videre beregninger av kontantstrøm.

Selskapets egen diskonteringsrente er til sammenligning i 2012 på hele 9,69 % (HRG, Årsrapport 2011). Denne presenteres i notene som å være basert på selskapets interne avkastningskrav, samt observerbare avkastningskrav for sammenlignbare selskaper. Hvordan dette mer nøyaktig er beregnet fremkommer imidlertid ikke.



Sammenhengen mellom CAPM og WACC, og resultatene av disse, kan vises med følgende figur hentet fra Kaldestad og Møller (2011):



Figur 13: Sammenheng CAPM og WACC

## 8 Fremtidsbudsjettering

Med utgangspunkt i den strategiske analysen, regnskapsanalysen og selskapets egne forventninger, er dette kapitlets siktemål å utarbeide et fremtidsregnskap for selskapet. Ut fra dette fremtidsregnskapet vil en ha et grunnlag for å fremkomme med budsjettert kontantoverskudd for perioden.

I følge Dahl et al. (1997) er det normal praksis å utarbeide fremtidsregnskap for en periode på 7-15 år. I Hurtigrutens tilfelle vurderes det slik at det er en naturlig avgrensning i varigheten til den nye statsavtalen. Denne avtalen ble satt i kraft 1. januar 2012 og strekker seg frem til 31. desember 2019. Den valgte budsjetteringsperioden blir altså på 8 år fra 2012 til og med 2019, og er dermed i tråd med den ovennevnte anbefalingen.

En utvidelse av prognoseperioden ut over dette anses ikke for å være hensiktsmessig. En har følgelig ikke noe grunnlag for å spå om Hurtigruten får tilslaget til en ny statsavtale etter dette, ei heller hvordan statsavtalen, priser på sentrale innsatsfaktorer og annet, vil se ut og innvirke på kontantoverskuddet så langt frem i tid. Da verddivurderingens terminalverdi beregnes ut fra siste år i prognoseperioden, vurderes det slik at en bør holde seg til Penman (2010) sin anbefaling, og ta grunnlag i den informasjon som foreligger og som er forankret i virkeligheten.

De inntekts- og kostnadsposter som vurderes til å ha mest betydning for den fremtidige frie kontantstrømmen til totalkapitalen, vil følgelig ha størst fokus. De budsjetterte tallstørrelsene og veksten i disse, må anses for å være skjønsmessige estimater basert på den forventede utviklingen for perioden. Imidlertid vil de være forankret i virkeligheten ved å være basert på den historiske utviklingen i selskapet, regnskapsanalysen og den strategiske analysen. Dette er i tillegg supplert med samtaler og epost-korrespondanse med Hurtigrutens selskapsledelse, primært gjennom selskapets CFO, Asta Lassesen [P 2].

Resultatregnskap og balanse som utarbeides for perioden vil ha tilnærmet samme oppstilling som de omgrupperte resultat- og balanseoppstillingene i oppgavens regnskapsanalyse. Imidlertid vil de enkelte postene inndeles ned på hvert produktområde for øke nøyaktigheten i estimatene.

I arbeidet med fremtidsbudsjetteringen er det nødvendig å foreta visse forutsetninger. Disse forutsetningene redegjøres for fortløpende. Prognostiseringen vil i sin helhet gjennomføres med et teoretisk grunnlag i Koller (2010) og Penman (2010).

Beregninger av vekstanslag basert på historisk utvikling vil ha grunnlag i de relevante tallstørrelser i basisårene 2009 til 2011.

## **8.1 Driftsinntekter**

Selskapets driftsinntekter grupperes i kontraktsinntekter, salgsinntekter og varesalgsinntekter.

Forutsetninger som gjøres i de respektive regnskapspostene, vil primært baseres på selskapets egne forventninger, trender i postenes historiske utvikling, samt funn gjort i oppgavens strategiske analyse og regnskapsanalyse. De estimerte vekstratene og utviklingen i regnskapspostene vil presenteres ned på hvert enkelt produktområde. Dette for å få frem en mer nøyaktig estimering.

Den viktigste faktoren for selskapets lønnsomhet er salgsinntekter/passasjerinntekter innenfor produktområdene Hurtigruten Norskekysten og Explorer. Samlet utgjorde denne kjernevirksomhetens omsetning hele 71 % av selskapets totale driftsinntekter i 2011.

Salgets volum er kombinert med pris, følgelig de primære lønnsomhetsdriverne for selskapet. Den økte satsningen på skuldresesongene har vist seg svært suksessfull, og en har med det klart å løse den såkalte ”vinterkoden” gjennom sterk økning i beleggprosenten utenfor

høysesongen. Videre førte den TV-sendte ”Hurtigruten – Minutt for Minutt” til en voldsom økning i bookingen for 2012. Samtidig har selskapet fra 2012 betydelig høyere kapasitet gjennom at MS Finnmarken tar over for det gamle skipet MS Nordstjernen.

En ny og sterkt forbedret Hurtigruteavtale med Staten er i havn. Selskapet har i tillegg ferdigstilt implementeringen av sine utførlige planprosesser knyttet til restrukturering og refinansiering, og fremstår nå bedre rustet for mer lønnsom og stabil drift. Disse ovennevnte faktorene tilsier at Hurtigruten besitter et betydelig vekst- og lønnsomhetspotensial i prognoseperioden.

Driftsinntektene for hvert produktområde presenteres i det følgende.

### **8.1.1 Hurtigruten Norskekysten**

I henhold til Hurtigrutens egne forventede anslag på vekst vil antall gjestedøgn i 2012 gå opp med 5,7 % [3]. Samtidig er gjennomsnittlig netto prisøkning per cruisenatt for 2012 av selskapet selv estimert til å ligge på 5 %. Dette vekstanslaget på volum og den anslåtte prisøkningen forutsettes til å gjelde for både salgssinntekter og varesalgssinntekter i 2012.

For perioden 2013 til 2019 vurderes det slik at prisene knyttet til salgssinntekter og varesalgssinntekter under produktområdet Hurtigruten Norskekysten, følger de generelle utsiktene til prisstigning i landet beskrevet i oppgavens strategiske analyse. Denne inflasjonen forventes å være på 1,5 % i 2013, 2 % i 2014 og 2,5 % fra 2015 og ut prognoseperioden.

For samme periode forutsettes samtidig en årlig vekst i volum på 2,33 %. Dette i tråd med utsiktene til norsk cruiseferd og Hurtigruten i den strategiske analysen, og den historiske gjennomsnittlige prosentvise økningen i det totale antallet gjestedøgn for perioden 2009-2011.

### ***Statens kjøp av sjøtransporttjenester***

Selskapets driftsinntekter i analyseperioden må endres i forhold til betingelsene i den nye avtalen med staten. Det nye nivået på kontraktsinntekter gir selskapet et helt nytt kontraktsregime. Dette må inkorporeres for gi et rettviseende bilde på driften og de strategiske forhold selskapet står ovenfor.

Den nye avtalen om statens kjøp av sjøtransporttjenester har en totalramme på 5120 millioner Kr. Gjennomsnittlig gir dette en kompensasjon på 640 millioner Kr per år. Dette kompensasjonsbeløpet vil i sin helhet bli prisjustert hvert år. Til sammenligning utgjorde statens kompensasjon 360 millioner Kr i 2011 [1]. For å kunne gi et rettviseende bilde på

selskapets driftsinntekter i tråd med selskapets strategi og fremtidsutsikter, vil jeg derfor bruke en årlig kompensasjon på 640 millioner Kr, justert for utsiktene til inflasjon fra den strategiske analysen, som kontraktsinntekter mottatt fra staten i prognoseperiodens respektive år.

### **8.1.2 Explorer**

For produktområdene Explorer og Spitsbergen foreligger ingen informasjon fra selskapet selv hva gjelder forventninger til vekst eller prisstrategi. For Explorer-virksomheten forutsettes det derfor en årlig endring frem til år 2015 med den historiske gjennomsnittlige utviklingen en har bevitnet i analyseperioden for salgsinntekter og varesalgsinntekter på henholdsvis 2,6 % og 2,33 %. Fra 2015 og ut prognoseperioden forutsettes en årlig vekst i tråd med inflasjonsutsiktene beskrevet i oppgavens strategiske analyse.

### **8.1.3 Spitsbergen**

For produktområdet Spitsbergen fremkommer ingen relevante gjennomsnittlige vekstrater fra basisårene 2009-2011. Dette på grunn av støyen i analyseperioden knyttet til konkursen hos underleverandøren Karlsen Shipping AS, og skipet MS Fram sin vekslende henføring til produktområde. Salgsinntektene til produktområdet Spitsbergen forutsettes dermed å endres med selskapets interne vekstrate på 2 % frem til år 2015 og med inflasjonsutsiktene beskrevet i oppgavens strategiske analyse fra 2015 og ut prognoseperioden.

### **8.1.4 Charter – utleie av skip**

Salgsinntektene fra charterkontrakter, har i analyseperioden stått for en betydelig andel av Hurtigrutens driftsresultat. Imidlertid ble produktområdet, med effekt 1. januar 2012 avviklet. MS Finnmarken som har vært produktområdets utleide hotellskip, har nå erstattet det eldre skipet MS Nordstjernen i rute langs Norskekysten [\[1\]](#). Produktområdet Charter tas dermed i sin helhet ut fra analyseperioden og fremtidsbudsjetteringen.

### **8.1.5 Øvrig virksomhet**

Den fundamentale endringen i situasjonen til selskapets ikke videreført virksomhet og kontraktsinntekter fra denne virksomheten, nærmere bestemt grunnet frafall av sentrale anbudskontrakter innenfor hurtigbåt- og bussvirksomhet, må samtidig justeres.

For selskapets øvrige virksomhet, som i hovedsak består av buss- og hurtigbåtvirksomhet, forventer Hurtigruten, ved Finansdirektør Asta Lassesen [\[P 2\]](#), en halvering av kontraktsinntekter og salgsinntekter fra 2011 til 2012. Dette på grunn av Cominors tapte

anbud for byrutene i Tromsø. Ut fra den gjeldende strategien og det spissede fokus på kjernevirksomheten, kan en ikke forvente noen større vekst innenfor produktområdet i den nærmeste fremtid.

Grunnet stor usikkerhet knyttet til den øvrige virksomheten, dens videre drift og utvikling i selskapet, forutsettes det dermed at driftsinntektene fra produktområdet holdes likt som for 2012, justert med selskapets interne vekstrate på 2 % frem til år 2015 og med inflasjonsutsiktene fra oppgavens strategiske analyse fra 2015 og ut prognoseperioden..

Ovengitte drøfting gir dermed budsjetterte driftsinntekter per produktområde som følger:

**Tabell 22: Budsjettering driftsinntekter Hurtigruten ASA**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Hurtigruten Norskekysten</b>									
Salgsinntekter	1 757 174	1 950 200	2 025 574	2 114 225	2 217 574	2 325 974	2 439 674	2 558 931	2 684 018
Kontraktsinntekter	325 271	645 760	649 600	652 800	656 000	656 000	656 000	656 000	656 000
Varesalgsinntekter	366 118	406 336	422 041	440 512	462 045	484 631	508 321	533 169	559 232
Sum Driftsinntekter	<b>2 448 563</b>	<b>3 002 296</b>	<b>3 097 215</b>	<b>3 207 537</b>	<b>3 335 619</b>	<b>3 466 605</b>	<b>3 603 995</b>	<b>3 748 100</b>	<b>3 899 250</b>
Årlig vekst i %		22,61 %	3,16 %	3,56 %	3,99 %	3,93 %	3,96 %	4,00 %	4,03 %
Endring i % fra baseår		22,38 %	26,49 %	31,00 %	36,23 %	41,58 %	47,19 %	53,07 %	59,25 %
<b>Explorer</b>									
Salgsinntekter	263 952	270 102	276 395	282 835	289 906	297 154	304 583	312 197	320 002
Kontraktsinntekter	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Varesalgsinntekter	15 483	15 886	16 299	16 722	17 140	17 569	18 008	18 458	18 920
Sum Driftsinntekter	<b>279 435</b>	<b>285 988</b>	<b>292 694</b>	<b>299 558</b>	<b>307 047</b>	<b>314 723</b>	<b>322 591</b>	<b>330 656</b>	<b>338 922</b>
Årlig vekst i %		2,34 %	2,34 %	2,35 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %
Endring i % fra baseår		2,34 %	4,74 %	7,20 %	9,88 %	12,63 %	15,44 %	18,33 %	21,29 %
<b>Spitsbergen</b>									
Salgsinntekter	137 760	140 515	143 326	146 192	149 847	153 593	157 433	161 369	165 403
Kontraktsinntekter	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Varesalgsinntekter	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sum Driftsinntekter	<b>137 760</b>	<b>140 515</b>	<b>143 326</b>	<b>146 192</b>	<b>149 847</b>	<b>153 593</b>	<b>157 433</b>	<b>161 369</b>	<b>165 403</b>
Årlig vekst i %		2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %
Endring i % fra baseår		2,00 %	4,04 %	6,12 %	8,77 %	11,49 %	14,28 %	17,14 %	20,07 %
<b>Øvrig virksomhet</b>									
Salgsinntekter	192 143	97 993	99 953	101 952	104 501	107 113	109 791	112 536	115 349
Kontraktsinntekter	213 055	108 658	110 831	113 048	115 874	118 771	121 740	124 784	127 903
Varesalgsinntekter	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sum Driftsinntekter	<b>405 198</b>	<b>206 651</b>	<b>210 784</b>	<b>215 000</b>	<b>220 375</b>	<b>225 884</b>	<b>231 531</b>	<b>237 319</b>	<b>243 252</b>
Årlig vekst i %		-49,00 %	2,00 %	2,00 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %
Endring i % fra baseår		-49,00 %	-47,98 %	-46,94 %	-45,61 %	-44,25 %	-42,86 %	-41,43 %	-39,97 %
<b>Sum Produktområder</b>									
Salgsinntekter	2 351 029	2 458 810	2 545 248	2 645 204	2 761 827	2 883 834	3 011 480	3 145 033	3 284 772
Kontraktsinntekter	538 326	754 418	760 431	765 848	771 874	774 771	777 740	780 784	783 903
Varesalgsinntekter	381 601	422 222	438 339	457 234	479 186	502 200	526 329	551 627	578 151
Sum Driftsinntekter	<b>3 270 956</b>	<b>3 635 449</b>	<b>3 744 018</b>	<b>3 868 286</b>	<b>4 012 887</b>	<b>4 160 805</b>	<b>4 315 550</b>	<b>4 477 444</b>	<b>4 646 827</b>

## **8.2 Driftskostnader**

Selskapets driftskostnader inndeles i personalkostnader, avskrivninger og nedskrivninger, andre driftskostnader, samt andre (tap)/gevinster netto. Andre driftskostnader inndeles videre i varekostnader, driftskostnader og salgs- og administrasjonskostnader.

For de aller fleste postene vil det beregnes en ratio i forhold til sum driftsinntekter. Det historiske gjennomsnittet av disse ratene vil ligge til grunn for fremtidsbudsjetteringen. Dette i henhold til anbefalingene i Koller (2010) og Penman (2010). Hvis det imidlertid foreligger informasjon fra regnskapsanalysen, den strategiske analysen eller fra selskapet, på at en kan forvente en annen utvikling for en kostnadspost, vil dette tas hensyn til.

De historiske driftskostnadene for Hurtigruten vil i det videre presenteres dekomponert for hvert produktområde. Vekstraten i hver kostnadspost og den prosentvise ratio for kostnadsposten i forhold til sin relevante motpost vil samtidig beregnes og presenteres. Ut fra dette vil prognoseperiodens forskjellige driftskostnader projiseres.

Som beskrevet under punkt 9.1.4, er produktområdet Charter i sin helhet trukket ut fra fremtidsbudsjetteringen. Den fremtidige halveringen av produktområdet Øvrig virksomhet, utledet i punkt 9.1.5, er korrigert for ved at de estimerte fremtidige driftsinntektene som prognoseratioene er beregnet mot, innbefatter denne justeringen.

### **8.2.1 Personalkostnader**

Hurtigrutens personalkostnader består av lønnskostnader, arbeidsgiveravgift, pensjonskostnader og andre ytelser. Det foreligger ikke tilstrekkelig informasjon for å dekomponere personalkostnadene innen hvert produktområde for prognostiseringen. Denne posten vil derfor i prognoseperiodens år, endres med den historiske gjennomsnittlige ratio i forhold til driftsinntektene.

### **8.2.2 Avskrivninger og nedskrivninger**

Selskapet har et uttalt fokus om å vektlegge nedbetaling av gjeld de neste 5 år. I tillegg uttaler Hurtigrutens selskapsledelse at ingen større nyinvesteringer vil gjennomføres de nærmeste 5 år.

Da det er svært vanskelig, nærmest umulig å gjøre en kvalitativ vurdering på selskapets fremtidige investeringsbehov, og det ligger stor usikkerhet i når dette behovet for nyinvestering i selskapets skipsflåte oppstår, vil det ikke utarbeides teoretisk korrekte avskrivninger (Kaldestad & Møller, 2011).

Det forutsettes dermed for fremtidsbudsjetteringen at ingen større nyinvesteringer enn de årlige 50 millioner Kr til IT-investeringer, vil gjennomføres i prognoseperioden.

Avskrivninger og nedskrivninger vil derfor kun endres med den gjennomsnittlige historiske ratio i forhold til den balanseførte verdien av selskapets varige driftsmidler, og den fremskrevne verdien av disse, jamfør (Koller et al., 2010).

### **8.2.3 Andre driftskostnader**

Andre driftskostnader består av varekostnader, driftskostnader og salgs- og administrasjonskostnader. Det foreligger ikke tilstrekkelig informasjon til å adskille de forskjellige andre driftskostnader per produktområde. Innbefattet i andre driftskostnader ligger kostnader til sentrale innsatsfaktorer som olje og bunkers. Selskapet sikrer disse direkte med terminkontrakter, og indirekte ved ulike former for valutasikring. Samtidig inneholder denne kostnadsgruppen såkalte andre cruisekostnader som blant annet innbefatter havneavgifter og miljøavgifter. Det foreligger ikke tilstrekkelig informasjon til å henføre disse kostnadene ned på produktområde. Samtidig vil det på grunn av usikkerheten knyttet til effektene av de ulike sikringsinstrumentene, være svært komplekst å estimere andre driftskostnader i større detalj. Av disse grunner vil andre driftskostnader prognostiseres per produktområde i henhold til det gjennomsnittlige historiske forholdet mot driftsinntektene.

### **8.2.4 Andre (tap)/gevinster - netto**

Denne posten er ikke av vesentlig størrelse, og annen vurdering av fremtidig størrelse og utvikling enn det som baseres på det gjennomsnittlige historiske forholdet mot driftsinntekter, vil ikke vektlegges.





## 8.5 Budsjettert driftsresultat (EBIT), NOPLAT og driftsrelatert skattekostnad

Den effektive skattesatsen for det ordinære resultatet settes til 28 %, da dette er den gjeldende skattesatsen for norske allmennaksjeselskaper. Det foreligger ingen informasjon om noen permanente forskjeller tilknyttet det ordinære resultatet. Av praktiske hensyn forutsettes det derfor at slike ikke finnes eller vil oppstå i prognoseperioden.

Den fundamentale verdsettelsen baseres på NOPLAT og skattekostnaden beregnes derfor fra driftsresultatet. Utsatte skattefordeler og utsatte skatteforpliktelser må tas med (Koller et al., 2010). Netto utsatt skattefordel for Hurtigruten var i henhold til note 18 i Årsrapport 2011, på 172, 324 millioner KR. De budsjetterte skattekostnadene for selskapet og NOPLAT fremkommer i tabellen vist under. Utsatt skattefordel er i tabellen benevnt som USF.

**Tabell 24: Driftsresultat (EBIT), budsjettert skattekostnad og NOPLAT, Hurtigruten ASA**

	Prognoseperiode ----->								
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Sum driftskostnader	3 926 720	3 588 441	3 685 547	3 772 727	3 880 233	3 992 667	4 113 009	4 241 391	4 377 972
Sum driftsinntekter	-3 880 339	3 635 449	3 744 018	3 868 286	4 012 887	4 160 805	4 315 550	4 477 444	4 646 827
<b>Driftsresultat (EBIT)</b>	<b>46 381</b>	<b>47 008</b>	<b>58 471</b>	<b>95 559</b>	<b>132 654</b>	<b>168 138</b>	<b>202 540</b>	<b>236 053</b>	<b>268 855</b>
Driftsrelatert Skatt	-12 987	-13 162	-16 372	-26 757	-37 143	-47 079	-56 711	-66 095	-75 279
<b>NOPLAT</b>	<b>33 394</b>	<b>33 846</b>	<b>42 099</b>	<b>68 803</b>	<b>95 511</b>	<b>121 059</b>	<b>145 829</b>	<b>169 958</b>	<b>193 576</b>
USF	172 234	159 247	142 876	116 119	78 976	-	-	-	-
<b>NOPLAT etter benyttet USF</b>	<b>33 394</b>	<b>47 008</b>	<b>58 471</b>	<b>95 559</b>	<b>132 654</b>	<b>200 035</b>	<b>145 829</b>	<b>169 958</b>	<b>193 576</b>

## 8.6 Presentasjon av fremtidsbudsjetterte finansposter og årsresultat

Det nødvendige neste steget i budsjettprosessen er prognostisering av finansposter, skatteposter og årsresultat. De følgende forutsetninger er gjort i dette arbeidet:

Finansinntekter settes i 2012 lik gjennomsnittet i analyseperioden. Den videre prognosen for posten baserer seg også på gjennomsnitt av de tre foregående år.

Hurtigruten refinansierte sin låneportefølje med effekt den 07.03.2012. Hele den eksisterende bankgjelden ble refinansiert på nye vilkår gjennom et syndikatlån på 2,6 milliarder Kr, og et usikret obligasjonslån på 500 millioner Kr. Avtalen bestemmer at selskapets langsiktige banklån nedbetales med 260 millioner Kr per år, og at gjelden skal betales med en rente på NIBOR + en margin på 3,5 %. NIBOR hadde ved avlesning 10.05.12 et nominelt årlig gjennomsnitt av daglige data i 2011 på 3,48 %. Da det er umulig å forutsi hvordan NIBOR-renten vil utvikle seg i prognoseperioden, antas samme rentenivå for hele perioden. Det forutsettes dermed en beregning av finanskostnadene knyttet til banklånet med en rente på

6,98 %. Obligasjonslånet er avdragsfritt frem til 2017. Det foreligger ingen informasjon om hvorledes dette lånet skal nedbetales. Finansdirektør i Hurtigruten, Asta Lassesen [P 2], uttaler at selskapet vil foreta en ny refinansiering i 2017 for sin resterende gjeld. Det gjenværende lånet forutsettes på bakgrunn av manglende informasjon med en betaling av avdrag på banklånet lik resten av prognoseperioden, samt en nedbetaling av obligasjonslånet med 50 millioner Kr per år. Obligasjonslånet er bestemt å forrente seg med NIBOR + en margin på 7,5 %. Den forutsatte rente for beregningen av finanskostnadene tilknyttet obligasjonslånet er dermed på 10,98 %.

Andel resultat i tilknyttede selskaper beregnes som et gjennomsnitt av analyseperioden for 2012. I det videre tas et gjennomsnitt av de tre foregående år.

Årsresultatet for ikke videreført virksomhet forventes å halveres i henhold til tidligere drøftelse. For år 2012 tas dermed et gjennomsnitt av analyseperiodens årsresultat dividert på to. For det resterende av prognoseperioden forutsettes en vekst i henhold til selskapets interne vekstrate lik den gjennomsnittlige nominelle prisstigning på 2 %.

**Tabell 25: Finansposter og Årsresultat, Hurtigruten ASA**

	Historiske tall ----->			Prognoseperiode ----->								
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
<b>Driftsresultat (EBIT)</b>	<b>95 782</b>	<b>224 451</b>	<b>46 381</b>	<b>47 008</b>	<b>58 471</b>	<b>95 559</b>	<b>132 654</b>	<b>168 138</b>	<b>202 540</b>	<b>236 053</b>	<b>268 855</b>	
Finansinntekter	103 294	70 928	74 005	82 742	75 892	77 546	78 727	77 388	77 887	78 001	77 759	
Finanskostnader	-316 696	-279 395	-267 570	-215 732	-238 174	-220 536	-202 388	-184 240	-164 342	-137 464	-110 586	
Netto finanskostnader	-213 402	-208 467	-193 565	-132 990	-162 282	-142 990	-123 661	-106 852	-86 455	-59 464	-32 828	
Andel resultat i tilknyttede selskaper	10 752	-757	2 352	4 116	1 904	2 790	2 937	2 544	2 757	2 746	2 682	
Resultat før skattekostnad for videreført virksomhet	-106 868	15 227	-144 832	-81 866	-101 908	-44 640	11 929	63 830	118 842	179 335	238 710	
Skattekostnad for videreført virksomhet	35 888	10 957	80 524	22 922	28 534	12 499	-3 340	-17 872	-33 276	-50 214	-66 839	
<b>Årsresultat for videreført virksomhet</b>	<b>-70 980</b>	<b>26 184</b>	<b>-64 308</b>	<b>-58 943</b>	<b>-73 374</b>	<b>-32 141</b>	<b>8 589</b>	<b>45 957</b>	<b>85 566</b>	<b>129 121</b>	<b>171 871</b>	
Resultat før skattekostnad for ikke-videreført virksomhet	78 390	6 341	-7 861	12 812	13 068	13 329	13 596	13 868	14 145	14 428	14 717	
Skattekostnad for ikke-videreført virksomhet	-14 498	-2 080	2 201	-3 587	-3 659	-3 732	-3 807	-3 883	-3 961	-4 040	-4 121	
<b>Årsresultat for ikke-videreført virksomhet</b>	<b>63 892</b>	<b>4 261</b>	<b>-5 660</b>	<b>9 224</b>	<b>9 409</b>	<b>9 597</b>	<b>9 789</b>	<b>9 985</b>	<b>10 184</b>	<b>10 388</b>	<b>10 596</b>	
<b>Årsresultat</b>	<b>-7 088</b>	<b>30 445</b>	<b>-69 968</b>	<b>-49 719</b>	<b>-63 965</b>	<b>-22 544</b>	<b>18 378</b>	<b>55 942</b>	<b>95 751</b>	<b>139 509</b>	<b>182 467</b>	

## 8.7 Presentasjon av fremtidsbudsjettert balanseoppstilling

Fremtidsbudsjetteringen av balansen følger Koller (2010) sine anbefalinger hva gjelder valg av prognosedrivere og beregning. De enkelte drivere og balanseposter vil beskrives fortløpende. Med henblikk på disse anbefalingene, vil de fleste postene beregnes med driftsinntekter som prognosedriver. Alle poster som ikke benytter driftsinntekter som beregningsgrunnlag for vekst, vil i det følgende redegjøres for. Etter utledningen om de forskjellige postenes prognostisering, presenteres fremtidsbudsjettets oppstillinger av konsolidert omgruppert balanse, netto driftskapital, samt sysselsatt kapital og ROCE.

### ***Eiendelsposter***

Varige driftsmidler forventes en gradvis reduksjon i takt med utviklingen i analyseperioden, jamfør tidligere beskrevne forutsetning om at det ikke vil foretas større nyinvesteringer i prognoseperioden. Varige DM reduseres med årets avskrivninger, og økes med påkostninger knyttet til IT-investeringer med 50 millioner Kr per år.

For utsatt skattefordel forventes en balanseføring tilsvarende beregningen av skattekostnad beskrevet i punkt 9.5 og tabell 22.

Derivater antas en reduksjon som følge av den fremtidige nedbetalingen av gjeld. Imidlertid er det rimelig å forvente at selskapet vil fortsette å benytte seg av ulike sikringsinstrumenter knyttet til den store finansielle risiko vedrørende blant annet valuta, bunkers- og oljepris. Disse derivatene vurderes å være de kortsiktige derivatene som er oppført under omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Det forutsettes dermed at derivater prognostiseres i forhold til sin gjennomsnittlige historiske størrelse målt mot driftsinntektene. For de kortsiktige derivatene oppført under kortsiktig gjeld, er disse drastisk redusert utover i analyseperioden. Siste år bestående av kun 152 000 Kr. Det synes derfor rimelig å anta at selskapet ikke vil operere med slike kortsiktige derivater i prognoseperioden. Balanseposten forutsettes å reduseres med 50 % første år, og settes lik 0 i år 2013.

Da det ikke er balanseført derivater under anleggsmidlene i 2011, forutsettes denne lik 0 i prognoseperioden. For de langsiktige derivatene under langsiktig gjeld benyttes gjennomsnittlig historisk prognoseratio.

Varelager samt leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld beregnes med grunnlag i selskapets varekostnad. Gjennomsnittlig prosentvis varekostnad i forhold til driftsinntekter var i analyseperioden 15,48 %. Denne ratio forutsettes for utviklingen av varekostnadene, som i seg selv må forventes å økes i takt med økningen i driftsinntekter.

Kontanter, bankinnskudd og markedsbaserte plasseringer endres med fjorårets resultat.

For Eiendeler holdt for salg antas en gradvis reduksjon og avhendelse i prognoseperioden. Det forutsettes at den balanseførte tallstørrelsen i analyseperiodens siste år får en årlig reduksjon på 0,25 % til 2012 og i det videre til Eiendeler holdt for salg er lik 0.

### **Egenkapitalposter**

Opptjent egenkapital beregnes med følgende formel hentet fra Koller (2010):

$$\text{Opptjent Egenkapital}_{2012} = \text{Opptjent Egenkapital}_{2011} + \text{Netto Årsresultat}_{2012} - \text{Utbytte}_{2012}$$

Det forutsettes ingen utbyttebetalinger i prognoseperioden. Dette i henhold til de tidligere beskrevne uttalelsene fra selskapet om deres utbyttepolitikk [\[1\]](#).

Aksjekapital og Overkurs holdes fast i prognoseperioden.

Ikke kontrollerende eierinteresser settes lik gjennomsnittet av de tre foregående år, og gir i 2012 derfor en verdi lik analyseperiodens historiske gjennomsnitt.

Annen egenkapital ikke resultatført, forutsettes på tilsvarende måte som årlig å utgjøre gjennomsnittet av de tre foregående årene.

### **Gjeldsposter**

Utsatt skatt drives ikke av en spesiell motpost, og beregnes derfor som et gjennomsnitt av de tre foregående år.

Pensjonsforpliktelser settes i 2012 lik den historisk gjennomsnittlige prosentvise andel av personalkostnadene. Deretter forutsettes en årlig vekst lik selskapets egen interne vekstrate på 2 %.

Betalbar skatt beregnes som endring i budsjettert utsatt skatt pluss årets beregnede skattekostnad.

Jamfør behandlingen av Eiendeler holdt for salg, reduseres Gjeld knyttet til eiendeler holdt for salg med 25 % per år i prognoseperioden.

Da nedbetalingen av langsiktig gjeld er igangsatt, vil 1. års avdrag av denne inngå i kortsiktig gjeld. Det samme gjelder de årlige IT-investeringene i varige DM. Analyseperiodens siste år er på grunn av avdragsfrihet til selskapets låneportefølje i perioden 2009-2011, svært forskjellig fra de to første årene. Gjeldsposten estimeres derfor som summen av gjennomsnittlig annen kortsiktig gjeld i analyseperioden, de årlige IT-investeringer, samt 1. års avdrag på langsiktig gjeld. Det første året i analyseperioden balanseføres i samsvar med oppdatert informasjon vedrørende refinansieringen fra Kvartalsrapport 1, 2012 [\[38\]](#).

Hurigruten ASA starter i 2012 med nedbetaling på det langsiktige lånet med årlige avdrag på 260 millioner Kr. Ingen informasjon foreligger om ytterligere nedbetaling av gjeld i prognoseperioden. Det forutsettes dermed en årlig reduksjon av lånet med 260 millioner Kr frem til 2017, da det forutsettes at denne økes med et årlig avdrag på 50 millioner Kr på obligasjonslånet. Refinansieringen av selskapets låneportefølje impliserer en overtegning på 23 %. Låneporteføljen er justert i henhold til dette, og balanseført langsiktig lån og kortsiktig lån i 2012 settes lik det som opplyses i Kvartalsrapport 1, 2012 [\[38\]](#).

Koller (2010) anbefaler for avslutningen av balansen at en setter inn to nye poster i balanseoppstillingen. Disse, Overskuddslikviditet og Nytegnert gjeld, er å regne som residualposter, som har sin hensikt å oppnå balanse i oppstillingen. Gjennom å benytte de tradisjonelle prinsippene som ligger til grunn for regnskapsføring, vil en fremkomme med en residualstørrelse i en av postene, mens den andre settes lik 0. Disse postene vil ikke påvirke verdsettingen da postene er driftsrelaterte og dermed ikke inngår i beregningene av sysselsatt kapital og fri kontantstrøm. Dette er konsistent med at et selskaps kapitalstruktur kun påvirker verdsettingen gjennom sin rolle i WACC (Koller et al., 2010).



Sysselsatt kapital og ROCE for prognoseperioden:

**Tabell 28: Prognostisert Sysselsatt kapital og ROCE, Hurtigruten ASA**

	Historiske tall ----->			Prognoseperiode ----->							
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Netto driftskapital</b>	<b>4 769 616</b>	<b>4 781 912</b>	<b>4 480 323</b>	<b>4 778 836</b>	<b>4 557 494</b>	<b>4 329 793</b>	<b>4 106 937</b>	<b>3 990 869</b>	<b>3 686 125</b>	<b>3 388 203</b>	<b>3 203 458</b>
Finansielle anleggsmidler	31 251	30 801	15 632	21 669	16 878	18 651	19 274	19 066	18 267	18 997	18 869
+ Finansielle omløpsmidler	862 515	822 531	775 384	321 085	241 310	192 652	174 635	152 367	248 918	389 264	572 608
<b>= Finansielle eiendeler</b>	<b>893 766</b>	<b>853 332</b>	<b>791 016</b>	<b>342 754</b>	<b>258 188</b>	<b>211 303</b>	<b>193 909</b>	<b>171 432</b>	<b>267 185</b>	<b>408 261</b>	<b>591 476</b>
<b>= Sysselsatte eiendeler</b>	<b>5 663 382</b>	<b>5 635 244</b>	<b>5 271 339</b>	<b>5 121 590</b>	<b>4 815 683</b>	<b>4 541 096</b>	<b>4 300 845</b>	<b>4 162 302</b>	<b>3 953 310</b>	<b>3 796 464</b>	<b>3 794 935</b>
Egenkapital inkludert minoritetsinteresser	1 644 665	1 658 490	1 564 114	1 474 601	1 421 675	1 393 219	1 411 859	1 469 597	1 564 063	1 703 830	1 886 553
Langsiktig finansiell gjeld	3 851 930	3 846 547	2 590 070	3 261 866	3 001 903	2 744 989	2 489 450	2 232 213	1 925 847	1 619 648	1 313 240
Kortsiktig finansiell gjeld	166 786	130 205	1 117 155	385 123	392 105	402 889	399 537	460 493	463 400	472 986	595 141
<b>Finansiell gjeld</b>	<b>4 018 716</b>	<b>3 976 752</b>	<b>3 707 225</b>	<b>3 646 989</b>	<b>3 394 008</b>	<b>3 147 877</b>	<b>2 888 987</b>	<b>2 692 706</b>	<b>2 389 247</b>	<b>2 092 634</b>	<b>1 908 381</b>
<b>Sysselsatt kapital</b>	<b>6 010 048</b>	<b>5 981 911</b>	<b>4 578 005</b>	<b>5 121 590</b>	<b>4 815 683</b>	<b>4 541 096</b>	<b>4 300 846</b>	<b>4 162 302</b>	<b>3 953 310</b>	<b>3 796 463</b>	<b>3 794 934</b>
<b>Test TK (Sysselsatt kapital+Driftsrelatert gjeld)</b>	<b>6 010 048</b>	<b>5 981 911</b>	<b>4 578 005</b>	<b>5 783 815</b>	<b>5 497 685</b>	<b>5 245 734</b>	<b>5 031 824</b>	<b>4 920 225</b>	<b>4 739 420</b>	<b>4 612 064</b>	<b>4 641 389</b>
<b>Test sysselsatt kapital (TK-rentefri driftsrelatert gjeld)</b>	<b>6 010 048</b>	<b>5 981 911</b>	<b>4 578 005</b>	<b>5 121 590</b>	<b>4 815 683</b>	<b>4 541 096</b>	<b>4 300 845</b>	<b>4 162 302</b>	<b>3 953 310</b>	<b>3 796 464</b>	<b>3 794 935</b>
			<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
ROCE			0,73 %	0,66 %	0,87 %	1,52 %	2,22 %	2,91 %	3,69 %	4,48 %	5,10 %
ROCE med benyttelse av USF			0,73 %	0,92 %	1,21 %	2,10 %	3,08 %	4,81 %	3,69 %	4,48 %	5,10 %

For å gi et rettviseende bilde av netto investering i 2012, har man vært nødt til å justere for avdragsfriheten på selskapets banklån i analyseperioden. Dette gjennom at avdragene som inngår som kortsiktig gjeld i balansen for 2011, er periodisert over analyseperiodens år. Dermed er sysselsatt kapital økt med 346,667 Millioner Kr i 2009 og 2010, samt redusert med 693,334 millioner Kr i 2011.

Som en ser av tabellen viser prognosene en positiv utvikling i avkastningen på selskapets sysselsatte kapital. Det kommer som en følge av at NOPLAT prognostiseres til å øke utover i prognoseperioden. Når samtidig den årlig prognostiserte økningen i selskapets egenkapital er lavere enn reduksjonen i selskapets finansielle gjeld, får man en sysselsatt kapital som reduseres utover i perioden. Dette gir i sum en ROCE som er i klar vekst, og som nærmer seg selskapets WACC.

Den utarbeidede fullstendige balansen for prognoseperioden ligger vedlagt i oppgavens Appendiks som vedlegg 3.

## 8.8 Oppsummering av budsjetteringsprosessen

De utarbeidede tallstørrelsene fra budsjettprosessen vil ligge til grunn for den fundamentale verdsettelsen av Hurtigruten. Fremtidsbudsjetteringen er gjennomført etter beste skjønn basert på funn i regnskapsanalysen, den strategiske analysen og informasjon innhentet fra selskapet. De redegjorte forutsetningene som ligger til grunn for budsjetteringen er historisk forankret i virkeligheten, men fortsatt av skjønnsmessig art.

Samtidig er bransjen som selskapet operer i, sterkt innvirket av makroøkonomiske konjunkturer både i Norge og utlandet. Noen de viktigste innvirkende enkeltfaktorene, er også de som er mest vanskelige å prognostisere. Blant disse kan en nevne utviklingen i sysselsetting, BNP, valutakurser og oljepris.

Som en følge av dette vil det være en viss usikkerhet forbundet med estimatene. Imidlertid kan en del av de mest sentrale postene, blant annet kontraktsinntektene fra Staten, budsjetteres med mindre grad av usikkerhet.

## **9 Kontantstrømanalyse og verdiberegning**

Dette kapitlet søker å fremkomme med en verdivurdering av Hurtigrutens egenkapital. Som tidligere presentert er en fundamental verdsettelsesmetode valgt, og selve beregningen av basisanslaget fremkommer ved anvendelse av den såkalte totalkapitalmetoden.

Ideelt sett hadde man hatt mulighet til å benytte også andre metoder i verdsettingen. I Hurtigrutens tilfelle er ikke dette praktisk gjennomførbart. Superprofittmetoden, også kalt Residual Income og Economic value added (EVA) kan enkelt utelukkes som tilnærminger for verdivurderingen, ved å se på selskapets ROCE i forhold til WACC. Avkastningen til selskapets sysselsatte kapital er lavere enn avkastningskravet til totalkapitalen i alle prognoseperiodens år, og dermed oppstår ingen superprofitt.

Grunnet oppgavens valgte fokus på selskapets totalkapital og sysselsatt kapital, utelukkes også egenkapitalmetoden av rent praktiske årsaker. Samtidig vil totalkapitalmetoden og egenkapitalmetoden fremkomme med likt resultat. Dette fordi at de tidligere presenterte beregninger av avkastningskrav til egenkapitalen og totalkapitalen er foretatt under samme, konsistente forutsetninger. Av alternative verdibetraktninger gjenstår da kun verdivurdering ved hjelp av relative og balansebaserte metoder. Verdianslag med disse metodene vil nærmere behandles i neste kapittel.

Innledningsvis vil selskapets frie kontantstrøm estimeres. Disse beregningene er basert på resultatene i forrige kapittels fremtidsbudsjettering.



Totalkapitalmetoden tar utgangspunkt i den presenterte prognostiseringen av selskapets fremtidige kontantstrømmer. For å finne nåverdien av disse kontantstrømmene diskonteres disse med det relevante avkastningskravet til totalkapitalen, WACC. Oppgavens tidligere presenterte beregning av dette avkastningskravet vil benyttes.

I tillegg til denne nåverdien, må den diskonterte verdien av de forventede kontantstrømmene etter prognoseperiodens utløp tillegges. Denne beregningen baseres på en implisitt antakelse om fortsatt drift for selskapet, og utføres med den såkalte Gordons formel. Summen av de diskonterte nåverdiene av fri kontantstrøm fra prognoseperioden og fra terminalverdien kalles enterprise value (EV) eller totalkapital. Ved å redusere EV med netto finansiell gjeld, og tillegge verdien av eventuelle andre eiendeler, finner man verdien av egenkapitalen.

Dette kapitlet nyttegjør teori beskrevet i oppgavens teorikapittel. Sentrale kilder til denne teorien er Koller et al. (2010), Penman (2010), Boye og Meyer (2008), samt Kaldestad og Møller (2011).

## **9.1 Prognostisering av fri kontantstrøm**

Fri kontantstrøm (FCF) kan defineres som kontantstrømmen som er generert av selskapets kjernevirksomhet etter reduksjon for investeringer i ny kapital (Koller, 2010:40, 2010:214)

Prognostiseringen av selskapets frie kontantstrøm fremkommer med grunnlag i fremtidsbudsjetteringen og dets utledede estimer.

I det videre vil beregningene av FCF med benyttelse av utsatt skattefordel forutsettes.

Fri kontantstrøm og netto investering fremkommer i følge (Koller et al., 2010) som følger:

Fri kontant strøm = NOPLAT-Netto investering

Netto investering= Sysselsatt kapital<sub>T+1</sub> - Sysselsatt kapital<sub>T</sub>

Som tabellen under viser, er selskapets frie kontantstrøm positiv i alle prognoseperiodens år unntatt for 2012. Årsaken til dette årets negative kontantstrøm, ligger hovedsakelig i den store økningen i netto investering som skyldes refinansieringen av selskapet.

Under vises den tabellariske fremstillingen av selskapets prognostiserte frie kontantstrøm:

**Tabell 29: Fri kontantstrøm, Hurtigruten ASA**

Hurtigruten ASA	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
NOPLAT		33 846	42 099	68 803	95 511	121 059	145 829	169 958	193 576
NOPLAT med benyttelse USF		47 008	58 471	95 559	132 654	200 035	145 829	169 958	193 576
Sysselsatt kapital	4 578 005	5 121 590	4 815 683	4 541 096	4 300 846	4 162 302	3 953 310	3 796 463	3 794 934
Netto investering		543 585	-305 907	-274 587	-240 250	-138 543	-208 993	-156 846	-1 529
= FCF		-509 740	348 006	343 390	335 761	259 603	354 822	326 804	195 105
= FCF (med benyttelse USF)		-496 577	364 378	370 147	372 904	338 579	354 822	326 804	195 105

## 9.2 Enterprise value

Jamfør drøftelsen i kapitlets innledning vil kun totalkapitalmetoden kunne benyttes i verdsettingen. Alternative verdibetraktninger som ikke er kontantstrømbaserte, vil imidlertid presenteres i neste kapittel.

For å estimere selskapsverdi (EV), brukes typisk en continuing value (CV) tilnærming der en inndeler verdi etter perioden selskapets forventede kontantstrøm kommer fra (Koller et al., 2010):

Selskapsverdi (EV) = Nåverdi av kontantstrøm i prognoseperioden + Nåverdi av kontantstrøm etter prognoseperioden.

DCF-modellen utformes for to perioder, som beskrevet i teorikapitlet. Det første steget består i å regne nåverdien av kontantoverskuddene til totalkapitalen i prognoseperioden. Det andre trinnet er den såkalte continuing value eller terminalverdien. Ved å benytte Gordons formel for en evig vekstrate beregner en nåverdien av selskapets forventede kontantstrømmer etter prognoseperioden, forutsatt en fortsatt drift av selskapet. I henhold til Kaldestad og Møller (2011) og Koller (2010) gjøres dette ved å legge til grunn en evigvarende annuitet som følger:

Terminalverdi Totalkapital =

$$\frac{\text{Kontantoverskudd TK}_{\text{normalår}}}{(\text{WACC}-g)} = \frac{\text{Kontantstrøm}_{\text{første år etter prognoseperiode}}}{(\text{WACC}-g)}$$

Dermed kan Enterprise value beregnes ut fra følgende formel:

$$EV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Kontantstrøm}_i}{(1 + \text{WACC})^i} + \frac{\text{Terminalverdi}}{(1 + \text{WACC})^t}$$

Siden Hurtigruten ikke besitter relevante ikke-operasjonelle eiendeler, påvirkes enterprise value kun med reduksjonen for verdien av den rentebærende gjelden. Etter denne justeringen av EV, har man kommet frem til verdien av selskapets egenkapital.

Ved å dividere verdien av selskapets egenkapital på antall utstedte aksjer i selskapet, finner man pris per aksje (VPS).

De diskonterte verdiene av kontantstrømmene i prognoseperioden finnes enkelt ved hjelp av tradisjonell nåverdiberegning.

I det følgende vil beregningen av selskapets egenkapital beskrives med de innvirkende forutsetninger:

### **9.2.1 Terminalverdi**

Som grunnlag for beregningen av terminalverdien brukes fri kontantstrøm fra det siste året av prognoseperioden. Dette året viser et år nært opp mot normaldrift gjennom at netto arbeidskapital i forhold til nest siste år er normalisert. Det samme vises ved at netto investering mellom år 2018 og 2019, er stabilisert på et lavt nivå. Det sistnevnte vil si at reinvesteringer og vedlikehold belaster det valgte terminalårets kontantstrøm med en mer normalisert størrelse.

Dette understøttes samtidig av beregninger på P/B multippelen og dens utvikling i prognoseperioden. Pris/bok multippelen fremkommer som beskrevet i oppgavens teorikapittel ved å dividere Markedsverdi av EK på Bokført verdi av EK. I år 2019 ligger denne på 1,248, og synes å ha normalisert seg på et nivå like i overkant av 1. Med dette menes at markedet forventer at selskapet innehar evnen til å skape merverdier på selskapets eiendeler.

Selskapet kan i dette året også sies å være nærmere en slags ”steady state”. Dette vises gjennom at kontantstrømmen i dette året er nærmere en normalavkastning enn noen andre foreliggende estimater. Videre viser beregningen av avkastning på sysselsatt kapital en stigende utvikling med en ROCE i 2019 som ligger like opp under det beregnede

avkastningskravet til totalkapitalen, WACC. På bakgrunn av ovennevnte drøftelse og med henblikk på anbefalingene i Kaldestad og Møller (2011) og Koller et al. (2010), velges derfor fri kontantstrøm i år 2019 som grunnlag for beregningen av terminalverdi.

### **9.2.2 Terminalverdiens evige vekstfaktor**

For beregningen av terminalverdi må en bestemme den langsiktige veksten som Hurtigruten kan forventes å ha i fremtiden. Langsiktig økonomisk vekst er normalt sett tett knyttet til alminnelig vekst i makroøkonomiske størrelser.

Å forutsette en evig vekst som overstiger nominell vekst vil være utopisk. Den nominelle veksten består som kjent av realvekst og inflasjon. Hvis langsiktig vekst er større enn den nominelle veksten, vil en logisk følge være økt nyetablering og sterkere rivalisering innad i økonomiens bransjer. Denne effekten av et avvik mellom langsiktig vekst og nominell vekst, vil være med å bremse den langsiktige veksten i økonomien.

Oppgaven har i det tidligere lagt til grunn vekstrater konsistent med den strategiske analysen og inflasjonsutsiktene til Norges Bank. Selskapet selv opererer med en vekstrate på 2 %. Langsiktig nominell vekst er følgelig det høyeste nivået av vekst Hurtigruten kan forvente i et langsiktig perspektiv. Den gjennomsnittlige historiske BNP-veksten i Norge for perioden 1865-2009 har vært på 2,9 % [\[39\]](#). Som tidligere beskrevet styrer Norges Bank den norske økonomien med et inflasjonsmål på 2,5 %.

Legger en til grunn den historisk gjennomsnittlige realveksten og det langsiktige inflasjonsmålet, fremkommer en teoretisk korrekt langsiktig vekstrate på om lag 5,4 %. Imidlertid har en siden begynnelsen av 2000-tallet opplevd historisk lav inflasjon både i Norge og i mange av Hurtigrutens mest sentrale markeder. Fra den strategiske analysen vet vi at finanskrisen og den etterfølgende gjeldskrisen, også har ført til negativ realvekst i mange sentrale markeder. Situasjonen i verdensøkonomien i dag er svært usikker, og det er en nødvendighet at en tar hensyn til dette i beregningsgrunnlaget for terminalverdien.

Den store usikkerheten på det makroøkonomiske nivået, samt det mikroøkonomiske nivået blant annet med usikkerhet knyttet til å vinne videre anbud for statsavtalen, gjør at den teoretisk korrekte vekstraten ikke vurderes som hensiktsmessig i estimeringen. For det fremtidige velges derfor en konstant, evig vekstrate på 2,5 %. Dette i tråd med Norges Banks inflasjonsmål og langsiktige utsikter.

### 9.2.3 Netto Finansiell gjeld

For justering av selskapets rentebærende gjeld, tas utgangspunktet i regnskapsanalysens omgrupperte årsregnskap. Ved å ta total finansiell gjeld og redusere denne for de finansielle eiendelene fremkommer netto finansiell gjeld. I 2011 utgjorde finansiell gjeld i selskapet 3 707 225 000 Kr, mens de finansielle eiendelene utgjorde 791 016 000 Kr. Dermed er verdivurderingens relevante netto finansielle gjeld lik 2 916 209 000 Kr.

### 9.2.4 Andre eiendeler

Da regnskapsanalysen, den etterfølgende fremtidsbudsjetteringen og kontantstrømsanalysen har tatt med alle relevante forhold det foreligger kjennskap om, fordres ingen ytterligere korrigeringer av egenkapitalens verdi. Nærmere bestemt gjelder dette at studien har tatt med de relevante økonomiske virkninger vedrørende utsatt skattefordel, investeringer i tilknyttede selskaper samt virksomhet som av selskapet er definert som ikke-videreført og holdt for salg. Det vurderes dermed slik at det ikke eksisterer andre ikke-operasjonelle eiendeler av verdi for selskapet, som innvirker på egenkapitalens verdi.

## 9.3 Presentasjon, basisanslag for verdi av Hurtigruten ASAs egenkapital

Tabell 30: Verdiberegning basisanslag Hurtigruten ASA

Hurtigruten ASA		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Evig
NOPLAT			33 846	42 099	68 803	95 511	121 059	145 829	169 958	193 576	
NOPLAT med benyttelse USF			47 008	58 471	95 559	132 654	200 035	145 829	169 958	193 576	
Sysselsatt kapital	4 578 005	5 121 590	4 815 683	4 541 096	4 300 846	4 162 302	3 953 310	3 796 463	3 794 934		
Netto investering		543 585	-305 907	-274 587	-240 250	-138 543	-208 993	-156 846	-1 529		
= FCF		-509 740	348 006	343 390	335 761	259 603	354 822	326 804	195 105		
= FCF (med benyttelse USF)		-496 577	364 378	370 147	372 904	338 579	354 822	326 804	195 105		
Terminalverdi											6 135 384
WACC			5,68 %	5,68 %	5,68 %	5,68 %	5,68 %	5,68 %	5,68 %	5,68 %	5,68 %
Vekstrate - g											2,50 %
Netto nåverdi FCF			-469 888	326 262	313 614	298 969	256 859	254 714	221 992	125 408	3 943 659
Netto nåverdi av Terminalverdi CF	3 943 659										
Netto nåverdi av prognoseperiodens CF -NPV	1 327 931										
Enterprise value - EV	5 271 590										
±/- Verdi netto finansiell gjeld	2 916 209										
±/- Verdi av andre eiendeler	0										
±/-Verdi av skatteeiendel	0										
=Verdi EK	2 355 381										
Aksjepris	5,605										
Antall aksjer	420 259										

Beregningen av Hurtigruten sin egenkapitalverdi følger oppsummert av tabellen over. Som det vises av tabellen, foreligger et estimat på den teoretiske verdien av selskapets egenkapital på 2 355 381 000 Kr, og derav en estimert verdi per aksje på 5,605 Kr. Anslaget ligger over siste omsatte pris per aksje notert ved Oslo Børs ved dens stengning 14.05.12, på 4,14 Kr.

Punkttestimatet ligger også over børskursen for Hurtigrutens aksje på verdsetningsdatoen 30.12.11 på 3,03 Kr. For hele året 2011 var til sammenligning den høyeste omsetningsverdi for en aksje på 5,44 Kr [\[40\]](#).

I forhold til selskapsverdien (EV) er terminalverdiens andel på 74,8 %. I forhold til Totalkapitalen er andelen terminalverdi på 68 %. Dette ligger innenfor normalen en i praksis ofte opererer med på 70-80 % (Kaldestad & Møller, 2011). Netto nåverdi av prognoseperiodens kontantstrømmer utgjør 33,67 % av terminalverdien. Summert gir dette at terminalverdien forklarer en betydelig andel av anslaget på selskapets egenkapitalverdi og aksjepris. Dette må en anse som en naturlig følge av den korte prognoseperioden avgrenset av den gjeldende statsavtalens varighet.

Forutsetningene lagt til grunn for beregningene av basisanslaget, i særlig grad WACC og vekstrate, vil ved endringer få store utslag for terminalverdien og derav anslaget på selskapets egenkapitalverdi. Dette vil nøyere analyseres i neste kapitels sensitivitetsanalyse.

## **10 Analyse av usikkerhet**

Oppgavens basisanslag på verdien av selskapets egenkapital og verdi per aksje, er basert på den forventede utvikling i de forskjellige verdidrivere og regnskapsposter. Dette verdianslaget er dermed å regne som et såkalt punkttestimat. Det å spå fremtiden er en umulighet. Da det som grunnlag for basisanslaget nødvendigvis ligger forventningsverdier, skjønnsmessige vurderinger og utledede forutsetninger basert på historisk utvikling og informasjon som i dag er gyldig, vil det alltid foreligge en stor usikkerhet rundt et slikt estimat.

Dette kapitlet søker å finne alternative verdiestimer til forrige kapitels basisanslag på verdien av Hurtigrutens egenkapital. Usikkerheten i verdiestimatet vil undersøkes ved å se hvordan selskapets egenkapitalverdi og pris per aksje kan fremkomme ved andre scenario hva gjelder selskapets utvikling og forutsetninger vedrørende sentrale innvirkende faktorer. I en scenarioanalyse endres flere faktorer samtidig. I tillegg til denne scenarioanalysen vil det gjennomføres en sensitivitetsanalyse av effekten endringer i den enkelte sentrale innvirkende faktor har for aksjeprisen.

## 10.1 Alternative scenario

En scenarioanalyse innebærer per definisjon en endring i flere faktorer samtidig. For denne oppgavens formål, vil denne analysen undersøke hvordan endringer i NOPLAT fra det prognostiserte nivået affekterer det estimerte anslaget på verdi per aksje.

Selv om dette er bare en faktor, kan en vurdere det som en scenarioanalyse da en endring i NOPLAT nødvendigvis innebærer endring i en eller flere av de underliggende faktorene som utgjør NOPLAT. En endret NOPLAT kan dermed både simulere endrede driftsinntekter gjennom endringer i pris og endrede vekstrater for salgsvolum, samt endringer i driftskostnadene forårsaket av flere underliggende faktorer.

Fra det tidligere i oppgaven er utvikling i belegg og pris vurdert som de mest kritiske lønnsomhetsdriverne i selskapet. I henhold til Kaldestad og Møller (2011), bør imidlertid ikke begge disse velges som usikkerhetskilder for simuleringen da de følgelig korrelerer sterkt med hverandre. Da fremtidsbudsjetteringen i all hovedsak samtidig benytter driftsinntekter som prognosedriver for driftskostnadene, umuliggjør dette en scenarioanalyse med både driftsinntekter og driftskostnader som innvirkende faktorer for endring. Ved å benytte NOPLAT direkte, unngår en dette problemet.

De betingede utfall av de pågående rettssakene er kanskje de største kildene til usikkerhet og risiko for Hurtigruten. Imidlertid er negative utfall i disse for komplekst til å kunne simulere, da dette vil fordre store fundamentale endringer av selskapet i sin helhet. Alle finansielle covenants vil eksempelvis da brytes, og store deler av grunnlaget for videre drift av selskapet vil forsvinne. Hele tallgrunnlaget i denne studien er tuftet på videre drift av selskapet. En simulering av negative utfall i rettssakene, vil dermed fordre benyttelse av et helt annet grunnlag justert for at dette kan skje.

Andre store kilder til usikkerhet og risiko i selskapet er olje og drivstoffpriser, samt valutakurser. På grunn av selskapets mange og innfløkte sikringsinstrumenter som innvirker på effekten av endringer i disse faktorene, umuliggjøres en simulering med disse faktorene.

Scenarioanalysen simulerer hvordan lønnsomheten i Hurtigrutens driftsrelaterte virksomhet påvirker selskapets markedsverdi ved en nedside og en oppside utvikling. Ved såkalt reverse engineering er NOPLAT prosentvis endret fra basisanslagets størrelser i prognoseperioden. Scenarioanalysens resultater fremkommer av tabellen som følger:

**Tabell 31: Scenarioanalyse Hurtigruten ASA**

Scenario	NOPLAT	Aksjepris	Egenkapitalverdi
	+ 1 %	5,716	2 402 200
	+ 2 %	5,828	2 449 269
	+ 3 %	5,94	2 496 338
	+ 4 %	6,051	2 542 987
<b>Bull</b>	+ 5 %	6,163	2 590 056
	+ 10 %	6,721	2 824 561
	+ 15 %	7,28	3 059 486
<b>Basis</b>	<b>Budsjettert</b>	<b>5,605</b>	<b>2 355 381</b>
	- 1 %	5,493	2 308 483
	- 2 %	5,381	2 261 414
	- 3 %	5,27	2 214 765
	- 4 %	5,158	2 167 696
<b>Bear</b>	- 5 %	5,046	2 120 627
	- 10 %	4,488	1 886 122
	- 15 %	3,929	1 651 198

Som en tydelig kan se av tabellen, får endringer i variabelen NOPLAT store følger for egenkapitalens verdi og verdi per aksje. En endring på +/- 1 % i NOPLAT fører med seg en endring av egenkapitalens verdi og verdi per aksje med tilnærmet 2 %. Et avvik på 10 % fra basisanslagets NOPLAT, medfører dermed en endring i verdi per aksje på hele 20 %.

Et optimistisk alternativt scenario, Bull, med en 5 % høyere NOPLAT i prognoseperioden, gir dermed en aksjepris på 6,163 Kr.

Et pessimistisk alternativt scenario, Bear, med 5 % lavere NOPLAT i prognoseperioden, gir dermed en aksjepris på 5,046 Kr.

## 10.2 Sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalysen undersøker effekten av endring i en innvirkende faktor for verdien per aksje. Scenarioanalysen undersøkte hvordan endring i NOPLAT, gjennom endring i underliggende operasjonelle mikroøkonomiske betingelser som driftsinntekter eller eksterne forutsetninger som oljepris, kan påvirke verdien av Hurtigrutens aksje.



Denne sensitivitetsanalysen søker å undersøke følsomheten i den teoretiske aksjeverdien ved endringer i teoretiske forutsetninger. De utvalgte innvirkende faktorer er i denne sammenheng avkastningskravet til totalkapitalen, WACC, og den evige vekstraten lagt til grunn for beregningen av terminalverdien. Det er rimelig å anta at disse faktorene er de som har størst effekt på aksjens verdi ved endring. Sensitivitetsanalysens følger som av matrisen under:

**Tabell 32: Aksjeprissensitivitet for endringer i WACC og vekstrate.**

		Årlig vekstrate etter prognoseperiode										
		0,50 %	1,00 %	1,50 %	2,00 %	2,50 %	3,00 %	3,50 %	4,00 %	4,50 %	5,00 %	5,50 %
WACC	4,18 %	5,584	7,014	8,977	11,840	16,407	24,846	45,693	182,361	NA	NA	NA
	4,68 %	4,102	5,149	6,525	8,414	11,170	15,565	23,687	43,751	175,283	NA	NA
	5,18 %	2,931	3,724	4,731	6,055	7,874	10,526	14,758	22,575	41,889	168,501	NA
	5,68 %	1,981	2,597	3,360	4,330	5,605	7,355	9,909	13,983	21,509	40,104	162,003
	6,18 %	1,194	1,683	2,275	3,010	3,944	5,172	6,857	9,317	13,240	20,487	38,393
	6,68 %	0,531	0,925	1,396	1,966	2,674	3,573	4,756	6,379	8,748	12,526	19,506
	7,18 %	NA	0,286	0,666	1,119	1,669	2,350	3,217	4,356	5,920	8,202	11,841
	7,68 %	NA	NA	0,051	0,417	0,853	1,383	2,040	2,874	3,972	5,479	7,677
	8,18 %	NA	NA	NA	NA	0,177	0,598	1,108	1,741	2,545	3,603	5,055
	8,68 %	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0,351	0,843	1,453	2,228	3,248
	9,18 %	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0,114	0,589	1,176	1,924
	9,68 %	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0,343	0,910
	10,18 %	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0,107

Som en kan se av matrisen, gir både endringer i WACC og vekstfaktoren som ventet svært store utslag i verdianslaget. Dette viser hvor sensitiv verddivurderingen er for små endringer i disse faktorene. Da prognoseperioden på 8 år må regnes som relativt kort, er det ikke overraskende at terminalverdien forklarer en stor andel av den estimerte verdien i basisanslaget. Andelen av enterprise value som forklares av terminalverdien i dette estimatet, er imidlertid ikke større enn 74,8 %, og derfor innenfor normalen på 70-80 %. På grunn av terminalverdiens store andel av EV, er det dermed heller ikke overraskende at endringer av vekstraten i terminalverdiberegningen vil gi store utslag på verdianslaget.

### 10.3 Oppsummering analyse av usikkerhet

De ulike scenarier i første del av kapitlet, viser at selv små prosentvise endringer i NOPLAT gir relativt store forskjeller i verdianslaget. Et avvik fra det prognostiserte nivået på NOPLAT kan raskt forekomme, og en slik scenarioanalyse vil dermed kunne gi en pekepinn på denne endringens påvirkning av aksjens teoretiske verdi.

Samtidig viser sensitivitetsanalysen at endringer i avkastningskravet til totalkapitalen og terminalverdiens vekstrate, får svært stor effekt for Hurtigruteaksjens verdianslag. Dette er ikke overraskende, og velfundert fra det verdsettingsteorien forfekter. Basisanslaget må imidlertid anses som beste estimat basert på den informasjon som foreligger i dag.

I kapittel 12, Alternative verdianslag, vil basisanslaget rimelighetstestes mot alternative verdibetraktninger med grunnlag i andre teoretiske metoder, Bull- og Bear-estimatene fra scenarioanalysen og markedets verdivurdering av aksjens verdi gjennom kursen på Oslo Børs. Samlet vil disse anslagene utgjøre verdiintervallet som aksjens verdi teoretisk anses å ligge innenfor.

## **11 Alternative verdibetraktninger**

Dette kapitlet søker å finne alternative verdiestimer til oppgavens basisanslag på verdien av Hurtigrutens egenkapital. Samtidig vil det beregnes verdianslag ved hjelp av andre gjennomførbare verdsettingsmetoder, som tidligere er beskrevet i oppgavens teorikapittel. Avslutningsvis vil basisanslaget på verdien av Hurtigrutens aksje sammenstilles og rimelighetsvurderes mot disse alternative verdibetraktningene, Bull- og Bear-estimatene fra scenarioanalysen og markedets verdivurdering av aksjens verdi.

### **11.1 Balansebaserte**

Som tidligere beskrevet i oppgavens teorikapittel, vil det være svært vanskelig å gjennomføre en korrekt beregning av markedsverdien til et selskaps eiendeler når det ikke eksisterer et effektivt fungerende annenhåndsmarked. Oppgavens strategiske analyse belyste den lave omsetteligheten til selskapets skip på bakgrunn av deres størrelse, instrumentering og fasiliteter, sammenlignet med andre cruiseskip.

Hurtigrutens skip avskrives over 12-30 år, og disse varige driftsmidlenes utnyttbare levetid og restverdi inngår i en vurdering av det enkelte skip som kontantgenererende enheter. Denne årlig forekommende testen på slutten av hver regnskapsperiode, beregner hvert skips gjenvinnbare beløp, som igjen vurderes opp mot den balanseførte verdien. Er den balanseførte verdien høyere enn det gjenvinnbare beløp, skrives driftsmidlets verdi ned til det gjenvinnbare beløpet (Årsrapport, 2011). Til tross for denne omtalte testen, vurderes det slik at verdien av selskapets eiendeler er balanseført til en høyere verdi enn den virkelige med henblikk på en eventuell avhendelse.

Mangelen på et velfungerende annenhåndsmarked, gjør at verdivurdering med utgangspunkt i de balanseførte verdier på selskapets eiendeler gjennom metodene substansverdi og likvidasjonsverdi, vanskelig kan gjennomføres korrekt. Selskapets varige driftsmidler vurderes på bakgrunn av det ovennevnte, som ikke realiserbare til de balanseførte verdiene.

### ***Matematisk verdi***

Med grunnlag i balanseført verdi på selskapets egenkapital den 31.12.2011, er selskapet matematiske verdi 1 564 114 Kr. Dette tilsvarer en verdi per aksje på 3,772 Kr. Selskapet avlegger sitt årsregnskap i henhold til IFRS, og følger dermed vurderingsregler som reflekterer virkelig verdi. Ved sammenligning med den noterte aksjens gjeldende kurs på Oslo Børs på verdsettelsesdatoen 30.12.11, på 3,03 Kr, ser en at den matematiske verdien til en viss grad reflekterer markedets vurdering av selskapets virkelige verdi.

## **11.2 Komparativ verdsettelse**

En komparativ verdsettelse tar utgangspunkt i hvordan et selskap prises i forhold til en verdidriver. Dette beregnede forholdstallet kalles en multippel. Som tidligere utledet i oppgavens teorikapittel, brukes slike beregninger som et mål på selskapers verdiskapning, som en rimelighetsvurdering av verdiene i kontantstrømanalysen, eller for å fremkomme med et verdianslag på et selskap på en rask og enkel måte.

Gjennom uttrekk av data fra Bloomberg [\[41\]](#) og oppgavens tidligere beregninger som gjelder Hurtigruten, vil det foretas en komparativ sammenligning med cruiseselskapene Carnival Corporation (CCL) og Royal Caribbean Cruis Lines Ltd (RCCL).

Svært få av de store utenlandske cruiserederiene er børsnoterte. På grunn av at det ikke foreligger data for andre sammenlignbare selskaper som er børsnoterte, vil sammenligningen innen cruisebransjen kun skje mot de to ovennevnte.

På grunn av dette er en nødvendig utvidelse av utvalget gjennomført. Selskaper av tilsvarende størrelse fra reiselivsbransjen og shippingbransjen som enkeltvis ikke er direkte sammenlignbare, er trukket inn i utvalget. Som utledet i kapittel 4, Metode, er ikke dette nødvendigvis en svakhet ved analysen. En utvidelse av utvalget til å inneholde flere bransjer enn cruisebransjen, kan bidra til å normalisere medianen som fremkommer, og dermed bidra til å reflektere Hurtigrutens mangefasetterte virksomhet.

Utvalget består av totalt 8 selskaper, inkludert Hurtigruten. Selskapene som inngår i tillegg til de ovennevnte cruiseselskapene er: DFDS A/S, Tallink Group AS, Wilh. Wilhelmsen Holding ASA, Stolt-Nielsen Ltd. og Odfjell SE SHS.

Bloomberg-uttrekket inneholder de reelle regnskapstall og utledede multipler for perioden 2009 til 2011. I tillegg innbefatter uttrekket finansanalytikerens konsensus estimer på regnskapstall og multipler for de sammenlignbare selskapene for år 2012 og 2013.

I følge finansdirektør i Hurtigruten, Asta Lassesen [\[P 2\]](#), følges ikke selskapet lenger aktivt av finansanalytikere grunnet lav omsettelighet på aksjen. Dette gjør at det ikke foreligger noen konsensus estimer for selskapets videre økonomiske utvikling i form av forward multippelestimer.

Oppgavens omgrupperte oppstillinger av årsregnskapet i fremtidsbudsjetteringen legges videre til grunn for modellen.

### ***Multiplikatormodell***

Basert på multiplene fra selskapene i utvalget, vil det beregnes en median for den enkelte multiplene. Deretter utvikles en direkte multiplikatormodell for en relativ verdsettelse av Hurtigruten.

Multiplene som vil sammenlignes er EV/Salg, EV/EBITDA, EV/EBIT og P/E. De tre førstnevnte sammenligner enterprise value med de sentrale måleparametre salg, driftsresultat før avskrivninger og nedskrivninger, samt ordinært driftsresultat. Sistnevnte multiplene, P/E, sammenligner selskapets aksjepris med selskapets årsresultat per aksje, og innebærer derfor en vurdering av egenkapitalens verdi i forhold til årets økonomiske prestasjoner. En får dermed et mål på hvor mye en betaler for inntjeningen, og jo høyere P/E ratio, jo dyrere er denne inntjeningen.

Multiplikatormodellen vil komme frem til anslag på enterprise value (EV) ved å beregne en median på det enkelte forholdstall for de utvalgte sammenlignbare selskapene, som deretter multipliseres med det aktuelle måltall i nevneren for Hurtigruten. EV behandles deretter som i basisanslaget, og justeres for verdien av selskapets netto finansielle gjeld for å fremkomme med verdien av selskapets egenkapital.

Presentasjon av gyldige resultater fra multiplikatormodellen fremkommer som følger:

**Tabell 33: Komparativ verdsettelse, EV/Salg**

Company	EV/Sales				
	2009	2010	2011	2012	2013
HURTIGRUTEN GROUP ASA	1,4x	1,4x	1,1x	NA	NA
ROYAL CARIBBEAN CRUISES LTD	2,3x	2,8x	1,8x	1,7x	1,7x
CARNIVAL CORP	2,6x	2,9x	2,2x	2,2x	2,0x
TALLINK GROUP AS	1,7x	1,8x	1,5x	NA	NA
DFDS A/S	1,0x	1,0x	0,7x	0,7x	0,6x
WILH WILHELMESEN HOLDING-A	1,9x	1,9x	0,7x	0,7x	0,6x
STOLT-NIELSEN LTD	1,3x	1,2x	1,3x	1,3x	1,2x
ODFJELL SE-A SHS	1,9x	2,1x	1,5x	1,5x	1,4x
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>1,8x</b>	<b>1,9x</b>	<b>1,4x</b>	<b>1,3x</b>	<b>1,3x</b>
<b>Median</b>	<b>1,8x</b>	<b>1,8x</b>	<b>1,5x</b>	<b>1,4x</b>	<b>1,3x</b>
<b>Prognose Hurtigruten ASA</b>	3 395 557	3 787 859	3 926 720	3 635 449	3 744 018
<b>Utleddet Enterprise Value</b>	6 101 157	6 955 670	5 740 034	4 970 634	4 838 699
- netto finansiell gjeld	3 124 950	3 123 420	2 916 209	3 304 235	3 135 820
<b>Estimert verdi EK</b>	2 976 207	3 832 250	2 823 825	1 666 399	1 702 879
<b>Estimert verdi per aksje</b>	7,079	9,115	6,716	3,963	4,050

**Tabell 34: Komparativ verdsettelse, EV/EBITDA**

Company	EV/EBITDA				
	2009	2010	2011	2012	2013
HURTIGRUTEN GROUP ASA	10,2x	9,1x	8,5x	NA	NA
ROYAL CARIBBEAN CRUISES LTD	12,8x	13,1x	8,3x	7,8x	7,3x
CARNIVAL CORP	10,0x	11,0x	9,4x	8,7x	8,0x
TALLINK GROUP AS	10,3x	9,9x	8,9x	NA	NA
DFDS A/S	8,7x	7,9x	5,3x	5,1x	4,7x
WILH WILHELMESEN HOLDING-A	18,7x	14,2x	4,3x	4,1x	3,6x
STOLT-NIELSEN LTD	8,6x	4,8x	8,3x	7,1x	6,0x
ODFJELL SE-A SHS	12,0x	23,4x	11,4x	8,9x	7,3x
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>11,4x</b>	<b>11,7x</b>	<b>8,0x</b>	<b>7,0x</b>	<b>6,1x</b>
<b>Median</b>	<b>10,2x</b>	<b>10,5x</b>	<b>8,3x</b>	<b>7,5x</b>	<b>6,6x</b>
<b>Prognose Hurtigruten ASA</b>	473 124	584 794	496 681	391 876	403 339
<b>Utleddet Enterprise Value</b>	4 829 162	6 129 607	4 132 758	2 922 036	2 673 586
- netto finansiell gjeld	3 124 950	3 123 420	2 916 209	3 304 235	3 135 820
<b>Estimert verdi EK</b>	1 704 212	3 006 187	1 216 549	-382 200	-462 233
<b>Estimert verdi per aksje</b>	4,053	7,150	2,893	NA	NA

Av de forskjellige multiplene fremkommer kun EV/EBITDA og EV/Salg med gyldige anslag i 2011. Dette på grunn av negative historiske og prognostiserte årsresultater, samt historiske og prognostiserte negative eller lave EBIT.

Som en kan lese ut av de ovennevnte tabeller viser EV/Salg multiplene en beregnet verdi per aksje på 6,716 Kr, mens EV/EBITDA multiplene fremkommer med en verdi per aksje på 2,893 Kr.

Ulempen med EV/Salg, og sannsynligvis mye av grunnen til at denne multiplene angir et så høyt anslag på verdien av Hurtigrutens aksje, er metodens manglende informasjonsbruk.

Metoden er en svært grov sammenligning som implisitt forutsetter at selskapene i modellen har samme margin. Da en ikke kan forvente at Hurtigruten opererer med lik fortjeneste som utvalgets mange shippingselskaper, må derfor multippelen tillegges mindre vekt og heller ses på som en sekundær multiplere til EV/EBITDA (Kaldestad & Møller, 2011).

EV/EBITDA multiplers store fordeler er at den er utbredt brukt i praksis og at metoden muliggjør sammenligning av den underliggende driften i selskaper. Ved at utgangspunktet ligger i EBITDA ekskluderes forskjeller som oppstår grunnet ulikheter i avskrivningsprofil, goodwill, samt tilfeldige finansinntekter (Kaldestad & Møller, 2011). Imidlertid ignorerer metoden viktige elementer som forskjeller i risiko og fremtidig investeringsbehov. På grunn av det ovennevnte må metoden ses i sammenheng med studiens sekundære multiplere EV/Salg.

EV/EBITDA tillegges størst viktighet av disse multiplene, da denne er mest utbredt i praksis for relativ verdivurdering. Likevel må en se de to multiplene i sammenheng. Dette gir at enterprise value vurderes til å ligge i intervallet 1 216 549 millioner Kr – 2 823 825 millioner Kr, og verdi per aksje i et intervall mellom 6,716 Kr og 2,893 Kr.

Resultatene fra den komparative verdsettelsen må dermed ses på som et relativt grovt anslag på verdiintervallet. Den relative analysen farges av selskapets underliggende økonomiske tilstand og mangel på positive resultater i perioden.

Samtidig spiller den noe manglende direkte sammenlignbarheten med utvalgets selskaper inn. Da utvalget har måtte utvides til også å inkludere andre bransjer, kan analysens forklaringskraft minske ved at kun de ovennevnte multipler fremkommer med gyldige verdianslag. Dette på grunn av at det er rimelig å anta forskjeller i bransjenes fortjenestemarginer, risiko og investeringsbehov.

Medianen for de respektive multiplene er rimelighetstestet og funnet i henhold ved sammenligning med Damodarans database inneholdende reelle gjennomsnitt per bransje [\[42\]](#). Denne tilnærmingen for kontroll av multiplikatormodellens median er svært utbredt i praksis, og er derfor implementert i denne studien.

### 11.3 Tabellarisk presentasjon av de ulike verdianslag

Alle punkttestimat på verdien av Hurtigrutens selskapsverdi, verdi av egenkapital og verdi per aksje per 31.12.11, fremkommer av tabellen under. Som en kan lese, ligger intervallet for verdi på Hurtigrutens aksje mellom 2,893 Kr og 6,716 Kr. Studiens basisanslag ved anvendelse av totalkapitalmetoden og diskontert kontantstrøm, ligger i øvre del av dette intervallet med et verdiestimat per aksje på 5,605 Kr. Alle metoder unntatt det relative multiplert EV/EBITDA, ligger over markedets verdivurdering av aksjen gjennom kursen ved Oslo Børs på 3,030 Kr.

Samlet sett forteller dette intervallet av verdiestimer på selskapets teoretiske markedsverdi, at selskapet per 31.12.11 var underpriset. Hurtigrutens aksje har siden verdsettingsdatoen hatt en positiv utvikling, og hadde ved avlesning 14.05.12 på Oslo Børs en kurs på 4,14 Kr. Denne kursutviklingen kan med forbehold leses som en understøttelse av studiens funn.

**Tabell 35: Verdianslag, Hurtigruten ASA 31.12.11**

Metode	Selskapsverdi	Verdi egenkapital	Verdianslag per aksje
<i>Fundamentale</i>			
<i>Kontantstrømbaserte</i>			
Bull-Scenario DCF	5 506 265	2 590 056	<b>6,163</b>
Basisanslag DCF	5 271 590	2 355 381	<b>5,605</b>
Bear-Scenario DCF	5 036 836	2 120 627	<b>5,046</b>
<i>Balansebaserte</i>			
Matematisk verdi		1 564 114	<b>3,772</b>
<i>Relative</i>			
EV/Salg	5 740 034	2 823 825	<b>6,716</b>
EV/EBITDA	4 132 758	1 216 549	<b>2,893</b>
<i>Markedspris</i>			
Verdi Oslo Børs		1 273 385	<b>3,030</b>

## 12 Konklusjon og handlestrategi

Denne studiens formål har vært å vurdere Hurtigruten ASAs teoretiske markedsverdi. Oppgaven har undersøkt selskapets historiske og nåværende underliggende økonomiske og strategiske forhold. Ut fra dette har jeg fremkommet med begrunnede vurderinger av selskapets økonomiske tilstand, dets verdidrivere, strategiske posisjon og retning, samt selskapets fremtidige potensial for vekst og lønnsom drift.

Oppgavens navn, ”**Strategisk regnskapsanalyse og fundamental verdivurdering av Hurtigruten ASA**”, reflekter i stor grad studiens innhold og forskningsspørsmålet som studien forsøker å besvare.

Med de store og fundamentale endringene i Hurtigruten siden fusjonen, krever en verdivurdering av selskapet særlig utførlige analyser av selskapet og dets omgivelser. Disse endringsprosessene, deriblant refinansiering av hele selskapets låneportefølje og en stor restrukturering av organisasjonen og dens virksomhet, gjør at analyseperiodens regnskaper inneholder mye støy.

Samtidig innebærer studien en verdivurdering av et selskap som har opplevd et særlig ekstremt siste år preget av ulykker, enkelthendelser, ekstremvær og store kostnadsavsetninger til betingede utfall av pågående rettssakene.

Analyseperioden gjenspeiler dermed ikke direkte Hurtigruten i dagens form og virke, noe som gjør omgrupperingen av regnskapene spesielt viktig.

Denne nødvendigheten for inngående analyse av selskapet, har farget oppgavens valg av metode. Studien anvender Penmans (2010) metodikk for strategisk regnskapsanalyse og fundamental verdivurdering. Gjennom metodens ulike analyser og beregninger håper jeg å ha avdekket et øyeblikksbilde av selskapets økonomiske tilstand, samt de viktigste forutsetningene for selskapets fremtidige utvikling.

Innenfor det teoretiske rammeverket for studien, har overordnede makro- og mikroøkonomiske forhold og begrunnede antakelser om fremtidig utvikling, blitt satt i sammenheng med selskapets underliggende økonomiske og strategiske forhold.



### ***Praktiske og teoretiske utfordringer i gjennomføringen av verdsettelsen***

Studien er hovedsakelig basert på kvantitative, reliable sekundærdata. Imidlertid gir den kvalitativt funderte strategiske analysen med sine skjønsmessige vurderinger og forutsetninger, en videre effekt på verddivurderingen gjennom dens anvendelse som beslutningsgrunnlag for fremtidsbudsjetteringen.

Hurtigruten er på grunn av sin størrelse, Statsavtalen, og selskapets sammensatte virksomhet, ikke direkte sammenlignbart med noen andre selskaper. Dette gjør at den komparative analysen i regnskapsanalysen og i den relative verdsettelsen, kan utvise et noe feilaktig bilde av selskapets økonomiske stilling og verdiskapning. Den manglende direkte sammenlignbarheten er imidlertid tatt høyde for i tolkningen av resultatene fra de respektive analysene. Samtidig er sammensetningen av analysenes utvalg forsøkt justert og normalisert for dette.

Å spå fremtidig utvikling innebærer følgelig stor usikkerhet. Således inneholder denne verddivurderingen også stor usikkerhet i forhold til verdiestimatenes validitet. Teoretiske forutsetninger vedrørende sentrale faktorer som markedets risikopremie, risikofri rente og beta er følgelig basert på historiske tallstørrelser, og gir dermed implisitte antakelser om fremtiden. Andre sentrale faktorer som estimatene av NOPLAT i prognoseperioden, samt WACC og vekstrate i beregningen av terminalverdi, har gjennom studiens analyse av usikkerhet vist seg som svært innvirkende på verdiestimatene. Forutsetningene for disse faktorene innebærer derfor betydelig usikkerhet, og kan svekke basisestimatets validitet.

Studiens basisanslag er basert på totalkapitalmetoden og diskontert kontantstrøm. Som scenario- og sensitivitetsanalysen har vist, får selv små endringer i underliggende parametre store utslag for verdiestimatet. Prognoseperiodens beregninger av nåverdi og fri kontantstrøm er i henhold til Penman (2010), basert på beste skjønn og en forankring i virkeligheten gjennom fremtidsbudsjettets grunnlag. Usikkerheten i prognoseperiodenes estimer er følgelig adskillig mindre enn estimatet av terminalverdien, som ligger lenger frem i tid.

På grunn av den korte prognoseperioden avgrenset av den nye statsavtalens varighet, ligger en stor andel av verdianslaget forklaring i terminalverdien. Imidlertid ligger denne andelens størrelse innenfor normalen (Kaldestad & Møller, 2011).

Den største usikkerheten implisitt i verdiestimatet gjelder hvilke frie kontantstrømmer Hurtigruten kan generere i fremtiden, etter prognoseperiodens utløp. Blant de sentrale

forholdene som innebærer stor usikkerhet for terminalverdien, er om selskapet får tilslaget på nye statsavtaler etter den nåværende, utfallet av de pågående rettssakene og verdensøkonomiens utvikling i kjølvannet av finanskrisen og gjeldskrisen. Samtidig vil bransjens lønnsomhet og rivalisering innad, sammen med forbrukernes forbruksmønstre, også innvirke på grunnlaget for lønnsom drift av selskapet etter dagens modell. Disse forholdene bestemmer også indirekte Hurtigruten fremtidige investeringsbehov, som i seg selv vil farge selskapets økonomiske situasjon og verdiskapning.

### ***Strategisk posisjon og retning***

Studiens strategiske analyse kartla de underliggende makro- og mikroøkonomiske forholdene til Hurtigruten og dets omgivelser.

Vurderingen av selskapets eksterne konkurranseomgivelser, viste en cruisebransje i en generell positiv utvikling, men med en sterk konkurranse innad i det norske markedet. Hurtigruten er en liten aktør i dette markedet, med sin markedsandel på om lag 15 %.

Denne analysen bidro samtidig til forståelse for andre store kilder til risiko som eksisterer i og rundt selskapet. Spesielt gjelder dette muligheten for en varig lavkonjunktur i Hurtigrutens viktige utenlandske markeder, samt lavere konkurranseevne grunnet sterk kronekurs og store relative forskjeller vedrørende driftskostnader. Disse kritiske risikofaktorene vil kunne ha en sterk innvirkning på selskapets primære lønnsomhetsdrivere salgsvolum og pris.

Den interne delen av analysen belyste selskapets mange sterke ressurser, kapabiliteter, og gode utnyttelse av disse. Selv om flere av disse ikke kan betegnes som vedvarende konkurransefortrinn, virker de i dagens situasjon som store styrker for selskapet. I særlig grad kan Statsavtalen og merkevaren "Hurtigruten Norskekysten", som utvilsomt kan betegnes som to vedvarende konkurransefortrinn, bidra til at selskapet øker sin verdiskapning og lønnsomhet, og gjennom det over tid ha mulighet for å skape rentabilitet som overstiger avkastningskravet, såkalt superprofitt.

Hurtigruten vurderes til å inneha en relativt sterkt strategisk posisjon. Styrkene og mulighetene som ligger i selskapet og dets virke, vurderes som flere og sterkere enn svakhetene og truslene.

Virksomheten har de senere år gjennomgått en fundamental restrukturering og fornyelse, og i et helhetsperspektiv opplevd god vekst og forbedret lønnsomhet siden 2009. Med grunnlag i selskapets mange sterke ressurser, samt den positive pris- og beleggsutviklingen, spesielt i

den tradisjonelt problematiske lavsesongen, vurderes selskapet til å inneha en god strategisk retning som over tid kan gi mulighet for å oppnå superprofitt.

Klarer en å fortsette den gode utviklingen, hjulpet av kontinuitet i strategiske planer og innfrielse av selskapets hovedprioriteringer; sikker drift, økte inntekter ved volum og pris, ytterligere kostnadsreduksjon og reduksjon av gjeld, kan en fastholde på selskapets formålstjenelige strategiske posisjon også i fremtiden.

### **Konklusjon**

Svaret på studiens forskningsspørsmål; ”Hva er verdien av **Hurtigruten ASA**”, er ikke ett enkelt punkttestimat på verdien av selskapets aksje. Innenfor det teoretiske rammeverk for verdivurdering, har flere metoder blitt anvendt, noe som følgelig har resultert i ulike verdianslag. Dette er en nødvendighet grunnet den usikre naturen til verdivurdering, og det faktum at framtidig utvikling aldri kan estimeres med 100 % sikkerhet.

Dette øker validiteten i studiens resultater ved at man ikke fester seg til et enkelt, og til en viss grad usikkert verdiestimat, men til et intervall av punkttestimater som verdien av Hurtigruten med større grad av sikkerhet kan vurderes til å ligge innenfor.

Med utgangspunkt i en grundig analyse av strategiske forhold innad og i omgivelsene til selskapet, samt en utførlig regnskapsanalyse, ble selskapets fremtidige utvikling projisert i den såkalte fremtidsbudsjetteringen.

Avledet av dette utgangspunktet fremkom basisanslaget ved anvendelse av totalkapitalmodellen og diskontert kontantstrøm. Dette ga et verdiestimat på **5,60 Kr** per aksje. Dette estimatet tillegges følgelig størst vekt. Imidlertid må estimatet ses i sammenheng med resultatene fra de andre teoretiske metodene, scenario- og sensitivitetsanalysen, samt markedets verdivurdering av selskapet.

Analysen av usikkerhet i oppgavens Kapittel 10, ga to andre verdiestimater ved bruk av samme modell, men med andre innvirkende kontantstrømmer gjennom endringer i NOPLAT. Det positive Bull-Scenarioet ga en aksjepris på **6,16 Kr**, mens det mer negative Bear-Scenarioet ga et estimat av aksjens verdi på **5,05 Kr**.

Ved å se på den bokførte verdien av selskapets egenkapital per 31.12.11, fremkom den balansebaserte matematiske verdien av selskapet på **3,77 Kr** per aksje.

Videre ga den komparative analysens verdivurdering en anslått aksjeverdi på **6,72 Kr** med multiplert EV/Salg, og **2,89 Kr** med multiplert EV/EBITDA. Som beskrevet i oppgavens Kapittel 11, kan ikke disse relative verdibetraktningene ses på som enkeltstående verdianslag grunnet mangelen på informasjon som ligger til grunn for deres beregning.

Markedsverdien på Oslo Børs var til sammenligning på 3,03 Kr på verdsettingsdatoen 31.12.11.

**Dette gir totalt et intervall på verdien av Hurtigruten ASAs aksje som ligger mellom 2,89 Kr og 6,72 Kr.** Alle disse teoretiske verdianslagene, med unntak av multiplert EV/EBITDA, gir en høyere verdi enn markedets børsverdi. På bakgrunn av denne studien vurderes det derfor slik at Hurtigruten er underpriset av markedet, og at en kjøpsanbefaling er på sin plass.

### ***Handlestrategi***

Ved sammenstilling av studiens resultater med Hurtigruteaksjens kurs på verdsettingstidspunktet, har jeg utformet en handlestrategi med en tilhørende anbefaling på aksjen i et investorperspektiv. Som det femte og siste steget i Penmans fundamentale verdivurderingsprosess, ferdigstiller dette studien.

Den estimerte fremtidige økonomiske utviklingen viser større stabilitet i selskapet, økt lønnsomhet og en avkastning på sysselsatt kapital (ROCE) som nærmer seg selskapets avkastningskrav. Hvis denne estimerte utviklingen blir en realitet, har Hurtigruten en god plattform for videre lønnsom drift.

Selv om teorien er fulgt etter beste skjønn, og det er forsøkt å utvise forsiktighet og ikke overoptimisme i studien, finnes det imidlertid fortsatt stor usikkerhet. Dette ligger i naturen til verdivurdering av foretak, og det å forsøke å spå fremtiden.

Regnskapsanalysen og i særlig grad dens nøkkeltallsanalyse, vitner om at selskapet fortsatt befinner seg i en presset økonomisk stilling. Dette kan ikke forbigås uten å tas stilling til.

De nærmeste års prestasjoner vil i stor grad avhenge av utviklingen i selskapets primære lønnsomhetsdrivere salgsvolum og pris.

Den nye og sterkt forbedrede Statsavtalen vil med sikkerhet gi selskapet langt høyere kontraktsinntekter. Med denne på plass, har selskapet en betydelig større operasjonell og finansiell fleksibilitet. Klarer selskapet samtidig å fortsette den gode utviklingen, samt

nedbetale gjeld etter planen, er det rimelig å anta at mye ser lyst ut for selskapets videre lønnsomhetspotensial.

Studien har avdekket en betydelig usikkerhet i verdianslaget. Imidlertid konkluderer studien på bakgrunn av ovennevnte presentasjon av resultater og tilhørende drøftelse, med en **relativt sterk kjøpsanbefaling for en risikovillig investor.**

Verdivurderingens basisanslag har en verdi per aksje på **5,60 Kr.** Dette og alle de andre verdianslagene i verdiintervallet, med unntak av estimatet beregnet med multiplikatoren EV/EBITDA, ligger over aksjens relevant kurs på Oslo Børs.

Dette gjenspeiler undertegnedes tro på en fremtidig kursutvikling i tråd med vurderingen av Hurtigrutens strategiske posisjon og retning, samt studiens estimering av den fremtidige økonomiske utviklingen i selskapet.

De store investorselskapene som ble nevnt i studiens innledning, blant disse Trygve Hegnars selskap Periscopus AS, har kjøpt aksjer i Hurtigruten til tross for selskapets langvarige pressede økonomiske stilling og kraftig fallende aksjekurs.

Denne studien kan med sin handlestrategi og kjøpsanbefaling, understøtte disse investorselskapenes valg og derav at de kan ha hatt en mer korrekt og teoretisk forankret forventning til Hurtigrutens verdi, selskapets fremtidige utvikling og potensial for verdiskapning, enn markedet gjennom Oslo Børs.

## Kildehenvisning

- Anthony, R. N., & Govindarajan, V. (2007). *Management control systems*. Boston: McGraw-Hill/Irwin.
- Barney, J. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management, 1*, 99-120.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2008). *Investments*. Boston, Mass.: McGraw-Hill.
- Boye, K., & Meyer, C. B. (2008). *Fusjoner og oppkjøp*. [Oslo]: Cappelen akademisk.
- Copeland, T. E., & Antikarov, V. (2001). *Real options : a practitioner's guide*. New York: TEXERE.
- Dahl, G. A., & Boye, K. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis*. Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Damodaran, A. (2001). *Corporate finance : theory and practice*. New York: Wiley.
- Gjesdahl, F. (2007). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi og finans, 02*.
- Gjesdal, F., & Johnsen, T. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Hill, C. W. L., & Jones, G. R. (2004). *Strategic management : an integrated approach*. Boston: Houghton Mifflin.
- Hill, R. C., Lim, G. C., & Griffiths, W. E. (2012). *Principles of econometrics*. Hoboken, N.J.: Wiley.
- Hoff, K. G. (2005). *Bedriftens økonomi*. Oslo: Universitetsforl.
- Johannessen, A., Kristoffersen, L., & Tufte, P. A. (2004). *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag*. Oslo: Abstrakt forl.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2011). *Verdivurdering : teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Oslo: Den Norske Revisorforening, Revisorforeningen.no.
- Koller, T., Copeland, T. E., Wessels, D., Goedhart, M., Murrin, J., McKinsey, & Company. (2010). *Valuation : measuring and managing the value of companies*. Hoboken, N.J.: Wiley.
- Kotler, P. (2005). *Principles of marketing*. Harlow: FT Prentice Hall.
- Kristoffersen, T. (2005). *Årsregnskapet : en grunnleggende innføring*. Bergen: Fagbokforl.
- Mun, J. (2006). Real options and monte carlo simulation versus traditional dcf valuation in layman's terms.
- Penman, S. H. (2004). *Financial statement analysis and security valuation*. Boston, Mass.: McGraw-Hill/Irwin.
- Penman, S. H. (2010). *Financial statement analysis and security valuation*. Boston, Mass.: McGraw-Hill.
- Porter, M. E. (1980). *Competitive strategy : techniques for analyzing industries and competitors*. New York: Free Press.
- Roos, G., Krogh, G. v., Roos, J., & Fernström, L. (2005). *Strategi : en innføring*. Bergen: Fagbokforl.
- Thoresen, O. (2006). *Verdsettelse av aksjer : en fullstendig introduksjon til kunsten å verdsette aksjeselskaper*. Oslo: Hegnar media.

## Web-kilder:

- [1] Hurtigruten ASA (2012): "Årsrapport 2011". Web-side:  
<http://www.hurtigruten.no/Utils/Om-Hurtigruten/IR/Finansielle-rapporter/>  
Hentet: 29.03.2012
- [2] Hurtigruten ASA (2011): "Årsrapport 2010". Web-side:  
<http://www.hurtigruten.no/Utils/Om-Hurtigruten/IR/Finansielle-rapporter/>  
Hentet: 20.01.2012
- [3] Hurtigruten ASA(2012), "Delårsrapport for fjerde kvartal 2011 og foreløpig årsregnskap for 2011". Web-side:  
<http://www.hurtigruten.no/Utils/Om-Hurtigruten/IR/Finansielle-rapporter/>  
Hentet: 17.02.2012
- [4] Hurtigruten ASA: Selskapspresentasjoner 2009, 2010 og 2011. Web-side:  
<http://www.hurtigruten.no/Utils/Om-Hurtigruten/IR/Finansielle-rapporter/>  
Hentet: 20.01.2012
- [5] Barney, J. (1991), "Firm Resources and Sustained Competitive Advantage", Journal of Management (1991) nr. 1: 99-120. Web-side:  
<http://www3.uma.pt/filipejmsousa/ge/Barney,%201991.pdf>  
Hentet: 01.04.2012.
- [6] Lundesgaard, Jon.( 2012), "Penman: Bruken av Finansregnskapet og IFRS-Kritikk", Magma Nr.2 2012. Web-side:  
[http://brage.bibsys.no/hhe/bitstream/URN:NBN:no-bibsys\\_brage\\_29203/1/Lundesgaard.pdf](http://brage.bibsys.no/hhe/bitstream/URN:NBN:no-bibsys_brage_29203/1/Lundesgaard.pdf)  
Hentet: 03.04.2012
- [7] Gjesdahl, Frøystein (2007), "Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse", Praktisk økonomi og finans 02/2007. Web-side:  
[http://www.idunn.no/ts/pof/2007/02/regnskapsanalyse\\_omgruppering\\_av\\_regnskapet\\_for\\_eierkontroll\\_og\\_verdsettels](http://www.idunn.no/ts/pof/2007/02/regnskapsanalyse_omgruppering_av_regnskapet_for_eierkontroll_og_verdsettels)  
Hentet: 06.04.2012
- [8] Oslo Børs (2012), "Kursutvikling, HRG". Web-side:  
[http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt\\_ticker=HRG&newt\\_menuCtx=1.1.16,](http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt_ticker=HRG&newt_menuCtx=1.1.16)  
Hentet: 14.05.12

- [9] Oslo Børs (2012), ”Avansert graf og historikk, HRG”. Web-side:  
[http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockGraph?newt\\_ticker=HRG&newt\\_menuCtx=1.1.20](http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockGraph?newt_ticker=HRG&newt_menuCtx=1.1.20)  
Hentet: 14.02.2012
- [10] Oslo Børs (2012), ”Avansert graf og historikk, HRG”. Web-side:  
[http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockGraph?newt\\_ticker=HRG&newt\\_menuCtx=1.1.20](http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockGraph?newt_ticker=HRG&newt_menuCtx=1.1.20)  
Hentet: 14.02.2012
- [11] Eivind Farstad, Arne Rideng, Iratxe Landa Mata (2011), Transportøkonomisk Institutt, ”Gjesteundersøkelsen 2010”. Web-side:  
<https://www.toi.no/getfile.php/Publikasjoner/.../1135-2011-Sam.pdf>  
Hentet: 16.02.2012
- [12] NHO Reiseliv og Cruise Norway (2010), ”Gjesteundersøkelse for cruiseturisme”. Web-side:  
<http://www.cruise-norway.no/viewfile.aspx?id=3123>  
Hentet: 16.02.2012
- [13] The European Cruise Council (2009), “Contribution of Cruise Tourism to the Economies of Europe 2009 Country Report Norway”. Web-side:  
<http://www.cruise-norway.no/viewfile.aspx?id=3068>  
Hentet: 17.02.2012
- [14] NHO Reiseliv (2010), ”Rapport om cruise og landbasert reiseliv”. Web-side:  
<http://www.nhoreiseliv.no/getfile.php/Bilder/Publikasjoner/Cruisevirksomheten%20i%20Norge.pdf>  
Hentet: 17.02.2012
- [15] The European Cruise Council (2010), ”Statistics and Source Markets 2010”. Web-side:  
<http://www.irnresearch.com/files/2213/0224/9943/ECC%20Stats%20and%20marts%202010%20Final.pdf>  
Hentet: 17.02.2012
- [16] The European Cruise Council (2011), “Contribution of Cruise Tourism to the Economies of Europe 2011 Edition”. Web-side:  
<http://www.cruise-norway.no/viewfile.aspx?id=3186>,  
Hentet: 17.02.2012



- [17] Nærings- og Handelsdepartementet (2004), ”NOU 2004: 07 Statens forretningsmessige eierskap”. Web-side:  
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/nhd/dok/nou-er/2004/nou-2004-07/20/7/5.html?id=385848>  
Hentet: 20.02.2012
- [18] Norske Finansanalytikeres Forening og PricewaterhouseCoopers (2011), ”Risikopremien i det norske markedet 2011 og 2012”. Web-side:  
<http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risikopremien-2011-2012.jhtml>  
Hentet: 24.02.2012
- [19] Oslo Børs (2012), ”Oslo Børs Benchmark Index”. Web-side:  
[http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockIndexOverview?newt\\_ticker=OSEBX](http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockIndexOverview?newt_ticker=OSEBX)  
Hentet: 02.05.12
- [20] Ida Katrine Skaar og Trond-Morten Lindberg, BDO Noraudit, Oslo (2011). Ledernytt, ”Verdivurdering”. Web-side:  
<http://www.ledernytt.no/verdivurdering.4515936-112550.html>.  
Hentet: 22.02.12
- [21] Norsk Sjømannsforbund (2012), ”Hva er nettolønnsordning for sjøfolk - og hvorfor?”. Web-side:  
<http://www.sjomannsforbundet.no/kunder/NSF/cmsno.nsf/doc/F565E7A838CB32F4C12576E1003972A9>  
Hentet: 29.03.12
- [22] Buffet, Warren (2010:15), ”The Essays Of Warren Buffett - Lessons For Corporate America”. Web-side:  
<http://www.monitorinvestimentos.com.br/download/The%20Essays%20Of%20Warren%20Buffett%20-%20Lessons%20For%20Corporate%20America.pdf>  
Hentet: 16.05.2012
- [23] Samferdselsdepartementet (2009), ”Stortingsmelding nr.16 (2008-2009), Nasjonal Transportplan for 2010-2019”. Web-side:  
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/sd/dok/regpubl/stmeld/2008-2009/stmeld-nr-16-2008-2009-6/5.html?id=548889>,  
Hentet: 29.03.12
- [24] DNB (2012), ”Økonomiske Utsikter, januar 2012”. Web-side:  
<https://www.dnb.no/bedrift/markets/nyheter/120118-okonomiske-utsikter.html>  
Hentet: 05.04.2012

- [25] Norsk Polarinstitut (2008), "Faktaark 022/N - Norsk cruiseturisme i Antarktis". Web-side:  
<http://www.npolar.no/no/tjenester/publikasjoner/faktaark/norsk-cruiseturisme-antarktis.html>  
Hentet: 29.03.12
- [26] GRESS-gruppen (2012), "Presentasjon". Web-side:  
<http://www.gress.no/gress-gruppen.aspx>  
Hentet: 28.03.12
- [27] Lovdata (2012), "Lov om årsregnskap m.v. (regnskapsloven)". Web-side:  
<http://www.lovdata.no/all/tl-19980717-056-004.html#4-3>  
Hentet: 12.04.12
- [28] Hurtigruten ASA (2010): "Årsrapport 2009". Web-side:  
<http://www.hurtigruten.no/Utils/Om-Hurtigruten/IR/Finansielle-rapporter/>  
Hentet:20.01.2012
- [29] Bergens Tidene (2012), Avisartikkel. Web-side:  
[http://www.bt.no/nyheter/okonomi/Hurtigrutesjefen-havet-inn-i-krisear-2678731.html#.T41Y\\_rPUP8R,](http://www.bt.no/nyheter/okonomi/Hurtigrutesjefen-havet-inn-i-krisear-2678731.html#.T41Y_rPUP8R)  
Hentet: 17.04.12
- [30] Norges Bank (2012), "Statsobligasjoner. Årsgjennomsnitt". Web-side:  
<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>  
Hentet: 02.05.12
- [31] Forbrukerrådet – Finansportalen (2012), "Bankinnskudd". Web-side:  
<http://www.finansportalen.no/Bank/Bankinnskudd>  
Hentet: 03.05.12
- [32] Statistisk sentralbyrå (2012), "Rentestatistikk for banker og andre finansforetak, 4. kvartal 2011". Web-side:  
<http://www.ssb.no/orbofrent/>  
Hentet: 03.05.12

- [33] Proff-Forvalt (2012), "Datauttrekk, nøkkeltallsanalyse".  
Web-side: <http://www.proff.no/>  
Hentet: 03.05.12
- [34] Statistisk Sentralbyrå (2012), "NACE koding". Web-side:  
[http://www.ssb.no/emner/10/01/nos\\_sn/nos\\_d383/nos\\_d383.pdf](http://www.ssb.no/emner/10/01/nos_sn/nos_d383/nos_d383.pdf)  
Hentet: 02.05.12
- [35] Statistisk Sentralbyrå (2012), "NACE koding". Web-side:  
[http://www4.ssb.no/stabas/ItemsFrames.asp?ID=8118001&Language=nb,](http://www4.ssb.no/stabas/ItemsFrames.asp?ID=8118001&Language=nb)  
Hentet: 02.05.12
- [36] Damodaran, Aswath (2012), "Betaberegninger per bransje". Web-side:  
[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)  
Hentet: 18.05.2012
- [37] Netfonds (2012), "Kursstatistikk, HRG". Web-side:  
<http://norma.netfonds.no/about.php?paper=HRG.OSE>  
Hentet: 07.05.12
- [38] Hurtigruten ASA (2012), "Delårsrapport for 1. Kvartal 2012". Web-side:  
<http://www.hurtigruten.no/Utils/Om-Hurtigruten/IR/Finansielle-rapporter/>  
Hentet: 18.05.2012
- [39] Statistisk sentralbyrå (2010), "Historisk statistikk, 09. Nasjonalregnskap og utenrikshandel". Web-side: <http://www.ssb.no/histstat/>  
Hentet: 04.05.12
- [40] Oslo Børs (2012), "Kursutvikling, HRG". Web-side:  
[http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt\\_ticker=HRG&newt\\_menuCtx=1.1.16](http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt_ticker=HRG&newt_menuCtx=1.1.16)  
Hentet: 14.05.12
- [41] Bloomberg (2012), "Datauttrekk, Regnskaps- og multippeldata". Web-side:  
<http://www.bloomberg.com/>  
Hentet: 22.05.2012
- [42] Damodaran, Aswath (2012), "Multippel gjennomsnitt per bransje". Web-side:  
[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/vebitda.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/vebitda.html)  
Hentet: 18.05.2012

### **Personer:**

- [P 1] Anders Olstad, CFO/Finansdirektør Hurtigruten ASA 2009-2012.
- [P 2] Asta Lassesen, CFO/Finansdirektør Hurtigruten ASA, 2012-.
- [P 3] Terje Vassdal, Professor Handelshøgskolen i Tromsø, Universitet i Tromsø

### **Støttelitteratur:**

Følgende litteraturhenvisninger er brukt til støtte for oppgaven, men har ingen direkte referanser i studien.

- [1] Hurtigruten ASA (2008): "Årsrapport 2007". Web-side:  
<http://www.hurtigruten.no/Utils/Om-Hurtigruten/IR/Finansielle-rapporter/>  
Hentet: 15.01.2012
- [2] Hurtigruten ASA (2009): "Årsrapport 2008". Web-side:  
<http://www.hurtigruten.no/Utils/Om-Hurtigruten/IR/Finansielle-rapporter/>  
Hentet: 15.01.2012

## Appendiks

### Vedlegg 1: Seilingsplan, Hurtigruten Norskekysten



(Årsrapport, Hurtigruten ASA 2011)

## Vedlegg 2: Flåteoversikt, Hurtigruten ASA

### HURTIGRUTENS FARTØYER:



MS Fram



MS Midnatsol



MS Trollfjord



MS Finnmarken



MS Nordnorge



MS Nordkapp



MS Polarlys



MS Nordlys



MS Richard With



MS Kong Harald



MS Vesterålen



MS Lofoten



MS Nordstjernen



### HURTIGRUTESKIPENE:

Navn på fartøy	Byggeår/ ombygd	Brutto tonnasje	Passasjer- kapasitet	Personbil- kapasitet
MS Fram	2007	12 700	500	25
MS Midnatsol	2003	16 151	1 000	45
MS Trollfjord	2002	16 140	822	45
MS Finnmarken	2002	15 000	1 000	45
MS Nordnorge	1997	11 386	691	45
MS Nordkapp	1996	11 386	691	45
MS Polarlys	1996	11 341	737	35
MS Nordlys	1994	11 204	691	45
MS Richard With	1993	11 205	691	45
MS Kong Harald	1993	11 204	691	45
MS Vesterålen	1983/1988/1995	6 261	560	35
MS Lofoten	1964/1985/2004	2 621	400	-
MS Nordstjernen	1956	2 191	400	-

(Årsrapport, Hurtigruten ASA 2011)



## Vedlegg 4: Fullstendig datauttrekk, Proff-Forvalt 50.101

Juridisk selskapsnavn	NACE-beskrivelse	Salgsinntekt, 2010	Salgsinntekt, 2009	Salgsinntekt, 2008	Driftsinnt., 2010	Driftsinnt., 2009	Driftsinnt., 2008	Driftsres., 2010	Driftsres., 2009	Driftsres., 2008	Ord. res. f. skatt, 2010	Ord. res. f. skatt, 2009	Ord. res. f. skatt, 2008
COLOR GROUP AS	Utennks sjefart med passasjerer	4 508 912 000	4 599 127 000	4 425 195 000	4 508 912 000	4 599 709 000	4 568 354 000	547 207 000	627 122 000	615 829 000	465 928 000	883 295 000	- 136 326 000
COLOR LINE TRANSPORT AS	Utennks sjefart med passasjerer	2 420 271 000	2 556 218 000	2 306 707 000	2 420 271 000	2 556 218 000	2 306 707 000	236 631 000	386 836 000	293 687 000	213 780 000	366 728 000	278 148 000
COLOR LINE CRUISES AS	Utennks sjefart med passasjerer	2 041 060 000	1 974 996 000	2 198 953 000	2 041 060 000	1 974 996 000	2 198 953 000	121 225 000	126 648 000	- 24 380 000	3 552 000	13 392 000	- 292 014 000
COLOR LINE AS	Utennks sjefart med passasjerer	696 096 000	617 085 000	548 016 000	696 096 000	617 085 000	548 016 000	38 796 000	- 18 216 000	- 54 826 000	241 386 000	395 240 000	- 65 482 000
FJORD LINE AS	Utennks sjefart med passasjerer	301 658 000	221 922 000	314 903 000	302 810 000	222 407 000	316 734 000	2 607 000	- 3 549 000	- 5 472 000	2 849 000	- 14 516 000	- 22 841 000
COLOR LINE MARINE AS	Utennks sjefart med passasjerer	24 826 000	23 479 000	25 655 000	24 826 000	23 479 000	25 655 000	331 000	568 000	- 139 000	155 000	243 000	476 000
MEDITERRANEAN CHEMICAL II KS	Utennks sjefart med passasjerer	24 296 000	27 088 000	25 433 000	24 296 000	27 088 000	25 433 000	12 252 000	14 964 000	13 496 000	2 883 000	2 480 000	4 850 000

Juridisk selskapsnavn	NACE-beskrivelse	Årsresultat, 2010	Årsresultat, 2009	Årsresultat, 2008	Sum eiend., 2010	Sum eiend., 2009	Sum eiend., 2008	Sum egenkap., 2010	Sum egenkap., 2009	Sum egenkap., 2008	Sum gjeld, 2010	Sum gjeld, 2009	Sum gjeld, 2008
COLOR GROUP AS	Utennks sjefart med passasjerer	337 204 000	641 778 000	- 184 196 000	9 649 292 000	8 806 374 000	9 178 286 000	2 398 495 000	2 234 054 000	1 732 561 000	7 250 797 000	6 572 320 000	7 445 725 000
COLOR LINE TRANSPORT AS	Utennks sjefart med passasjerer	153 870 000	263 992 000	200 178 000	1 527 667 000	1 780 436 000	1 496 845 000	825 582 000	797 497 000	755 038 000	702 085 000	982 939 000	741 807 000
COLOR LINE CRUISES AS	Utennks sjefart med passasjerer	2 452 000	9 522 000	- 210 445 000	4 738 481 000	4 957 142 000	5 151 920 000	1 539 818 000	1 317 002 000	866 651 000	3 198 663 000	3 640 140 000	4 285 269 000
COLOR LINE AS	Utennks sjefart med passasjerer	173 091 000	284 149 000	- 47 711 000	6 854 096 000	7 391 213 000	7 218 129 000	3 206 325 000	2 980 234 000	2 503 497 000	3 647 771 000	4 410 979 000	4 714 632 000
FJORD LINE AS	Utennks sjefart med passasjerer	4 775 000	- 10 328 000	- 74 352 000	701 301 000	464 455 000	479 829 000	505 011 000	209 166 000	195 903 000	196 290 000	255 289 000	283 927 000
COLOR LINE MARINE AS	Utennks sjefart med passasjerer	102 000	167 000	324 000	12 647 000	9 743 000	10 969 000	7 163 000	4 664 000	4 497 000	5 484 000	5 080 000	6 472 000
MEDITERRANEAN CHEMICAL II KS	Utennks sjefart med passasjerer	2 883 000	2 480 000	4 850 000	201 817 000	208 302 000	215 001 000	38 927 000	36 044 000	33 564 000	162 890 000	172 258 000	181 438 000

Juridisk selskapsnavn	NACE-beskrivelse	Lønnsomhet, 2010	Lønnsomhet, 2009	Lønnsomhet, 2008	Likviditet, 2010	Likviditet, 2009	Likviditet, 2008	Soliditet, 2010	Soliditet, 2009	Soliditet, 2008	Gjeldsgrad 2008	Gjeldsgrad 2009	Gjeldsgrad 2010
COLOR GROUP AS	Utennks sjefart med passasjerer	8,8	12,3	7,7	1,78	0,87	0,76	24,9	25,4	18,9	4,297525455	3	3,023061128
COLOR LINE TRANSPORT AS	Utennks sjefart med passasjerer	15,6	24,9	24,6	2,51	1,35	3,28	54,0	44,8	50,4	0,982476379	1	0,850412194
COLOR LINE CRUISES AS	Utennks sjefart med passasjerer	2,9	2,7	- 0,4	0,54	2,32	1,53	32,5	26,6	16,8	4,944630538	3	2,077299395
COLOR LINE AS	Utennks sjefart med passasjerer	6,2	7,3	4,9	1,69	1,06	0,26	46,8	40,3	34,7	1,883218554	1	1,137679742
FJORD LINE AS	Utennks sjefart med passasjerer	2,5	- 0,2	- 0,7	4,82	0,47	0,54	72,0	45,0	40,8	1,449324411	1	0,388684603
COLOR LINE MARINE AS	Utennks sjefart med passasjerer	3,0	5,5	4,8	2,21	1,64	1,42	56,6	47,9	41,0	1,439181677	1	0,765601005
MEDITERRANEAN CHEMICAL II KS	Utennks sjefart med passasjerer	6,0	7,1	6,9	25,78	17,40	9,69	19,3	17,3	15,6	5,405732332	5	4,184499191
<b>Bransjegenomsnitt</b>		<b>6,4</b>	<b>8,5</b>	<b>6,8</b>	<b>5,6</b>	<b>3,6</b>	<b>2,5</b>	<b>43,7</b>	<b>35,3</b>	<b>31,2</b>	<b>2,9</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>
<b>Lønnsomhet (TK Rentabilitet)</b>		<b>7,3</b>											
<b>Likviditet (Likviditetsgrad 1)</b>		<b>3,9</b>											
<b>Soliditet (Ekandel)</b>		<b>36,7</b>											
<b>Gjeldsgrad</b>		<b>2,3</b>											



## Vedlegg 5: Utsnitt datauttrekk, Proff-Forvalt 50.102

Juridisk selskapsnavn	Lønnsomhet, 2010	Lønnsomhet, 2009	Lønnsomhet, 2008	Likviditet, 2010	Likviditet, 2009	Likviditet, 2008	Soliditet, 2010	Soliditet, 2009	Soliditet, 2008	Gjeldsgrad 2008	Gjeldsgrad 2009	Gjeldsgrad 2010
HURTIGRUTEN ASA	4,76	4,47	-3,77	2,10	1,95	0,23	26,11	26,70	16,78	4,96	2,74	2,83
NORLED AS	3,64	5,45	5,52	0,79	0,17	0,20	30,97	11,90	9,81	9,19	7,40	2,23
FJORD1 FYLKESBAATANE AS	9,37	8,57	9,00	0,81	0,68	0,99	25,22	28,47	27,62	2,62	2,51	2,96
TORGHATTEN NORD AS	12,85	12,03		1,17	1,58		17,78	11,88		#DIV/0!	7,42	4,62
FJORD1 MRF AS	4,30	4,06	8,04	0,34	2,74	2,15	13,72	15,24	16,80	4,95	5,56	6,29
FOSENNAMOS SJØ AS	5,61	8,23	4,78	1,10	1,53	1,21	23,15	37,54	32,26	2,10	1,66	3,32
BASTØ FOSEN AS	4,78	12,47	6,34	0,78	1,18	0,80	30,01	36,27	34,67	1,88	1,76	2,33
TORGHATTEN TRAFIKKSSELSKAP AS	15,33	14,29	16,91	1,46	1,82	3,06	21,07	11,59	23,51	3,25	7,63	3,75
PARTREDERIET KYSTEKSPRESSEN ANS	5,14	15,49	-1,14	0,94	1,02	0,48	23,40	25,26	17,98	4,56	2,96	3,27
RØDNE TRAFIKK AS	8,27	10,16	9,21	1,87	1,77	2,10	26,06	25,24	24,27	3,12	2,96	2,84
BJØRKLIDS FERJEREDERI AS	4,09	2,72	13,16	2,13	2,71	2,23	25,71	21,67	18,74	4,34	3,61	2,89
KRAGERØ FJORDBÅTSELSKAP AS	3,93	3,86	6,35	1,08	1,32	1,20	17,40	18,00	16,13	5,20	4,56	4,75
FERJESKAPET DRØBAK-HURUM- SVELVIK AS	2,48	-0,05	5,16	1,80	1,68	1,64	53,11	50,33	49,66	1,01	0,99	0,88
RUTEBÅTEN UTSIRA AS	6,84	6,24	8,08	1,62	1,47	1,54	6,04	4,33	3,46	27,94	22,08	15,55
FLORØ SKYSSBÅT AS	15,05	12,39	8,00	2,26	5,13	2,29	30,53	29,63	22,22	3,50	2,38	2,28
RØVÆRFJORD AS	5,49	1,94	10,75	1,29	1,06	2,29	15,37	12,14	13,38	6,47	7,24	5,51
BERGEN-NORHORDALAND RUTELAG AS	1,37	0,45	18,39	0,57	0,61	0,68	32,37	34,53	35,50	1,82	1,90	2,09
OSLO-FERGENE AS	3,67	8,65	32,05	1,51	1,53	0,55	25,51	22,34	26,83	2,73	3,48	2,92
FOSEN-LINIEN AS	9,10	20,19	4,78	0,24	0,35	0,32	21,09	19,01	7,73	11,93	4,26	3,74
HELGØY SKYSSBÅT AS	20,22	16,37	17,55	1,17	1,24	1,07	36,11	31,87	22,69	3,41	2,14	1,77
OSTERØY FERJESKAP AS	3,70	7,84	6,13	1,24	1,19	0,87	34,97	35,04	31,67	2,16	1,85	1,86
HOLLUNGEN AS	22,86	41,69	47,70	5,07	3,50	2,80	80,48	73,04	65,31	0,53	0,37	0,24
62 NORD CRUISES AS	-1,01	-10,53	-11,40	0,57	0,65	0,34	27,21	22,08	19,64	4,09	3,53	2,67
GULEN SKYSSBÅTSERVICE AS	-15,43	33,83	10,13	1,68	2,40	2,31	53,06	60,87	49,25	1,03	0,64	0,88
NJORDS AS	1,23	6,61	-9,31	0,41	0,70	0,24	7,33	10,66	3,57	27,01	8,38	12,65
ALTAFJORD OPPDRETT AS	6,48	3,34	4,90	4,48	2,98	0,51	80,50	76,17	73,76	0,36	0,31	0,24
ASKVOLL OG GULEN SKYSSBÅTAR AS	39,23	-6,38	13,19	1,09	0,45	1,65	10,04	3,38	12,84	6,79	28,60	8,96
GJENDEBÅTEN AS	29,62	26,48	9,89	1,73	3,29	1,50	39,68	26,31	13,79	6,25	2,80	1,52
BERG PARTNER HAVBRUK AS	4,52	1,46	138,10	1,25	0,17	2,03	58,53	58,53	78,57	0,27	0,71	0,71
PARTREDERIET MJÅNES ANS	24,31	14,75	45,63	-11,92	1,55	1,84	52,99	12,61	61,83	0,62	6,93	0,89
LOVUND SKYSS AS	4,60	-1,60	3,42	1,06	1,81	0,12	8,03	8,68	10,70	8,35	10,52	11,45
BÆRØYFART AS	33,59	3,69	1,52	0,77	0,42	0,50	-41,37	-61,15	-33,89	-3,95	-2,64	-3,42
ØYGLIMT AS	-5,38	14,78	-2,98	0,49	1,20	0,96	17,53	17,68	11,19	7,93	4,66	4,70
FERGESAMBADET ANDØYA SENJA AS	7,65	133,63	-80,70	7,59	5,67	0,36	86,83	82,44	-48,99	-3,04	0,21	0,15
LUSTRABAATANE AS	50,81	33,71	17,56	1,16	0,56	1,21	32,27	32,64	40,32	1,48	2,07	2,10
BARMØYFERJA AS	7,88	26,97	6,28	1,86	1,87	1,45	33,46	28,84	16,79	4,95	2,47	1,99
JUTØYA AS	20,86	18,92	24,34	1,31	1,36	1,45	11,13	10,06	10,02	8,98	8,94	7,99
VINNES SKYSSBÅTSERVICE AS	-10,37	6,12	7,24	1,97	0,14	0,77	69,13	37,84	40,70	1,46	1,64	0,45
HJØRUND FJORDSERVICE AS	26,17	31,55	22,46	2,22	2,33	1,35	49,19	36,04	24,31	3,11	1,77	1,03
MINERALTRANSPORT AS	2,08	17,97	43,77	0,69	0,78	1,15	9,40	59,76	39,16	1,55	0,67	9,64
MOSKENES SHIPPING AS	18,04	6,14	-2,84	1,85	1,65	0,69	46,96	37,01	29,77	2,36	1,70	1,13
TORE HANSEN SKYSSBÅTER AS	5,28	7,69	15,78	5,90	5,04	5,52	72,47	63,08	48,06	1,08	0,59	0,38
BRØDRENE JOHANSEN SKYSSBÅTER AS	14,75	11,29	7,27	5,18	6,56	6,32	81,79	80,83	73,61	0,36	0,24	0,22
BJØRN VOLD AS	15,61	11,45	7,78	2,08	2,32	5,71	73,49	76,44	70,52	0,42	0,31	0,36
ACTIESELSKABET KOLBJØRN	-4,14	-7,36	1,58	6,45	10,51	6,10	87,13	91,01	84,06	0,19	0,10	0,15
SKILSØFERGA AS	-42,92	-19,04	-7,19	0,51	0,43	0,41	-91,03	-43,58	-13,79	-8,25	-3,29	-2,10
FEØY BÅTTRANSPORT AS	-24,92	59,06	45,59	0,84	2,63	2,14	26,29	69,17	53,62	0,87	0,45	2,80
FONNES BÅTSERVICE AS	10,43	17,58	19,39	7,25	6,54	4,97	48,23	42,49	29,19	2,43	1,35	1,07
SATURN INVEST AS	5,45	10,37	9,94	1,00	0,87	0,68	72,35	72,06	70,44	0,42	0,39	0,38
HVALERSAMBADET AS	9,29	11,09	12,95	0,34	0,36	0,48	35,15	37,57	36,07	1,77	1,66	1,84
AS ØSTRE SØNDELED OG RISØR FJORDRUTER	53,09	85,85	119,55	1,97	1,15	0,93	58,43	21,81	-67,07	-2,49	3,58	0,71
<b>Bransjegenomsnitt</b>	<b>9,01</b>	<b>15,04</b>	<b>14,14</b>	<b>1,63</b>	<b>2,01</b>	<b>1,65</b>	<b>33,97</b>	<b>32,42</b>	<b>27,10</b>	<b>3,68</b>	<b>3,66</b>	<b>2,95</b>
<b>Bransjegenomsnitt:</b>												
<b>Lønnsomhet (TK-Rentabilitet)</b>												
<b>Likviditet (Likviditetsgrad 1)</b>												
<b>Soliditet (Ekandel)</b>												
<b>Gjeldsgrad</b>												

Merknad: De fullstendige datauttrekk er på grunn av størrelsen på utvalget for store til å ligge vedlagt.

## Vedlegg 6: Utsnitt datauttrekk, Proff-Forvalt 55.101 og 55.102

Juridisk selskapsnavn	Lønnsomhet, 2010	Lønnsomhet, 2009	Lønnsomhet, 2008	Likviditet, 2010	Likviditet, 2009	Likviditet, 2008	Soliditet, 2010	Soliditet, 2009	Soliditet, 2008	Gjeldsgrad 2008	Gjeldsgrad 2009	Gjeldsgrad 2010
REZIDOR HOTELS NORWAY AS	13,3	11,8	24,7	0,49	0,46	0,60	18,6	24,4	20,4	3,90	3,10	4,37
DEN FLYVDE ELEFANT AS	- 1,3	7,6	4,5	0,93	1,01	0,59	- 2,0	2,1	- 1,5	-67,41	46,68	-51,41
SCANDIC HOTELS AS	- 14,6	2,1	20,9	0,65	1,09	1,03	27,3	54,3	55,5	0,80	0,84	2,66
RICA HOTELS MIDT-NORGE AS	23,3	1,3	30,2	0,94	0,85	0,85	31,4	25,9	28,5	2,51	2,86	2,19
NORLANDIA HOTEL GROUP AS	- 32,6	- 20,1	0,0	0,41	0,34	0,00	5,5	5,6	0,4	266,17	16,75	17,25
OSLO PLAZA HOTEL AS	- 2,6	0,3	2,0	0,76	0,77	0,95	41,2	42,7	33,9	1,95	1,34	1,43
RICA HOTELS FINNMARK AS	8,6	11,1	9,3	0,82	0,81	0,81	16,8	15,4	15,5	5,44	5,48	4,94
RICA HOTELLENE OSLO AS	17,9	22,9	30,4	1,01	0,97	0,92	20,8	20,2	22,8	3,39	3,96	3,82
SEMB AS	55,5	44,5	63,7	1,03	1,01	0,96	14,6	17,2	11,3	7,86	4,81	5,87
GRAND HOTEL DRIFTSSELSKAP AS	- 16,5	- 13,6	- 12,0	0,87	0,82	0,78	23,9	21,0	20,1	3,97	3,76	3,18
Bergen Hotell & Restaurantdrift AS	47,2	57,7	30,9	0,75	0,65	0,39	21,1	24,7	13,5	6,43	3,05	3,73
TRIBE HOTEL MANAGEMENT NORGE AS	- 15,3	1,3	- 14,3	0,97	1,99	1,12	42,8	58,6	14,8	5,74	0,71	1,34
SKARVET AS	41,1	13,8	42,3	0,65	0,39	0,61	17,1	15,8	10,0	9,00	5,35	4,86
RICA HOTELS SØR AS	- 10,5	- 9,1	0,9	1,63	1,35	1,42	43,5	37,8	37,6	1,66	1,64	1,30
RICA HOTELS TROMS AS	29,5	34,2	27,4	0,74	0,76	0,76	28,2	28,1	28,0	2,57	2,55	2,54
COOLY AS	15,4	15,0	50,7	0,15	0,35	0,14	29,5	24,5	20,8	3,82	3,08	2,39
MEDIREST NORGE AS	25,5	26,6	33,5	1,18	1,18	1,21	11,2	11,4	10,2	8,85	7,80	7,94
CLARION HOTEL OSLO AIRPORT AS	26,5	60,3	21,7	0,74	0,75		20,5	20,3	100,0	0,00	3,92	3,88
RICA HOTELS VEST AS	16,3	12,7	12,0	1,33	1,52	1,26	41,0	48,6	40,1	1,50	1,06	1,44
CLARION HOTEL ROYAL CHRISTIANIA AS	0,5	17,0	26,7	1,19	1,51	1,36	40,6	41,1	36,0	1,78	1,43	1,46
Hotel Bristol AS	- 6,9	9,1	6,1	2,02	1,92	1,71	54,9	53,7	48,6	1,06	0,86	0,82
THON GARDERMOEN AS	- 17,2	- 9,4	4,0	0,37	0,35	0,21	8,9	10,1	8,7	10,50	8,88	10,20
STIFTELSEN ANKER STUDENTBOLIGER OG HOTEL	5,4	5,4	5,9	1,67	0,95	1,71	9,1	10,3	12,1	7,28	8,73	9,94
EASY AS	29,8	38,8	60,2	0,69	0,61	0,52	19,1	20,9	21,6	3,63	3,78	4,25
Mecca AS	22,5	36,1	64,0	0,41	0,47	0,57	11,4	13,4	10,7	8,35	6,45	7,77
BRITANNIA HOTEL AS	- 10,5	25,8	5,1	1,30	1,18	0,88	32,4	27,0	15,7	5,38	2,70	2,08
AS HOTEL ALEXANDRA	3,3	4,1	5,1	1,09	0,88	0,72	21,7	21,9	21,0	3,75	3,56	3,60
QUALITY AIRPORT HOTEL STAVANGER AS	55,8	54,7	62,4	0,84	0,92	0,99	10,1	12,2	10,0	8,98	7,22	8,92
HOLMENKOLLEN PARK HOTEL RICA AS	- 25,3	- 20,3	- 12,5	1,01	1,05	1,06	31,0	13,1	16,2	5,19	6,64	2,23
HOTELTHON AS	26,9	67,0	76,6	0,23	0,29	0,40	13,8	12,0	10,0	9,00	7,32	6,25
CAIANO HOTELDRIFT AS	- 35,8	- 16,5	- 35,9	1,04	0,96	1,24	11,3	16,2	12,6	6,92	5,18	7,84
CLARION HOTEL STAVANGER AS	52,6	50,3	60,2	1,02	1,07	1,04	10,0	11,1	10,0	8,98	7,98	8,96
RAINBOW HOTELS AS	5,8	23,9	31,6	0,26	0,27	0,15	27,6	26,7	10,0	9,00	2,75	2,62
HOTELDRIFT ÅLESUND AS	22,7	30,8	26,2	0,82	1,25	1,08	27,3	32,2	13,5	6,41	2,10	2,66
SOLSTRAND HOTEL & BAD AS	29,5	23,4	22,3	1,23	0,95	1,56	18,8	16,6	10,4	8,63	5,03	4,33
BERGEN HOTEL SCANDIC CITY AS	24,7	34,1	14,5	1,21	1,50	1,29	22,9	31,1	21,1	3,73	2,21	3,37
TORVAL AS	- 26,8	- 3,6	35,1	0,64	0,50	0,79	14,3	19,2	16,4	5,08	4,21	6,01
HOTEL BERGEN AIRPORT AS	36,7	34,9	50,4	1,00	0,96	0,91	11,7	15,2	15,6	5,40	5,58	7,57
QUALITY AIRPORT HOTEL GARDERMOEN AS	40,5	46,4	59,3	0,89	1,05	1,03	13,0	12,1	11,6	7,63	7,26	6,69
QUALITY HOTEL OG BADELAND SARPSBORG AS	11,3	9,0	25,4	0,62	0,51	0,49	10,0	11,8	12,7	6,90	7,51	8,98
LILLEHAMMER HOTEL AS	11,3	0,9	13,2	0,99	1,18	1,13	18,8	20,6	16,3	5,14	3,86	4,32
Polar Hotell & Restaurantdrift AS	- 6,7	3,0	41,5	0,30	0,27	0,44	10,2	11,8	24,2	3,13	7,45	8,76
HEGNAR HOTELL AS	5,7	12,4	18,4	1,15	1,39	1,35	64,7	67,5	61,6	0,62	0,48	0,55
TRYSILFJELLET HOTELDRIFT AS	- 20,7	- 59,5	- 28,0	0,37	1,18	1,10	27,1	17,9	49,8	1,01	4,58	2,69
DR. HOLMS HOTEL AS	- 12,9	- 7,4	5,4	0,85	0,77	1,05	10,4	9,5	10,4	8,60	9,50	8,61
RICA HOTELS ØST AS	- 3,2	- 10,3	- 3,3	1,24	1,18	1,36	34,9	29,0	43,7	1,29	2,45	1,86
STOREFJELL HØYFJELLSHOTELL AS	4,0	0,1	4,5	0,27	0,25	0,41	21,2	20,1	20,9	3,80	3,97	3,71
HURTIGRUTEN HOTELS AS	6,5	9,1	7,5	1,00	0,93	1,59	13,9	10,2	7,7	11,99	8,82	6,21
QUALITY SPA OG RESORT SON AS	52,8	40,1	1,2	1,18	1,12	1,08	17,9	13,9	1,2	79,46	6,19	4,58
Q 33 HOTELDRIFT AS	10,2	28,4	- 31,2	1,68	1,78	1,28	43,3	46,3	26,4	2,79	1,16	1,31
CLARION HOTEL ADMIRAL AS	12,1	18,7	13,8	0,56	0,44	0,33	11,1	15,0	10,8	8,29	5,66	8,03
<b>Bransjegenomsnitt</b>	<b>10,4</b>	<b>15,2</b>	<b>19,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>22,5</b>	<b>23,3</b>	<b>21,6</b>	<b>10,3</b>	<b>5,5</b>	<b>3,7</b>
<b>Bransjegenomsnitt:</b>												
<b>Lønnsomhet (TX-Rentabilitet)</b>		<b>15,2</b>										
<b>Likviditet (Likviditetsgrad 1)</b>		<b>0,9</b>										
<b>Soliditet (Ekandel)</b>		<b>22,4</b>										
<b>Gjeldsgrad</b>		<b>6,5</b>										

Merknad: De fullstendige datauttrekk er på grunn av størrelsen på utvalget for store til å ligge vedlagt.

## Vedlegg 7: Utsnitt datauttrekk, Proff-Forvalt 79

Juridisk selskapsnavn	Lønnsomhet, 2010	Lønnsomhet, 2009	Lønnsomhet, 2008	Likviditet, 2010	Likviditet, 2009	Likviditet, 2008	Soliditet, 2010	Soliditet, 2009	Soliditet, 2008	Gjeldsgrad 2008	Gjeldsgrad 2009	Gjeldsgrad 2010
VING NORGE AS	22,1	30,6	35,4	1,22	1,19	1,14	14,9	14,1	10,6	8,42	6,11	5,72
KUONI NORDIC AB	20,7	7,2	30,3	1,14	1,04	1,25	13,3	5,5	20,3	3,93	17,08	6,50
STARTOUR-STJERNEREISER AS	10,1	14,4	26,9	1,77	1,77	1,56	43,1	44,8	37,8	1,65	1,23	1,32
ROYAL CARIBBEAN CRUISE LINE AS	12,7	14,3	17,3	1,15	1,96	1,94	13,4	50,4	51,5	0,94	0,98	6,45
KILROY NORWAY AS	20,4	17,7	20,1	1,07	1,06	1,13	14,5	10,5	16,1	5,22	8,51	5,89
VIA TRAVEL NORGE AS	11,7	6,3	3,4	1,53	1,45	1,18	29,0	32,3	46,1	1,17	2,10	2,45
TRAVEL INVEST AS	18,3	19,7	11,3	1,05	1,29	19,68	27,1	30,5	42,4	1,36	2,27	2,68
EUROPEAN CRUISE SERVICE AS	19,8	17,8	27,9	1,30	1,20	1,06	24,0	18,3	17,0	4,89	4,45	3,16
BERG-HANSEN REISEBUREAU AS	24,7	17,7	15,8	1,14	1,13	1,07	23,6	23,0	17,8	4,62	3,36	3,23
SOLIA AS	7,1	-12,9	1,6	1,41	1,30	1,44	29,0	23,2	31,0	2,23	3,30	2,45
HOGG ROBINSON NORDIC AS	19,5	11,3	15,3	1,38	1,28	1,25	25,9	20,0	19,9	4,02	4,00	2,86
DETUR NORWAY AS	22,4	28,0	22,4	2,45	5,10	4,70	61,6	81,3	79,5	0,26	0,23	0,62
SABRA TOURS AS	16,8	2,9	-18,7	1,18	0,98	0,78	20,0	5,1	-11,3	-9,88	18,73	4,00
AMISOL TRAVEL AS	13,5	9,8	22,2	1,24	1,17	1,21	20,1	15,3	37,0	1,70	5,55	3,97
ORKIDEEKSPRESSEN ØSTERDAL REISEBYRÅ AS	-2,5	-2,9	5,5	1,43	1,29	1,47	30,5	23,3	33,2	2,01	3,30	2,28
AIR TICKET AS	9,7	0,4	1,7	1,03	0,92	1,02	27,7	12,9	8,8	10,36	6,78	2,61
ESCAPE TRAVEL AS	24,9	4,7	7,9	1,14	0,97	0,93	14,3	5,8	5,5	17,22	16,11	5,97
BILLETTSERVICE AS	23,7	19,4	22,9	2,02	2,69	2,29	53,6	64,3	60,0	0,67	0,56	0,87
AIR & SEA TRANSPORT AS	6,6	9,7	4,5	1,32	1,03	1,16	36,5	33,7	32,5	2,08	1,97	1,74
TYRKIAREISER AS	42,7	10,1	26,8	1,82	2,08	2,32	52,1	63,3	66,5	0,50	0,58	0,92
TUMLARE CORPORATION AS	5,7	0,3	4,7	0,53	0,60	2,41	37,9	49,0	60,8	0,64	1,04	1,64
NORSK TUR AS	22,7	13,2	31,2	1,12	1,11	1,35	11,1	10,2	28,0	2,57	8,83	7,99
SPITSBERGEN TRAVEL AS	10,9	4,9	9,6	1,49	1,85	1,46	57,8	76,7	58,9	0,70	0,30	0,73
AS SANDE REISEBYRÅ ALTA	7,3	5,3	8,3	1,29	1,22	1,23	36,0	30,4	35,0	1,85	2,30	1,78
AMERICAN EXPRESS BUSINESS TRAVEL AS	-2,3	-14,6	12,4	2,05	2,38	2,49	56,2	57,4	59,9	0,67	0,74	0,78
NORDMANNNS-REISER AS	5,8	23,3	13,4	1,52	1,32	1,30	37,8	28,4	27,7	2,61	2,52	1,64
PEER GYNT TOURS AS	26,7	2,4	0,9	1,36	1,84	1,58	31,5	50,8	43,1	1,32	0,97	2,18
STENA LINE NORGE AS	18,0	21,8	25,9	1,27	1,10	1,12	27,7	20,9	20,5	3,87	3,78	2,61
FLÅM UTVIKLING AS	42,7	45,3	52,0	1,49	1,44	1,46	36,6	36,1	40,8	1,45	1,77	1,73
TICKET FERIEREISER AS	-2,0	-9,9	-10,3	1,21	0,79	0,80	63,7	33,6	42,3	1,36	1,98	0,57
SELECT TRAVEL AS	14,2	6,3	25,3	2,09	1,97	1,95	52,1	49,1	48,9	1,05	1,04	0,92
SI-REISER AS	43,2	3,5	19,4	1,19	1,05	1,09	20,3	7,2	13,3	6,52	12,84	3,92
VIA JESSEIM AS	41,5	35,6	44,7	1,11	1,12	1,09	12,7	12,6	10,9	8,14	6,91	6,91
VISITOSLO AS	8,8	11,8	1,3	1,40	1,36	1,25	33,7	33,4	28,2	2,54	2,00	1,97
VITALTOUR AS	15,1	9,8	1,9	1,45	1,42	1,33	32,8	31,5	27,0	2,71	2,17	2,05
WIKSTRØM REISER AS	-64,3	7,8	12,5	0,37	1,15	1,08	-173,8	16,3	11,2	7,92	5,12	-1,58
INSTONE INTERNATIONAL NORWAY AS	26,4	19,6	28,6	0,83	1,68	1,23	19,5	23,2	32,8	2,05	3,31	4,14
SOLGÅRDEN BA	7,0	2,5	8,4	1,24	1,00	1,35	43,0	41,2	38,1	1,63	1,43	1,33
GRIFFIN PARTNER TRAVEL AS	8,0	15,2	14,7	1,35	1,22	1,21	27,1	18,6	18,1	4,52	4,37	2,69
LILLEPUT REISER AS	3,3	10,4	1,1	9,47	6,76	9,27	89,7	85,4	89,4	0,12	0,17	0,12
DIN TUR AS	7,3	10,3	-16,3	1,86	1,55	1,60	48,3	39,2	44,0	1,27	1,55	1,07
HAMAN SCANDINAVIA AS	1,6	6,3	7,0	1,27	1,28	1,26	41,0	42,0	41,4	1,41	1,38	1,44
ÅSANE REISEBYRÅ AS	20,0	9,1	18,3	1,86	1,40	1,04	52,0	37,1	33,3	2,00	1,70	0,92
AKTIVE FREDREISER TRAVEL FOR PEACE AS	13,4	8,0	1,6	2,40	1,17	0,89	48,8	43,0	38,9	1,57	1,32	1,05
INDRE ØSTFOLD REISEBYRÅ AS	37,8	35,6	37,6	2,53	2,22	1,89	60,8	55,5	47,8	1,09	0,80	0,64
TRAVELDESIGN AS	29,6	8,6	32,9	1,01	0,98	1,00	10,1	10,0	10,0	9,00	8,99	8,93
NORWAY CRUISE HANDLING AS	-173,7	37,7	16,7	0,18	1,10	1,41	-441,3	10,1	30,0	2,34	8,90	-1,23
MIKI TRAVEL AS	15,7	24,4	24,1	4,11	2,66	2,96	76,1	62,9	67,1	0,49	0,59	0,31
EXPERT REISER AS	10,2	-14,6	4,1	1,61	1,61	1,62	43,3	45,9	45,2	1,21	1,18	1,31
REVV OG TEATERSERVICE AS	2,7	4,3	18,5	1,36	1,39	1,15	26,4	28,1	17,5	4,71	2,56	2,79
MARCO POLO TRAVEL AS	13,3	25,4	8,6	1,19	1,51	1,24	16,8	30,3	15,2	5,58	2,30	4,97
<b>Bransjegenomsnitt</b>	<b>11,0</b>	<b>11,7</b>	<b>14,9</b>	<b>1,59</b>	<b>1,57</b>	<b>1,97</b>	<b>21,8</b>	<b>33,2</b>	<b>34,3</b>	<b>2,91</b>	<b>3,96</b>	<b>2,59</b>
<b>Bransjegenomsnitt:</b>												
Lønnsomhet (TK-Rentabilitet)	12,52											
Likviditet (Likviditetsgrad 1)	1,71											
Soliditet (Ekandel)	29,75											
Gjeldsgrad	3,15											

Merknad: De fullstendige datauttrekk er på grunn av størrelsen på utvalget for store til å ligge vedlagt.

## Vedlegg 8: Datauttrekk, Bloomberg

Company	Country	Enterprise Value			Market Cap			Sales					EBITDA					EBIT					Net Income				
		2009	2010	Current	2009	2010	Current	2009	2010	2011	2012	2013	2009	2010	2011	2012	2013	2009	2010	2011	2012	2013	2009	2010	2011	2012	2013
HURTIGUTEN GROUP ASA	NO	4 806	5 306	4 240	1 618	2 051	1 273	3 390	3 788	3 927	NA	NA	473	585	497	NA	NA	98	217	37	NA	NA	97	8	126	NA	NA
ROYAL CARIBBEAN CRUISES LTD	US	13 544	18 878	13 706	5 409	10 147	5 382	5 890	6 753	7 550	7 879	8 249	1 037	1 446	1 647	1 755	1 885	489	803	944	1 040	1 159	162	516	604	675	781
CARNIVAL CORP	US	34 717	41 570	35 435	23 208	32 633	26 532	13 460	14 469	15 793	16 414	17 396	3 463	3 763	3 777	4 074	4 434	2 154	2 347	2 253	2 499	2 750	1 790	1 978	1 912	2 114	2 413
TALLINK GROUP AS	EE	1 371	1 430	1 301	240	420	385	792	814	890	NA	NA	134	144	147	NA	NA	64	72	76	NA	NA	8	22	31	NA	NA
DFDS A/S	DK	6 832	10 055	8 088	2 739	6 110	5 274	6 555	9 867	11 751	12 011	12 508	786	1 273	1 532	1 573	1 720	214	576	843	886	1 020	86	509	633	645	812
WILH WILHELMSEN HOLDING-A	NO	1 062	2 061	2 274	1 053	1 364	1 055	1 015	1 076	3 235	3 415	3 603	105	145	325	551	630	3	41	362	372	447	331	60	156	102	267
STOLT-NIELSEN LTD	GB	2 081	2 074	2 646	836	1 122	1 288	1 645	1 794	2 010	2 072	2 145	241	488	320	373	442	104	129	156	199	237	95	166	98	119	171
ODFJELL SE-A SHS	NO	2 354	2 194	1 866	958	803	521	1 264	1 048	1 244	1 280	1 381	195	94	163	210	255	31	30	37	76	120	121	79	25	29	69
HAPAG-LLOYD AG	DE	NA	NA	NA	NA	NA	NA	3 326	6 204	NA	NA	NA	131	888	NA	NA	NA	369	370	NA	NA	NA	402	411	NA	NA	NA
NORWEGIAN CRUISE LINE HOLDIN	US	NA	NA	NA	NA	NA	NA	1 855	2 012	NA	NA	NA	341	422	NA	NA	NA	171	230	NA	NA	NA	67	23	NA	NA	NA
COLOR GROUP ASA	NO	NA	NA	NA	NA	NA	NA	4 599	4 599	NA	NA	NA	929	847	NA	NA	NA	627	547	NA	NA	NA	647	337	NA	NA	NA

Company	EBITDA margin					EBIT margin					Net Income margin					Sales growth				
	2009	2010	2011	2012	2013	2009	2010	2011	2012	2013	2009	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013	
HURTIGUTEN GROUP ASA	14,0%	15,4%	12,6%	NA	NA	2,9%	5,7%	0,9%	NA	NA	0,9%	0,2%	3,2%	NA	NA	11,7%	3,7%	NA	NA	
ROYAL CARIBBEAN CRUISES LTD	17,9%	21,4%	21,8%	22,3%	22,9%	8,3%	11,9%	12,5%	13,2%	14,0%	2,8%	7,6%	8,0%	8,6%	9,5%	14,6%	11,8%	4,3%	4,8%	
CARNIVAL CORP	25,7%	26,0%	23,9%	24,8%	25,5%	16,0%	16,2%	14,3%	15,2%	15,8%	13,3%	13,7%	12,1%	12,9%	13,9%	7,5%	9,2%	3,9%	6,0%	
TALLINK GROUP AS	16,9%	17,7%	16,5%	NA	NA	8,0%	8,9%	8,5%	NA	NA	1,0%	2,7%	3,5%	NA	NA	2,8%	9,4%	NA	NA	
DFDS A/S	12,0%	12,9%	13,0%	13,1%	13,8%	3,3%	5,8%	7,2%	7,4%	8,2%	1,3%	5,2%	5,4%	5,4%	6,5%	30,5%	19,1%	2,2%	4,1%	
WILH WILHELMSEN HOLDING-A	10,3%	13,5%	16,1%	16,1%	17,5%	0,3%	3,8%	11,1%	10,9%	10,4%	32,6%	5,6%	4,8%	5,6%	7,4%	6,0%	202,5%	4,9%	5,5%	
STOLT-NIELSEN LTD	14,6%	23,9%	15,9%	18,0%	20,6%	6,3%	7,2%	7,8%	9,6%	12,0%	5,8%	5,9%	4,9%	5,7%	8,0%	9,0%	12,1%	3,1%	3,5%	
ODFJELL SE-A SHS	15,5%	8,9%	13,1%	16,4%	18,4%	2,4%	0,9%	2,9%	6,0%	8,7%	9,6%	7,5%	2,0%	2,3%	5,0%	17,1%	18,7%	2,9%	7,9%	
HAPAG-LLOYD AG	-3,9%	14,3%	NA	NA	NA	-11,1%	9,2%	NA	NA	NA	-12,1%	6,6%	NA	NA	NA	86,5%	NA	NA	NA	
NORWEGIAN CRUISE LINE HOLDIN	18,4%	21,0%	NA	NA	NA	0,2%	11,4%	NA	NA	NA	3,6%	1,1%	NA	NA	NA	8,5%	NA	NA	NA	
COLOR GROUP ASA	20,2%	18,8%	NA	NA	NA	13,6%	12,1%	NA	NA	NA	14,1%	7,5%	NA	NA	NA	0,0%	NA	NA	NA	
Average	14,7%	17,6%	16,6%	18,4%	19,8%	5,4%	8,1%	7,9%	10,4%	12%	6,1%	4,4%	4,2%	6,7%	8%	16,2%	35,8%	3,5%	5,3%	
Median	15,5%	17,7%	16,0%	17,2%	19,5%	6,3%	8,9%	8,1%	10,2%	12%	3,6%	5,6%	4,8%	5,7%	8%	8,5%	11,9%	3,5%	5,2%	

Source: Bloomberg

Company	EV/Sales					EV/EBITDA					EV/EBIT					P/E				
	2009	2010	2011	2012	2013	2009	2010	2011	2012	2013	2009	2010	2011	2012	2013	2009	2010	2011	2012	2013
HURTIGUTEN GROUP ASA	1,4x	1,4x	1,1x	NA	NA	10,2x	9,1x	8,5x	NA	NA	49,2x	24,5x	NA	NA	NA	NA	246,4x	NA	NA	NA
ROYAL CARIBBEAN CRUISES LTD	2,3x	2,8x	1,8x	1,7x	1,7x	12,8x	13,1x	8,3x	7,8x	7,3x	27,7x	23,5x	14,5x	13,2x	11,8x	33,3x	19,7x	8,9x	8,0x	6,9x
CARNIVAL CORP	2,6x	2,9x	2,2x	2,2x	2,0x	10,0x	11,0x	9,4x	8,7x	8,0x	16,1x	17,7x	15,7x	14,2x	12,9x	14,1x	16,5x	13,9x	12,5x	11,0x
TALLINK GROUP AS	1,7x	1,8x	1,5x	NA	NA	10,3x	9,9x	8,9x	NA	NA	21,5x	19,8x	17,2x	NA	NA	NA	19,2x	12,4x	NA	NA
DFDS A/S	1,0x	1,0x	0,7x	0,7x	0,6x	8,7x	7,9x	5,3x	5,1x	4,7x	31,9x	17,4x	9,6x	9,1x	7,9x	32,0x	12,0x	8,3x	8,2x	6,5x
WILH WILHELMSEN HOLDING-A	1,9x	1,9x	0,7x	0,7x	0,6x	18,7x	14,2x	4,3x	4,1x	3,6x	63,8x	50,3x	6,3x	6,1x	5,1x	3,2x	22,7x	6,8x	5,2x	3,9x
STOLT-NIELSEN LTD	1,3x	1,2x	1,3x	1,3x	1,2x	8,6x	4,8x	8,3x	7,1x	6,0x	20,0x	16,1x	16,9x	13,3x	10,3x	8,8x	10,6x	13,1x	10,8x	7,5x
ODFJELL SE-A SHS	1,9x	2,1x	1,5x	1,5x	1,4x	12,0x	23,4x	11,4x	8,9x	7,3x	77,0x	NA	50,9x	24,5x	15,5x	7,9x	NA	NA	17,7x	7,5x
HAPAG-LLOYD AG	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
NORWEGIAN CRUISE LINE HOLDIN	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
COLOR GROUP ASA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Average	1,8x	1,9x	1,4x	1,3x	1,3x	11,4x	11,7x	8,0x	7,0x	6,1x	18,2x	21,4x	18,7x	13,4x	10,6x	16,5x	49,6x	10,6x	10,5x	7,2x
Median	1,8x	1,8x	1,4x	1,4x	1,3x	10,2x	10,5x	8,4x	7,3x	6,6x	29,8x	19,8x	15,7x	13,2x	11,1x	11,4x	19,2x	10,7x	9,5x	7,2x

Source: Bloomberg

Company	Country	EV MNOK	M.CAP MNOK
HURTIGUTEN GROUP ASA	NO	#1/T	#1/T
ROYAL CARIBBEAN CRUISES LTD	US	81 903	32 159
CARNIVAL CORP	US	211 751	158 549
TALLINK GROUP AS	EE	10 079	2 983
DFDS A/S	DK	8 426	5 495
WILH WILHELMSEN HOLDING-A	NO	13 592	6 306
STOLT-NIELSEN LTD	GB	15 810	7 696
ODFJELL SE-A SHS	NO	11 152	3 113
HAPAG-LLOYD AG	DE	#N/A	#N/A
NORWEGIAN CRUISE LINE HOLDIN	US	#N/A	#N/A
COLOR GROUP ASA	NO	#N/A	#N/A

Source: Bloomberg

## Vedlegg 9: Komparativ multippelanalyse

Company	EV/Sales					EV/EBITDA				
	2009	2010	2011	2012	2013	2009	2010	2011	2012	2013
HURTIGRUTEN GROUP ASA	1,4x	1,4x	1,1x	NA	NA	10,2x	9,1x	8,5x	NA	NA
ROYAL CARIBBEAN CRUISES LTD	2,3x	2,8x	1,8x	1,7x	1,7x	12,8x	13,1x	8,3x	7,8x	7,3x
CARNIVAL CORP	2,6x	2,9x	2,2x	2,2x	2,0x	10,0x	11,0x	9,4x	8,7x	8,0x
TALLINK GROUP AS	1,7x	1,8x	1,5x	NA	NA	10,3x	9,9x	8,9x	NA	NA
DFDS A/S	1,0x	1,0x	0,7x	0,7x	0,6x	8,7x	7,9x	5,3x	5,1x	4,7x
WILH WILHELMESEN HOLDING-A	1,9x	1,9x	0,7x	0,7x	0,6x	18,7x	14,2x	4,3x	4,1x	3,6x
STOLT-NIELSEN LTD	1,3x	1,2x	1,3x	1,3x	1,2x	8,6x	4,8x	8,3x	7,1x	6,0x
ODFJELL SE-A SHS	1,9x	2,1x	1,5x	1,5x	1,4x	12,0x	23,4x	11,4x	8,9x	7,3x
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>1,8x</b>	<b>1,9x</b>	<b>1,4x</b>	<b>1,3x</b>	<b>1,3x</b>	<b>11,4x</b>	<b>11,7x</b>	<b>8,0x</b>	<b>7,0x</b>	<b>6,1x</b>
<b>Median</b>	<b>1,8x</b>	<b>1,8x</b>	<b>1,5x</b>	<b>1,4x</b>	<b>1,3x</b>	<b>10,2x</b>	<b>10,5x</b>	<b>8,3x</b>	<b>7,5x</b>	<b>6,6x</b>
Prognose Hurtigruten ASA	3 395 557	3 787 859	3 926 720	3 635 449	3 744 018	473 124	584 794	496 681	391 876	403 339
Utledet Enterprise Value	6 101 157	6 955 670	5 740 034	4 970 634	4 838 699	4 829 162	6 129 607	4 132 758	2 922 036	2 673 586
- netto finansiell gjeld	3 124 950	3 123 420	2 916 209	3 304 235	3 135 820	3 124 950	3 123 420	2 916 209	3 304 235	3 135 820
Estimert verdi EK	2 976 207	3 832 250	2 823 825	1 666 399	1 702 879	1 704 212	3 006 187	1 216 549	-382 200	-462 233
Estimert verdi per aksje	7,079	9,115	6,716	3,963	4,050	4,053	7,150	2,893	NA	NA

Company	EV/EBIT					P/E				
	2009	2010	2011	2012	2013	2009	2010	2011	2012	2013
HURTIGRUTEN GROUP ASA	49,2x	24,5x	NA	NA	NA	NA	246,4x	NA	NA	NA
ROYAL CARIBBEAN CRUISES LTD	27,7x	23,5x	14,5x	13,2x	11,8x	33,3x	19,7x	8,9x	8,0x	6,9x
CARNIVAL CORP	16,1x	17,7x	15,7x	14,2x	12,9x	14,1x	16,5x	13,9x	12,5x	11,0x
TALLINK GROUP AS	21,5x	19,8x	17,2x	NA	NA	NA	19,2x	12,4x	NA	NA
DFDS A/S	31,9x	17,4x	9,6x	9,1x	7,9x	32,0x	12,0x	8,3x	8,2x	6,5x
WILH WILHELMESEN HOLDING-A	653,8x	50,3x	6,3x	6,1x	5,1x	3,2x	22,7x	6,8x	5,5x	3,9x
STOLT-NIELSEN LTD	20,0x	16,1x	16,9x	13,3x	10,3x	8,8x	10,6x	13,1x	10,8x	7,5x
ODFJELL SE-A SHS	77,0x	NA	50,9x	24,5x	15,5x	7,9x	NA	NA	17,7x	7,5x
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>112,2x</b>	<b>24,2x</b>	<b>18,7x</b>	<b>13,4x</b>	<b>10,6x</b>	<b>16,5x</b>	<b>49,6x</b>	<b>10,6x</b>	<b>10,5x</b>	<b>7,2x</b>
<b>Median</b>	<b>29,8x</b>	<b>19,8x</b>	<b>15,7x</b>	<b>13,2x</b>	<b>11,1x</b>	<b>11,4x</b>	<b>19,2x</b>	<b>10,7x</b>	<b>9,5x</b>	<b>7,2x</b>
Prognose Hurtigruten ASA	97 775	216 996	-36 939	47 008	58 471	-96 953	8 325	-126 465	-49 719	-63 965
Utledet Enterprise Value	2 914 995	4 292 875	-580 455	622 717	647 365	-1 108 279	159 850	-1 349 493	-472 806	-460 822
- netto finansiell gjeld	3 124 950	3 123 420	2 916 209	3 304 235	3 135 820	3 124 950	3 123 420	2 916 209	3 304 235	3 135 820
Estimert verdi EK	-209 955	1 169 455	-3 496 664	-2 681 518	-2 488 454	-4 233 229	-2 963 570	-4 265 702	-3 777 041	-3 596 642
Estimert verdi per aksje	NA	2,781	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA