

Bacheloroppgave i Regnskap og Økonomistyring

**EK 208 E**

**”Verdsettelse av Hurtigruten; Er markedets prising av Hurtigruten reell?”**

Av

**Cathrine Koch**

**&**

**Trude Nikolaisen**

Våren 2010

## **Abstract**

This study's main purpose is to inquire whether the market value is realistic compared to what can be expected of Hurtigrutens future income. To decide if the market value is realistic, we need to determine whether the future cash flows are possible to achieve.

Hurtigruten is a Norwegian public limited company listed on the Oslo Stock Exchange. The corporation pursues travel and transport activities in Norway and abroad. Hurtigrutens core business comprises is the Hurtigruten along the Norwegian coast and explorer products.

In this study we have used a model, developed by Svein Oskar Lauvsnes, to calculate the future cash flows. The model is based on the marked value of the company, and by adding annual growth and a required rate of return, we will determine the cash flows. To decide if the future cash flows are real, we must determine whether the future revenue flows is possible to achieve. We do this by comparing these with an annual income estimated by a representative quarter. In order to substantiate what we have found, we use a strategic and a financial analysis. On this basis, we affirm if Hurtigruten's market value is realistic.

The next part of this paper focuses on risk for an investor. First we look at risk factors associated with Hurtigruten, before we look at hedge strategies for an investor.

## Forord

Denne bacheloroppgaven er avslutningen på et treårig studie i Økonomi og Ledelse ved Handelshøgskolen i Bodø. Oppgaven utgjør 15 studiepoeng, og er skrevet under vårsemesteret 2010. Oppgaven er skrevet innen spesialiseringen Regnskap og Økonomistyring,

Hensikten med oppgaven er å se om markedsverdien er reell i forhold til hva en kan forvente av Hurtigrutens fremtidige resultat.

I tillegg har vi to underproblemstillinger som omhandler risiko for investor. Først ser vi på ulike risikofaktorer for Hurtigruten, og deretter hvordan en investor i Hurtigruten kan sikre seg mot risiko.

En stor takk rettes til vår veileder Svein Oskar Lauvsnes for god hjelp gjennom hele oppgaven, både når det gjelder faglige innspill og god veiledning.

Til slutt vil vi rette en takk til Cecilie Koch for tålmodig å ha gjennomgått mange timer korrekturlesning av oppgaven vår.

Handelshøgskolen i Bodø

19. mai 2010

.....  
Cathrine Koch

.....  
Trude Nikolaisen

## Sammendrag

I denne bacheloroppgaven har vi undersøkt om markedsverdien til Hurtigruten er realistisk. Hurtigruten har slitt økonomisk de siste årene. Likevel kan man av markedsverdien få inntrykk av at markedet er optimistisk til Hurtigrutens fremtid. Prisen markedet har satt på Hurtigruten er forholdsvis høy dersom man sammenligner med selskapets resultater. Derfor er det interessant å se om markedet overpriser selskapet, eller om Hurtigruten faktisk kan leve opp til denne prisen.

Hovedproblemstillingen for oppgaven er:

*”Verdsettelse av Hurtigruten; Er markedets prising av Hurtigruten reell?”*

I tillegg har vi to risikorelaterte underproblemstillinger:

*”Hvilke risikofaktorer kan påvirke Hurtigrutens fremtidige kontantstrømmer?”*

*”Hvordan kan investor sikre seg mot risiko forbundet med å investere i Hurtigruten?”*

Hovedformålet med oppgaven er altså å vurdere realiteten til Hurtigrutens markedsverdi. For å komme frem til dette har vi tatt for oss teori som er relevant i forhold til problemstillingen. Dette er teori som omhandler verdsettelse, deriblant verdsettelsesmodeller og avkastningskrav, samt strategisk analyse og regnskapsanalyse. I tillegg har vi gjennom prosessen samlet inn relevant data i form av regnskapstall og annen selskapsinformasjon.

Oppgaven starter med en presentasjon av Hurtigruten der vi forteller litt om historie og virksomhetsområder. Deretter har vi med et metodekapittel der det går frem hvilken metode og forskningsdesign vi har benyttet for innsamling og analyse av data. Så tar vi for oss teori som omhandler verdsettelsesmodeller og avkastningskrav, og vi går spesielt inn på modellen (utarbeidet av Svein Oskar Lauvsnes) som vi benytter.

Videre har vi foretatt en strategisk analyse, hvor vi har sett på makroøkonomiske forhold, samt gjennomført en analyse av bransjen og av selskapet. I gjennomføringen av analysene har vi benyttet ulike modeller. Gjennom Porters Five Forces har vi kommet frem til trusler fra ulike aktører i bransjen og potensielle aktører. SWOT- analysen avdekker sterke og svake sider ved Hurtigruten, samt muligheter og trusler. VRIO- analysen bruker vi til å vurdere konkurransevnen til selskapet. Den strategiske analysen gir oss en anelse om hvordan

Hurtigruten ligger an i forhold til bransjen i tillegg til en viss indikasjon på hvordan den framtidige utviklingen kan komme til å bli.

I neste del av oppgaven tar vi for oss en regnskapsanalyse av Hurtigruten. Vi ser her på historiske tall fra tidligere års regnskap. Disse bruker vi til å beregne forholdstall som vi videre analyserer. Gjennom regnskapsanalysen får vi informasjon om hvordan den økonomiske utviklingen har vært de siste årene, og vi ser på ulike grunner til denne utviklingen. Vi ser også at det siste året har vist en positiv utvikling, noe som kan være et resultat av de tiltakene som Hurtigruten har igangsatt. Dette kan tyde på at den negative trenden kanskje har snudd og at det ser lysere ut for de fremtidige resultatene.

Videre har vi beregnet et avkastningskrav til totalkapitalen, samt regnet oss frem til Hurtigrutens fremtidige kontantstrømmer ti år fremover. Dette har vi gjort ved å benytte Svein Oskar Lauvsnes sin modell som tar utgangspunkt i markedsverdien for så å estimere fremtidige kontantstrømmer. Deretter har vi vurdert om disse kontantstrømmene er reelle, det vil si om det er mulig for Hurtigruten å oppnå slike kontantstrømmer i fremtiden. Vurderingen er gjort ved å sammenligne kontantstrømmene med et representativt kvartal for siste år. Vi kom da frem til at disse er realistiske, og at markedsverdien dermed er reell.

Det er knyttet stor usikkerhet til de fremtidige kontantstrømmene. Det er gjort en del forutsetninger og det er knyttet stor usikkerhet til de ulike variablene som inngår i beregningen av kontantstrømmene. Derfor har vi gjennomført en sensitivitetsanalyse for å se hvor stor innvirkning en endring i de ulike variablene har på størrelsen på kontantstrømmene. Sensitivitetsanalysen viser at små endringer i de ulike variablene har stor innvirkning på kontantstrømmene, og at det dermed skal lite til for at kontantstrømmene ikke blir reell i forhold til markedsverdien.

Avslutningsvis tar vi for oss underproblemstillingene som omhandler risiko for investor. I denne delen av oppgaven presenterer vi relevant teori i forhold til risikofaktorer og sikringsstrategier. Vi tar først for oss ulike risikofaktorer for Hurtigruten og hvordan disse kan håndteres. For deretter å se på hvilke risikofaktorer som har størst innvirkning på kontantstrømmene. Tilslutt går vi inn på hvordan en investor kan sikre seg mot risiko ved hjelp av ulike derivater, som opsjoner og terminkontrakter.

## Innholdsfortegnelse

<b>Abstract.....</b>	<b>I</b>
<b>Forord.....</b>	<b>II</b>
<b>Sammendrag.....</b>	<b>III</b>
<b>Innholdsfortegnelse.....</b>	<b>1</b>
<b>Figuroversikt.....</b>	<b>4</b>
<b>Tabelloversikt .....</b>	<b>4</b>
<b>Appendiksoversikt.....</b>	<b>5</b>
<b>1 Innledning.....</b>	<b>6</b>
1.1 Bakgrunn for oppgaven .....	6
1.2 Problemstilling.....	7
1.3 Avgrensing.....	7
1.4 Oppgavens oppbygning .....	8
<b>2 Presentasjon av Hurtigruten.....</b>	<b>10</b>
2.1 Innledning.....	10
2.2 Hurtigruten.....	10
<b>3 Metode.....</b>	<b>12</b>
3.1 Forberedelse.....	12
3.1.1 <i>Problemstilling</i> .....	12
3.1.2 <i>Valg av forskningsdesign</i> .....	13
3.2 Datainnsamling.....	14
3.3 Dataanalyse.....	15
3.4 Rapportering .....	16
3.5 Oppgavens kvalitet .....	16
3.5.1 <i>Reliabilitet</i> .....	17
3.5.2 <i>Validitet</i> .....	18
<b>4 Verdsettelsesmodeller og alternativ modell.....</b>	<b>20</b>
4.1 Innledning.....	20
4.2 Balansebaserte metoder .....	20
4.3 Inntjeningsbaserte metoder.....	21
4.4 Kontantstrømbaserte modeller.....	21
4.5 Valg av modell.....	22
<b>5 Avkastningskravet .....</b>	<b>24</b>

5.1	Innledning.....	24
5.2	Kapitalverdimodellen (CAPM) .....	24
5.3	Avkastningskrav for total kapitalen.....	25
5.4	Risikofri rente .....	26
5.5	Markedets risikopremie .....	26
5.6	Beta.....	27
5.7	Likviditetspremie.....	28
5.7	Gjeldskostnad .....	28
5.8	Vekting av egenkapital og gjeld .....	28
<b>6</b>	<b>Strategisk analyse.....</b>	<b>30</b>
6.1	Innledning.....	30
6.2	Makroøkonomiske forhold .....	31
6.2.1	Økonomisk vekst .....	31
6.2.2	Inflasjon.....	32
6.2.3	Valuta .....	33
6.2.4	Oppsummering makroøkonomiske forhold .....	34
6.3	Bransjeanalyse .....	34
6.3.1	Trussel fra nye inntrengere .....	35
6.3.2	Dagens konkurrenter .....	37
6.3.2	Trussel fra substitutter .....	37
6.3.3	Kundenes forhandlingsmakt .....	38
6.3.4	Leverandørenes forhandlingsmakt .....	38
6.3.5	Oppsummering .....	39
6.4	Selskapsanalyse .....	39
6.4.1	SWOT-analyse .....	41
6.4.2	VRIO- analyse .....	47
6.4.3	Oppsummering selskapsanalyse.....	48
6.5	Strategisk posisjon.....	49
<b>7</b>	<b>Regnskapsanalyse .....</b>	<b>50</b>
7.1	Innledning.....	50
7.2	Kvalitetsvurdering og korrigering .....	50
7.3	Nøkkeltallsanalyse.....	51
7.3.1	Lønnsomhet .....	52

7.3.2	<i>Likviditet</i> .....	55
7.3.3	<i>Kapitalstruktur</i> .....	57
7.4	Oppsummering av regnskapsanalysen.....	63
<b>8</b>	<b>Beregning av avkastningskravet</b> .....	<b>64</b>
8.1	Innledning.....	64
8.2	Avkastningskravet til totalkapitalen.....	64
8.2.1	<i>Risikofri rente</i> .....	65
8.2.2	<i>Markedets risikopremie</i> .....	65
8.2.3	<i>Beta</i> .....	66
8.2.4	<i>Avkastningskravet til egenkapitalen</i> .....	67
8.2.5	<i>Likviditetspremie</i> .....	67
8.2.6	<i>Egenkapitalandel og gjeldsandel</i> .....	67
8.2.7	<i>Gjeldskostnad</i> .....	68
8.3	Fastsettelse av Hurtigrutens avkastningskrav til totalkapitalen.....	69
<b>9</b>	<b>Fremtidige kontantstrømmer og deres realitet</b> .....	<b>70</b>
9.1	Innledning.....	70
9.2	Fremtidige kontantstrømmer.....	70
9.2.1	<i>Kostnader</i> .....	71
9.2.2	<i>Investeringer og avskrivninger</i> .....	72
9.2.3	<i>Inntekter</i> .....	73
9.3	Er kontantstrømmene reelle?.....	74
<b>10</b>	<b>Sensitivitetsanalyse</b> .....	<b>75</b>
10.1	Innledning.....	75
10.2	Endring i avkastningskrav.....	75
10.3	Endring i vekst.....	76
10.4	Endring i kostnadene.....	77
10.5	Oppsummering av sensitivitetsanalysen.....	79
<b>11</b>	<b>Hurtigruten og risiko</b> .....	<b>81</b>
11.1	Innledning.....	81
11.1.1	<i>Hva er risiko?</i> .....	82
11.1.2	<i>Risikostyring</i> .....	82
11.2	Risiko for Hurtigruten.....	83
11.2.1	<i>Eksterne risikofaktorer</i> .....	84



11.2.2	<i>Interne risikofaktorer</i> .....	88
11.2.3	<i>Risikofaktorer som har innvirkning på kontantstrømmene</i> .....	89
11.3	Risiko for investor .....	91
11.3.1	<i>Derivater</i> .....	91
11.3.2	<i>Derivater som sikringsinstrument</i> .....	92
11.4	Oppsummering .....	93
<b>12</b>	<b>Avslutning</b> .....	<b>94</b>
12.1	Innledning .....	94
12.2	Hovedproblemstilling .....	94
12.3	Underproblemstilling .....	95
12.4	Avsluttende kommentar .....	95
	<b>Litteraturliste</b> .....	<b>96</b>

## Figuroversikt

Figur 1.1	Oppgavens oppbygning .....	9
Figur 6.1	Top-down-analyse, Thoresen s. 39, 2006 .....	30
Figur 6.2	Porters Five Forces, i Roos, et al., s. 106, 2005 .....	35

## Tabelloversikt

Tabell 6.1	Økonomisk vekst i verden, målt ved BNP, fra 2006-2009, (stats.oecd.org) .....	32
Tabell 6.2	Prisstigning i verden, (stats.oecd.org) .....	33
Tabell 6.3	VRIO-analyse: Oversikt over konkurransefaktorer i Hurtigruten .....	48
Tabell 7.1	Hurtigrutens driftsmargin .....	52
Tabell 7.2	Hurtigrutens total kapitalrentabilitet .....	54
Tabell 7.3	Hurtigrutens egen kapitalrentabilitet .....	55
Tabell 7.4	Hurtigrutens likviditetsgrad 1 .....	56
Tabell 7.5	Hurtigrutens likviditetsgrad 2 .....	56
Tabell 7.6	Hurtigrutens kapitalstruktur IB .....	58
Tabell 7.7	Hurtigrutens kapitalstruktur UB .....	58
Tabell 7.8	Hurtigrutens Arbeidskapital .....	59

Tabell 7.9	Hurtigrutens finansieringsgrad 1 .....	60
Tabell 7.10	Hurtigrutens egenkapitalandel.....	61
Tabell 7.11	Hurtigrutens gjeldsgrad .....	61
Tabell 7.12	Hurtigrutens rentedekningsgrad .....	62
Tabell 7.13	Forholdstall for Hurtigruten .....	63
Tabell 9.1	Fremtidige kontantstrømmer .....	71
Tabell 9.2	Fremtidige kostnader .....	72
Tabell 9.3	Fremtidig inntektsstrøm .....	73
Tabell 10.1	Sensitivitetsanalyse avkastningskrav .....	76
Tabell 10.2	Sensitivitetsanalyse vekst.....	77
Tabell 10.3	Sensitivitetsanalyse, kostnadene holdes konstant .....	78
Tabell 10.4	Sensitivitetsanalyse, kostnadsreduksjon 50 mill .....	78
Tabell 10.5	Sensitivitetsanalyse, kostnadsreduksjon 100 mill .....	79
Tabell 10.6	Sensitivitetsanalyse, kostnadsreduksjon 115,4 mill .....	79

## Appendiksoversikt

Vedlegg 1	Alternativ modell utarbeidet av Svein Oskar Lauvsnes .....	100
Vedlegg 2	Månedlige observasjoner.....	101
Vedlegg 3	Beregning av Hurtigrutens betaverdi .....	102
Vedlegg 4	Resultatregnskap og balanser for Hurtigruten for 2006-2009.....	105
Vedlegg 5	Resultatregnskap for 2. kvartal 2008 og 2009.....	111

# 1 Innledning

## 1.1 Bakgrunn for oppgaven

Gjennom mange år med negative resultater og på randen til konkurs, begynner det nå å se lysere ut for Hurtigruten. Selskapet satte i 2008 i verk en restruktureringsplan med konkrete tiltak for å forbedre situasjonen. Restruktureringen ble videreført i 2009, og begynte å vise positive tendenser i slutten av året. Det var også på dette tidspunktet at Trygve Hegnar kjøpte seg inn i Hurtigruten. Den 13. november 2009 kjøpte Hegnars selskap Periscopus 20 prosent av aksjene i Hurtigruten, noe som sendte aksjekursen i været. Investor, avismann og milliardær Trygve Hegnar ble dermed største eier i selskapet ([www.dn.no](http://www.dn.no)). I ettertid, 10. mars 2009, kjøpte Hegnar ytterligere 6,35 prosent i Hurtigruten, som nok en gang fikk positiv innvirkning på aksjekursen. Dette viser at på tross av dårlige resultater har fortsatt markedet troen på selskapet.

Hurtigruten har som sagt gjennomført store endringer, og er fortsatt inne i denne restruktureringsprosessen. De har blant annet solgt virksomheter utenfor kjerneområdet, og sitter nå igjen med Hurtigruten langs norskekysten og explorer-produkter, samt bussvirksomhet som planlegges å selges. Det ble i 2008 også forhandlet frem en ny avtale med Samferdselsdepartementet om en høyere godtgjørelse for transporttjenesten langs norskekysten. Avtalen med staten utgår i 2012, da det skal utlyses nytt anbud for denne tjenesten. Hurtigruten håper på å vinne denne anbudskonkurransen ([www.hurtigruten.no](http://www.hurtigruten.no)). Selskapet har en lang historie som strekker seg helt til 1893. Det ble startet for å iverksette rask og effektiv transport av passasjerer, gods og post langs norskekysten. Hurtigruten ble på denne måten viktig for kystbefolkningen, spesielt på områder med dårlig veiforbindelse. Da det i 2004 ble utsendt anbud for drift av Hurtigruten, var det bare OVDS og TFDS som leverte inn anbud. Dette førte til at de to selskapene fusjonerte i 2005, og Hurtigruten ASA ble dermed dannet ([www.hurtigruten.no](http://www.hurtigruten.no)).

Når det gjelder valg av tema for oppgaven syntes vi verdsettelse virket spennende, og det var noe vi hadde lyst til å lære mer om. Dette i tillegg til vår interesse for tall og finans gjorde at vi valgte verdsettelse. Deretter måtte vi velge selskap og valget falt da på Hurtigruten. Selskapet har hatt stor betydning for Nord-Norge og da særlig kysten, og siden vi begge er født og oppvokst i Nordland, var Hurtigruten et selskap som vi kunne identifisere oss med. I

tillegg syntes vi det var spennende og se på et selskap som har hatt varierende resultater, men som det nå kan se ut til at er på vei i positiv retning igjen. Dette dannet også grunnlaget for vinklingen av oppgaven. De historiske tallene er for dårlige og for variable til å kunne gjennomføre en ordinær verdsettelse av Hurtigruten. De historiske tallene samsvarer heller ikke med den markedsverdien selskapet har. Derfor har vi heller valgt å se på om markedsverdien er reell i forhold til hva en kan forvente av fremtidige kontantstrømmer.

## 1.2 Problemstilling

Hovedproblemstillingen for bacheloroppgaven er:

*”Verdsettelse av Hurtigruten; Er markedets prising av Hurtigruten reell?”*

I tillegg har vi to risikorelaterte underproblemstillinger:

*”Hvilke risikofaktorer kan påvirke Hurtigrutens fremtidige kontantstrømmer?”*

*”Hvordan kan investor sikre seg mot risiko forbundet med å investere i Hurtigruten?”*

Vi skal altså gjennom hovedproblemstillingen undersøke og komme frem til om markedsverdien til Hurtigruten er realistisk. Markedsverdien indikerer at det fortsatt er noen som har troen på selskapet, på tross av flere års negative resultat. Vi ønsker å se på om prisen markedet har satt på Hurtigruten er for optimistisk eller om selskapet gjennom fremtidige kontantstrømmer kan leve opp til denne prisen.

## 1.3 Avgrensning

Oppgaven bygger på den forutsetningen at vi fremstår som eksterne analytikere. Som eksterne analytikere har vi kun tilgang til offentliggjort informasjon, som er med på å avgrense oppgaven noe. Det ikke er lagt ut noen budsjetter og det finnes kun begrenset informasjon om framtidsutsikter. Derfor vil det være knyttet stor usikkerhet til deler av oppgaven som omhandler framtidsutsikter og fremtidige kontantstrømmer, da disse er basert på en rekke forutsetninger.

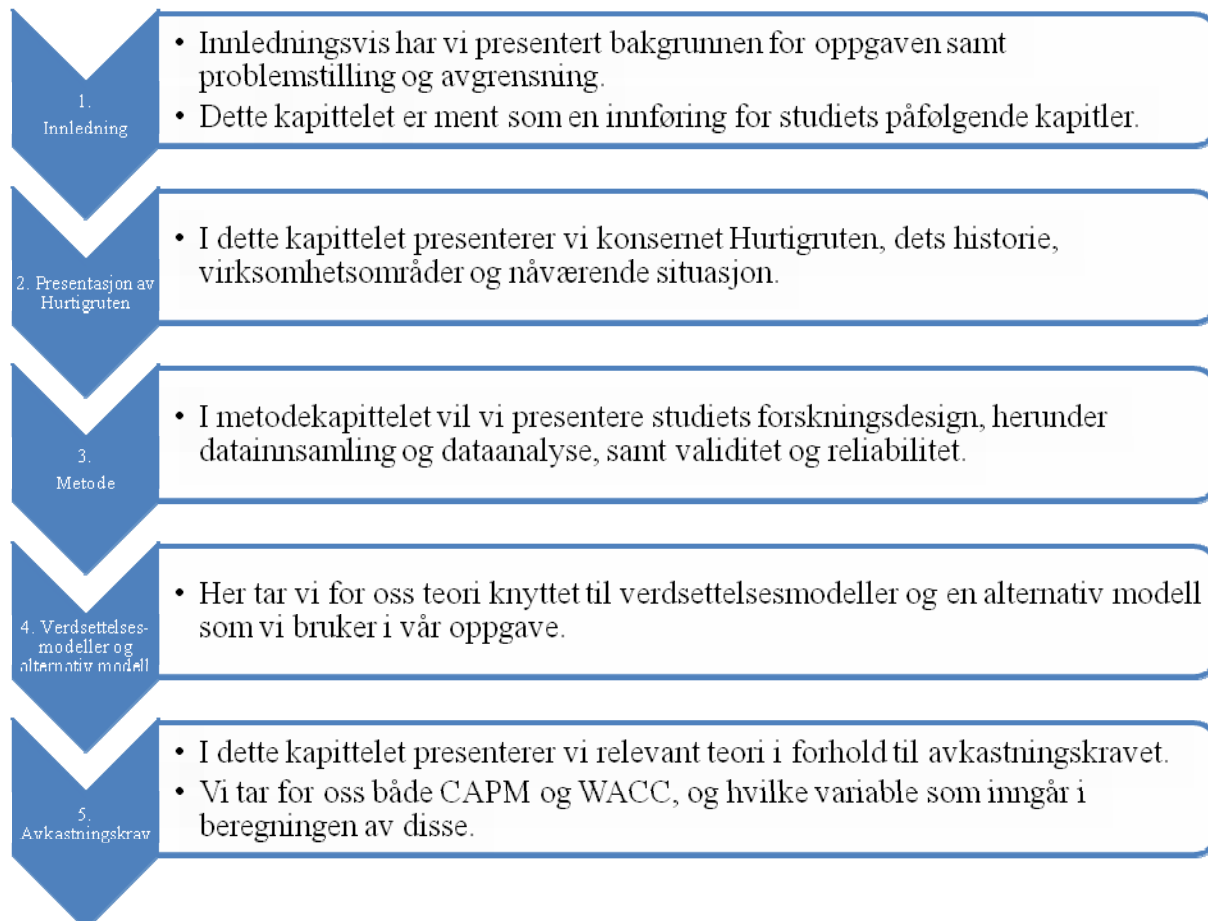
All selskapsinformasjon er hentet fra årsrapportene og Hurtigrutens egen hjemmeside. Den siste årsrapporten, for 2009, ble meget viktig for oppgaven vår på grunn av betydelige

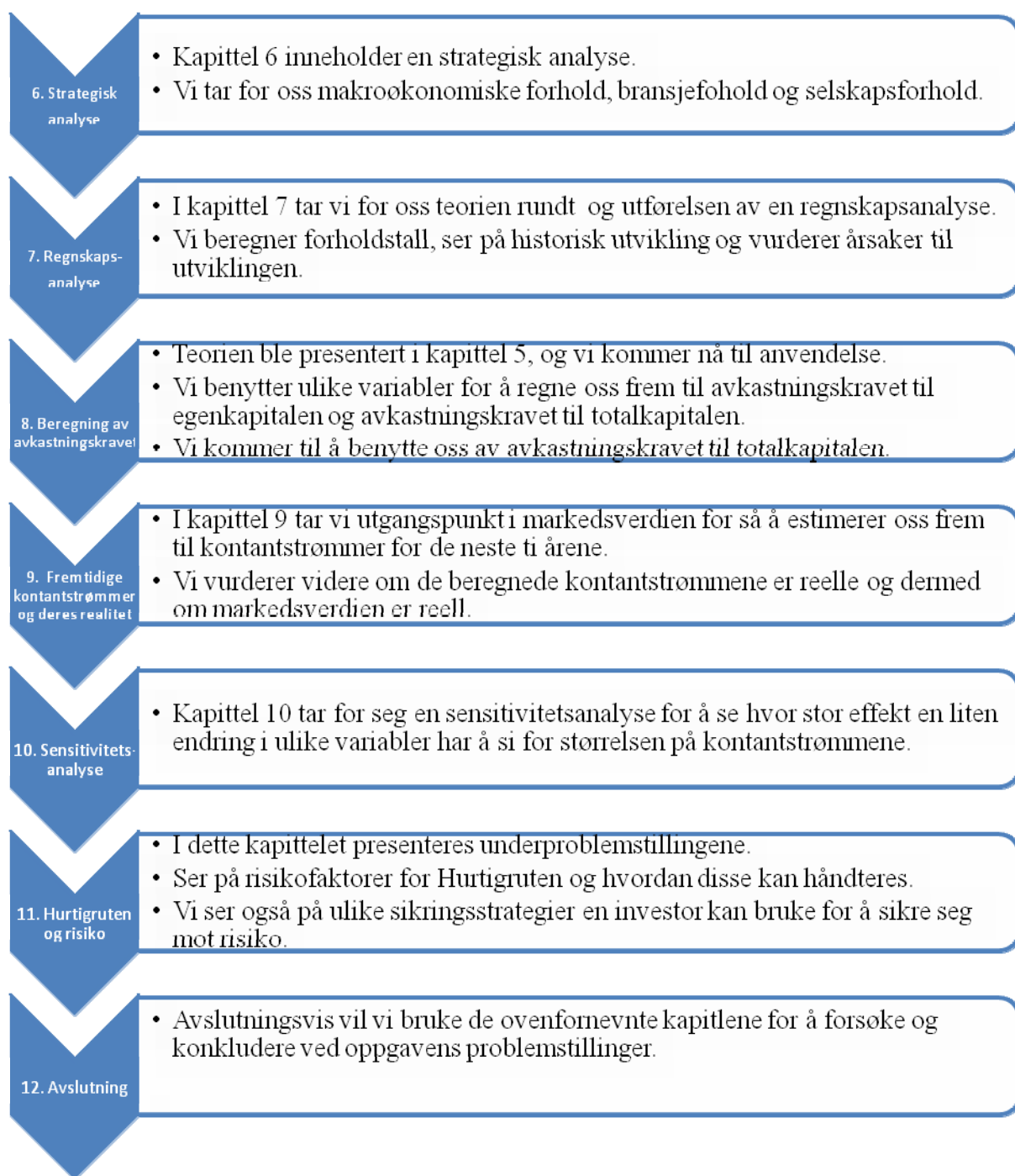
endringer i selskapet det siste året. 2009-rapporten ble imidlertid lagt ut sent i forskningsprosessen, og mye av selskapsinformasjonen er derfor hentet fra tidligere års årsrapporter mens noe er hentet fra siste årsrapporten. Alt tallmaterialet er hentet fra siste tilgjengelige regnskapsinformasjon som er lagt ut. Vi kunne satt en sluttdato for innhenting av ny informasjon, men siden det siste året er så vesentlig for vår oppgave, valgte vi å benytte også årsrapporten fra 2009.

Det er lagt opp til at arbeidet med bacheloroppgaven skal gjennomføres i løpet av ett semester. Dette tidsperspektivet legger begrensninger for oppgaven både når det gjelder størrelsen på oppgaven og innhold. Dersom tiden hadde vært bedre, kunne enkelte områder vært gransket mer detaljert.

## 1.4 Oppgavens oppbygning

Med tanke på oppgavens innhold har vi valgt å strukturere oppgaven i følgende 12 deler/kapitler:





**Figur 1.1**    **Oppgavens oppbygning**

## 2 Presentasjon av Hurtigruten

### 2.1 Innledning

I det følgende skal vi presentere Hurtigrutekonsernet ved å fortelle litt om historie, virksomhetsområder og nåværende situasjon. All bakgrunnsinformasjon i dette kapittelet er hentet fra Hurtigrutens hjemmeside.

### 2.2 Hurtigruten

Hurtigrutens virksomhet omhandler reiseliv og transport i Norge og utlandet. Selskapets kjernevirksomhet består fra og med 2009 av Hurtigruten langs norskekysten og explorerprodukter. Visjonen lyder som følger: ”Ekte opplevelser i unike farvann”

Hurtigruten er et selskap med en lang historie som strekker seg tilbake til 1893. Det begynte med dampskipet ”Vesteraalen” som 2. juli 1893 la ut på Hurtigrutens jomfrutur fra Brattøra i Trondheim til Hammerfest. Det var August Kriegsmann Gran som var initiativtakeren til at en hurtigseilende rute mellom Trondheim og Hammerfest ble satt i verk. Han tok kontakt med Richard With, direktør i Vesteraalens Dampskipsselskap, og de ble enige om at dampskipsselskapet skulle ha ansvaret for å seile denne ruten de følgende fire år. Formålet med en slik hurtiggående rute var å iverksette rask og effektiv transport av gods, passasjerer og post. På den tiden kunne postgangen mellom Trondheim og Hammerfest ta opp til fem måneder på vinterstid, mens med Hurtigruten ble den redusert til bare noen få dager. Med dårlig veiforbindelse og store avstander i nord, ble Hurtigruten svært viktig for kystbefolkningen.

Som følge av økt interesse for godstransport og et økende passasjerantall, ble Hurtigruten etter hvert utvidet med flere skip, flere anløp og hyppigere avganger. Bare på de 23 første årene økte antall passasjerer fra 6 000 til hele 70 000. Turistnæringen fattet også interesse for Hurtigruten. Turister fra hele verden strømmet til for å se den storslåtte naturen langs norskekysten.

Hurtigruten har siden oppstarten i 1893 mottatt statsstøtte. Da samferdselsdepartementet i 2004 ba om anbud for drift av Hurtigruten for perioden 1.1.2005 – 31.12.2012, var det bare

Ofotens og Vesteraalens Dampskibsselskab og Troms Fylkes Dampskibsselskap som leverte inn anbud. Det endte med at rederiene den 19.12.2005 valgte å fusjonere på grunn av dårlige driftsresultat, og det fusjonerte selskapet fikk først navnet Hurtigruten Group ASA før det ble endret til Hurtigruten ASA.

I dag er Hurtigruten en av Norges sterkeste merkevarer internasjonalt, og omtales som ”verdens vakreste sjøreise”. I tillegg til cruiseopplevelsen er Hurtigruten fortsatt en viktig del av infrastrukturen for mange kystsamfunn. Det inngår 11 skip i ruten som daglig anløper 34 havner mellom Bergen og Kirkenes. De senere årene har Hurtigruten introdusert cruise i andre unike og eksotiske farvann. Gjennom explorer cruise – virksomheten tilbyr Hurtigruten reiser på Svalbard, i Antarktis og på Grønland, og det har vist seg å være meget suksessfullt. Hurtigruten har blitt tildelt prestisjetunge priser som ”verdens beste sjøreise” og ”best i verden på spesialcruise”. Selskapet har oppnådd stor anerkjennelse for begge sine kjerneområder.

På tross av denne suksessen, har Hurtigruten slitt flere år med betydelige underskudd. Store investeringer i nye skip, fulgt av dårlig kapasitetsutnyttelse, høye rentekostnader, økende oljepriser og manglende inntjening er hovedgrunnene for den negative utviklingen. Selskapet satte dermed inn nødvendige og drastiske tiltak i 2008 for å forsøke å snu den negative trenden. Etter en restrukturering av selskapet, der virksomheter utenfor selskapets kjerneområde ble solgt, fremstår Hurtigruten nå som ”et slankere og mer fokusert selskap”. Siste års resultat viser til at tiltakene har hatt en positiv virkning, og dersom denne utviklingen fortsetter ser det ut til at Hurtigruten igjen kan se fram til år med god og lønnsom drift.

([www.hurtigruten.no](http://www.hurtigruten.no))



### 3 Metode

I dette kapittelet vil vi presentere den metoden, samt beskrive den forskningsprosessen, som vi har benyttet oss av i vår verdsettelsesstudie. Metoden er en fremgangsmåte som blir brukt som et redskap for å få svar på spørsmål og få ny kunnskap innenfor et felt. Metoden dreier seg ifølge Larsen (2007) om hvordan vi innhenter, organiserer og tolker informasjon. Når man skal gjennomføre en undersøkelse eller et forskningsprosjekt, må man benytte en eller annen form for metode.

Johannessen et al. (2004) forklarer at en forskningsprosess går over fire faser:

1. Forberedelse
2. Datainnsamling
3. Dataanalyse
4. Rapportering

#### 3.1 Forberedelse

Utgangspunktet for forskning er nysgjerrighet. Man har et tema eller en ide som man ønsker å få mer kunnskap om og forberedelsesfasen går ut på å transformere disse ideene til en konkret problemstilling. I følge Johannessen et. al. (2004) er en sentral del av forberedelsesarbeidet å sette seg inn i relevant litteratur.

Vi startet forberedelsesprosessen med å bestemme hva vi hadde lyst til å finne ut mer om. Vi kom da frem til at verdsettelse var et tema vi hadde lyst til å utforske. Neste steg ble da å sette seg inn i litteratur om dette temaet, slik at vi hadde grunnlag for å kunne utforme en problemstilling.

##### 3.1.1 Problemstilling

Problemstilling/forskningsspørsmål kan i følge Halvorsen (s.22, 2003) referert i Johannessen et al., (s. 60, 2004) defineres som *"(...) spørsmål som blir stilt med et bestemt formål, og på en så presis måte at det lar seg belyse gjennom bruk av samfunnsvitenskapelige metoder"*. Problemstillingen er med på å avgrense og konkretisere temaet for undersøkelsen (Larsen,

2007). Med andre ord skal en god problemstilling vise hva undersøkelsen skal gi svar på og gi retning til det videre arbeidet. Å utarbeide en problemstilling er ofte den vanskeligste og mest krevende fasen i forskningsprosessen. Dette fordi den er avgjørende for resten av prosessen. Det er undersøkelsens problemstilling som bestemmer valg av metode. Derfor er det viktig å utforme en god og relevant problemstilling i begynnelsen av forskningsprosjektet. Problemstillinger handler i hovedsak om å besvare to spørsmål: hva og hvem som skal undersøkes. Gode problemstillinger er derfor utformet på en klar måte slik at det går tydelig frem hva og hvem som undersøkes (Johannessen et. al, 2004). Vi har valgt følgende problemstillinger:

Problemstilling:

*”Verdsettelse av Hurtigruten; Er markedets prising av Hurtigruten reell?”*

Underproblemstillinger:

*”Hvilke risikofaktorer kan påvirke Hurtigrutens fremtidige kontantstrømmer?”*

*”Hvordan kan investor sikre seg mot risiko forbundet med å investere i Hurtigruten?”*

### **3.1.2 Valg av forskningsdesign**

Forskningsdesign vil si ”alt” som knytter seg til en undersøkelse (Johannessen et al., 2004). Det finnes tre hovedtyper forskningsdesign: eksplorerende, beskrivende og kausale. Premissene for forskningsdesignet man velger, legges av problemstillingen. For eksempel vil en problemstilling uten klar karakter kreve et *eksplorerende* studie, mens et ønske om å kartlegge en eller flere variabler og sammenhengene mellom disse vil kreve et *beskrivende* studie. Dersom en ønsker å undersøke effekten av en eller flere uavhengige variabler og en avhengig variabel gjennomfører en et *kausalt* studie (Selnes, 1999).

Hovedproblemstillingen vår er å undersøke om Hurtigrutens markedsverdi er reell. Problemstillingen er presis, som utelukker eksplorerende design, den skal ikke finne årsakssammenhenger slik som kausale design. Det er da beskrivende design som vil passe best til vår problemstilling, siden vi skal tallfeste størrelser og kartlegge sammenhenger. Det finnes flere design som er beskrivende, blant disse finner vi casestudie, som vi velger på bakgrunn av problemstillingen.

### *Casestudie*

Casestudie går ut på at ett eller noen få tilfeller studeres grundig. Studiet skjer over tid ved detaljert og omfattende datainnsamling. Både kvalitative tilnærminger, som observasjon eller åpne intervju, og kvantitative tilnærminger, som eksisterende statistikk og spørreskjema, benyttes i gjennomføringen av casestudier. Ofte kombineres disse to tilnærmingene for å innhente mest mulig detaljert informasjon. Det er spesielt to egenskaper som kjennetegner et case: et avgrenset fokus på den bestemte casen, og en mest mulig grundig beskrivelse (Johannessen et al., 2004). Vår problemstilling tilsier at vi må studere Hurtigruten inngående, noe vi skal gjøre ved å se på markedsverdi, regnskapstall og annen eksisterende informasjon. Vi avgrenser fokuset ved å se på Hurtigruten, og beskriver forholdene ved selskapet grundig. Casestudie er dermed et passende design å bruke.

## **3.2 Datainnsamling**

Etter å ha valgt casestudie som forskningsdesign, skal vi velge metode for datainnsamling. Datainnsamling er en vesentlig fase i undersøkelsesprosessen, en skal nå søke den kunnskapen som gir grunnlag for å svare på problemstillingen (Larsen, 2007). Det må samles inn data som er mest mulig relevant og pålitelig, slik at den gjenspeiler realiteten av det som undersøkes. Data kan finnes i flere former, og samfunnsvitenskapelig metodelære skiller mellom kvantitativ og kvalitativ tilnærminger, betegnet som kvantitative og kvalitative metoder. Kvantitative data er målbare, det vil si at de kan kategoriseres slik at de kan telles opp og man kan vurdere omfanget av dem. Kvantitative data kan samles inn ved for eksempel bruk av spørreskjema eller systematisk innhenting av tallmateriale. Kvalitative metoder forholder seg derimot til data i form av tekster og legger vekt på fortolkning av dataen (Johannessen et al., 2004). Måter å samle inn kvalitativ data er gjennom observasjon, fokusgrupper og intervju. Når man skal velge mellom kvalitativ og kvantitativ metode er det viktig at man velger den metoden som er best egnet ut fra den problemstillingen man skal arbeide med (Holme og Solvang, 1996).

Siden vi skal vurdere om markedsverdien er reell, trenger vi å samle inn en mengde tallmateriale. Bruk av denne typen innsamling tyder på at en kvantitativ metode vil være anvendelig. På en annen side er det ikke bare tallmessig informasjon som skal innhentes når markedsverdiens realitet skal vurderes. For å innhente informasjon til den strategiske analysen og til underproblemstillingen må vi benytte oss av kvalitative data.

Holme og Solvang (1996) mener det ikke er naturlig å hevde at én tilnæringsmåte er den rette, men at det ofte kan være en fordel å kombinere kvalitative og kvantitative tilnæringsmåter. På denne måten kan ofte sterke og svake sider ved de ulike metoderedskapene oppveie hverandre. For vår del vil det være vanskelig å bruke en ren kvalitativ eller kvantitativ tilnærming, og vi vil i vår oppgave benytte oss av en kombinasjon av disse.

Man skiller gjerne også mellom primær- og sekundærdata. Primærdata er nye data som en selv samler inn gjennom forskjellige metoder, mens sekundærdata er data som allerede foreligger (Larsen, 2007). Vi baserer oppgaven vår kun på sekundærdata i form av aksjekurs, årsrapporter, kvartalsrapporter, offentlig statistikk og lignende. Innsamlingen av sekundærdata har hovedsakelig foregått gjennom internett. Fordelene med å bruke sekundærdata er at de kan skaffes raskt, de koster lite og de kan gi oss et referansepunkt til å sammenligne våre egne data med. I tillegg er det noe informasjon som man kun får tilgang til gjennom sekundærdata, for eksempel informasjon om konkurrentene. Begrensingene med sekundærdata er i følge Selnes (1999) at de er samlet inn til et annet formål slik at de sjelden vil gi tilstrekkelig svar på alt man lurer på, og ofte er sekundærdata gammel informasjon, selv om det sistnevnte ikke er tilfelle ved våre data. Sekundærdataene vi har samlet inn gir grunnlag for den strategiske analysen og for regnskapsanalysen.

### **3.3 Dataanalyse**

Når all nødvendig data er samlet inn, må det analyseres. Man sitter ofte igjen med mye informasjon etter en datainnsamling, og dataanalysen hjelper oss til å skaffe orden og oversikt i datamaterialet (Grenness, 1997). Analyse av data går ut på å bearbeide, kategorisere og forenkle innsamlet materiale slik at informasjonen kan brukes til å svare på oppgavens problemstilling.

I vår oppgave vil vi gjøre ulike typer analyser. En strategisk analyse gjøres for å få bedre innsikt i Hurtigruten samt forhold utenfor som kan virke inn på selskapet. Vi vil benytte ulike modeller som verktøy i den strategiske analysen. Porters Five Forces brukes for å analysere Hurtigrutens eksterne forhold, mens en SWOT – analyse og en VRIO – analyse benyttes for å

identifisere og vurdere interne faktorer. Samlet gir dette grunnlag for å kartlegge Hurtigrutens konkurranseforhold og strategiske posisjon.

Regnskapsanalysen går ut på å analysere regnskapstallene. Tallene benyttes til å vurdere selskapets lønnsomhet, likviditet, finansiering og soliditet per i dag, samt til å se hvordan nevnte forhold har utviklet seg i forhold til tidligere år. Selv om oppgaven ikke baserer seg på de historiske tallene, er det allikevel interessant å gjennomføre en regnskapsanalyse. Det kan komme mye relevant informasjon ut av å se på hvordan den økonomiske utviklingen har vært og eventuelle årsaker til denne utviklingen. Den informasjonen som kommer frem i en regnskapsanalyse kan blant annet brukes i vurderingen av realiteten til kontantstrømmene.

Når den strategiske analysen og regnskapsanalysen er gjort, beregner vi avkastningskravet til totalkapitalen. Her vurderer vi de ulike faktorene kravet består av, og kommer tilslutt fram til et avkastningskrav som vi benytter i selve beregningen av fremtidige kontantstrømmer. I oppgaven tar vi utgangspunkt i markedsverdien og beregner oss frem til kontantstrømmer ti år frem i tid. Deretter vurderer vi om markedsverdien er realistisk ved å se på om kontantstrømmene er mulig å oppnå.

Når det kommer til underproblemstillingen er det risiko som er hovedfokuset. Vi identifiserer og analyserer de viktigste risikofaktorene som Hurtigruten er utsatt for eller kan bli utsatt for i fremtiden.

### **3.4 Rapportering**

Rapportering vil si resultatet av forskningen og hvordan denne presenteres. I vårt tilfelle er rapporteringen skriftlig i form av denne studentoppgaven/bacheloroppgaven.

### **3.5 Oppgavens kvalitet**

Kvaliteten til oppgaven går blant annet ut på påliteligheten og troverdigheten til dataene som benyttes, dvs. reliabiliteten og validiteten.

### 3.5.1 Reliabilitet

Reliabilitet dreier seg om hvor pålitelig oppgavens data er. Det gjelder hvilke data som brukes, måten de samles inn på og hvordan de bearbeides. Påliteligheten kan styrkes ved å gi en inngående beskrivelse av konteksten og en åpen og detaljert framstilling av framgangsmåten under hele forskningsprosessen (Johannessen et al., 2004).

Når det kommer til hvilke data som brukes, vil vi kun basere oppgaven på sekundærdata. Det vil si at vi ikke samler inn data til vårt bestemte formål, men vi bruker data som allerede er tilgjengelig. Det positive med det er at det knyttes høy reliabilitet til deler av de sekundære dataene vi skal bruke. Regnskapene til Hurtigruten er det grunn til å anta er meget pålitelige siden de må følge strenge regnskapsreglementer og revisor må godkjenne dem. Det er allikevel ikke 100 prosent sikkert at regnskapene er helt korrekte. Det kan av og til hende at noen forhold blir uforskyldt oversett, og det har også vært avslørt tilfeller i andre selskap der det med vilje har blitt rapportert feilaktige regnskap. Det finnes uansett ingen grunn til å tro at noe slikt er tilfelle ved Hurtigrutens regnskap. Vi slår dermed fast at reliabiliteten til regnskapsdataene er meget høy.

Sekundærdata som samles inn til den strategiske analysen kan vi ikke være like sikre på at er knyttet like stor pålitelighet til. Den strategiske analysen baseres i hovedsak på årsrapportene til Hurtigruten. Selv om det ikke er grunn til å tro at opplysningene i årsrapportene er uriktige, er deler av informasjonen, spesielt om fremtiden, noe usikkert. I tillegg får vi ved kun å bruke årsrapportene, bare den ene siden av saken, og slik informasjon kan noen ganger gi et for ”optimistisk” bilde av selskapet. Derfor kunne det vært aktuelt å bruke mer data fra eksterne kilder. Allikevel skulle man tro at selskapet vet mest om seg selv, og at intern informasjon derfor er mer pålitelig enn ekstern.

For å skaffe mer detaljert informasjon om enkelte forhold, og for å dobbeltsjekke informasjon slik at det kan knyttes mer pålitelighet til dataene, burde det kanskje vært hentet inn primærdata i form av intervju eller lignende. Dette gjelder spesielt til den strategiske analysen og til underproblemstillingene.

En måte å teste datas reliabilitet på er at flere undersøker det samme fenomenet. Dersom flere kommer frem til samme resultat, tyder det på høy reliabilitet (Johannessen et al., 2004).

Denne testen er umulig å gjøre i vårt tilfelle. Vi styrker heller påliteligheten ved å gi en detaljert framstilling av fremgangsmåten gjennom hele oppgaven.

### 3.5.2 Validitet

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 et al., 2004). Det er ikke nok at dataene er pålitelige. Dersom de måler noe annet enn det vi ønsker å måle, kan dataene være så pålitelige som de bare vil, de er likevel ikke brukbare til å prøve vår problemstilling (Holme og Solvang, 1996). Validitet må ikke oppfattes som noe definitivt, som om data enten er valide eller ikke, men det er et kvalitetskrav som kan være tilnærmet oppfylt (Lund, 1996 referert i Johannessen et al., 2004).

Når vi skal vurdere validiteten til vår oppgave, er det enkelte forhold vi må se på. Vi begynte datainnsamlingen i februar 2010. På det tidspunktet var ikke årsrapporten for 2009 kommet ut, og vi måtte dermed basere oss på 2008-rapporten. Årsrapporten for 2009 ble offentliggjort 24. mars. På grunn av at siste årsrapport kom ut såpass sent i vår forskningsprosess, er mye av den informasjonen vi har benyttet i oppgaven hentet fra 2008-rapporten. Da siste årsrapport ble offentliggjort var vi allerede begynt på analysen, men siden vi ønsket å skildre en mest mulig riktig virkelighet, hentet vi inn tallmateriale fra 2009-rapporten og gjennomførte regnskapsanalysen på nytt. Grunnen til at vi valgte å gjøre dette er at mange av tallene endres mye fra år til år. For eksempel er driftsinntektene for 2007 i 2007-rapporten på 3,8 milliarder mens driftsinntektene for 2007 i 2008-rapporten var på 2,4 milliarder. Derfor valgte vi å basere oppgaven på de siste oppdaterte tallene. I tillegg er noe data til den strategiske analysen og til underproblemstillingen hentet fra 2009-rapporten.

Vi har kommet frem til kontantstrømmer 10 år fram i tid ved å ta utgangspunkt i markedsverdien. Markedsverdien kan endre seg mye på relativt kort tid, noe som vil få innvirkning på de beregnede kontantstrømmene, i tillegg er det knyttet stor usikkerhet til avkastningskrav og vekst. Validiteten til kontantstrømmene kan dermed fort endres.

En annen ting som kan påvirke oppgavens validitet er våre subjektive holdninger. Dersom det er forhold som det ikke finnes tilstrekkelig informasjon om, kan det være lett å gjøre antakelser som er påvirket av egne meninger. Når det gjelder vår oppgave, som kun er basert

på sekundærdata, er det enkelte forhold vi ikke har hatt nok informasjon om og vi har dermed tatt visse forutsetninger. Likevel har ikke dette skjedd i så stor grad at det har hatt så alt for mye å si for validiteten.

Når vi skal vurdere validiteten til oppgaven sett under ett kan vi, med bakgrunn i beskrivelsen over, si at validiteten til oppgaven er relativt høy. Validiteten kunne imidlertid vært enda bedre dersom vi hadde brukt primærdata til å supplere med. I tillegg kunne vi brukt andre kilder enn bare Hurtigruten for å få bekreftet data og for å få tilgang til annen informasjon.



## 4 Verdssettelsesmodeller og alternativ modell

### 4.1 Innledning

Det vil i mange tilfeller være et behov for å sette en pris på et selskap. Ved for eksempel følgende situasjoner kan det være aktuelt; kjøp og salg av bedrifter eller deler av bedrifter, fusjoner og emisjoner. Formålet med å gjennomføre en verdsettelse er å estimere verdien av selskapet til en mest mulig ”riktig” pris, og dermed bidra til økt sikkerhet for alle parter. Når det er sagt er verdsettelse på ingen måte en enkel vurdering og heller ikke i følge Kinserdal (2005) noen eksakt vitenskap, den avhenger av flere forhold.

Den kan blant annet avhenge av hvilken modell man velger å legge til grunn, for det finnes nemlig flere ulike metoder for å verdsette et selskap. Metodene kan i all hovedsak deles inn i to hovedkategorier; balansebaserte metoder og inntjeningsbaserte metoder. Valg av metode kommer an på type selskap og bransje, og hvilken situasjon selskapet befinner seg i.

Følgende skal vi se på hva det er som skiller balansebaserte metoder og inntjeningsbaserte metoder, samt nevne de vanligste modellene innenfor hver av disse. Deretter vil vi gå nærmere inn på kontantstrømbaserte modeller, da disse er mest relevant for vår oppgave. I tillegg vil vi også presentere en variant av kontantstrømbaserte modeller som vi vil benytte oss av. Den tar utgangspunkt i markedsverdien for å finne fremtidige kontantstrømmer, i stedet for å ta utgangspunkt i kontantstrømmene for å finne verdien som i utgangspunktet er normalt ved en verdsettelse.

### 4.2 Balansebaserte metoder

Balansebaserte metoder tar utgangspunkt i den regnskapsmessige balansen, og korrigerer denne med eventuelle reserver og forpliktelser (Møller, 1989). De balansebaserte metodene brukes som oftest ved avvikling av selskap. Disse metodene blir også foretrukket i bransjer som har et aktivt annenhåndsmarked, slik som for eksempel finans, shipping og eiendom ([www.ledernytt.no](http://www.ledernytt.no)). De tre vanligste balansebaserte metodene, som Boye og Dahl (1997) nevner, er:

- Matematisk verdi/bokført egenkapital

- Substansverdi/ verdijustert egenkapital
- Likvidasjonsverdi

### **4.3 Inntjeningsbaserte metoder**

De inntjeningsbaserte metodene tar utgangspunkt i inntjeningen til selskapet. Det er disse metodene som oftest benyttes i verdivurderinger, og blir så å si alltid brukt dersom fortsatt drift er tilfelle ([www.ledernytt.no](http://www.ledernytt.no)). Inntjeningsbaserte modeller deles ofte inn i:

- Dividendemodeller
- Kontantstrømbaserte modeller
- Resultatmodeller

### **4.4 Kontantstrømbaserte modeller**

Å kjøpe et selskap er ensbetydende med å kjøpe selskapets fremtidige kontantoverskudd. Boye og Meyer (2008), Dahl et al. (1997), Brealey et al. (2008) anbefaler derfor å bruke kontantstrømbaserte modeller når man skal verdsette et selskap. En kontantstrømbasert modell bruker neddiskontert sum av fremtidige kontantstrømmer. De fremtidige kontantstrømmene utledes fra en strategisk analyse og en regnskapsanalyse. For å estimere de fremtidige kontantstrømmene anbefaler Boye og Dahl (2002) å utarbeide budsjetter, altså fremtidsregnskap, for 5-15 år. Disse kontantstrømmene må så diskonteres til dagens verdi ved å bruke et passende avkastningskrav. Fordelen med de kontantstrømbaserte metodene er altså at de også tar sikte på fremtidsutsikter og ikke bare baserer seg på historiske tall.

Innenfor kontantstrømbaserte modeller finnes det to ulike metoder, egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden. Boye og Meyer (2008) anbefaler totalkapitalmetoden, med et par unntak. Unntakene gjelder verdsettelse av banker og livsforsikringsselskaper. Disse har normalt en stabil egenkapitalandel, noe som gjør det enklere å bruke egenkapitalmetoden. For Hurtigruten mener vi det vil være best å bruke totalkapitalmetoden.

## 4.5 Valg av modell

Problemstillingen vår tilsier at vi ikke kan bruke den normale formen for kontantstrømbaserte modeller som tar utgangspunkt i fremtidige kontantstrømmer for å finne verdien av et selskap. Vi skal undersøke om markedets prising av Hurtigruten er reell. For å finne ut av dette må vi ta utgangspunkt i markedsverdien, for så å estimere fremtidige kontantstrømmer. En modell for en slik fremgangsmåte eksisterer ikke. Førsteamanuensis Svein Oskar Lauvsnes ved Handelshøgskolen i Bodø har i denne forbindelse utarbeidet en modell som finner fremtidige netto kontantstrømmer gitt dagens markedsverdi (se vedlegg 1). Modellen er utformet på følgende måte:

$$NV = P \cdot N = \frac{CF}{1+r} + \frac{CF(1+g)}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF(1+g)^{T-1}}{(1+r)^T} + \frac{RV}{(1+r)^T}$$

NV = markedsverdien av selskapets egenkapital

P = aksjekurs

N = antall utestående aksjer

CF = netto kontantstrøm til EK, realverdi

r = diskonteringsrente, realverdi, etter skatt

g = årlig vekst

T = år

$$RV = \text{restverdi} = \frac{CF(1+g)^{T-1}}{r}$$

Det er altså denne modellen vi kommer til å bruke for å estimere fremtidige kontantstrømmer. Vi tar da utgangspunkt i markedsverdien til selskapet en gitt dato. Markedsverdien tilsvarer verdien av egenkapitalen. Som tidligere nevnt skal vi bruke totalkapitalmetoden, og vi må dermed finne verdien av totalkapitalen (sysselsatt kapital) ved å legge rentebærende gjeld til markedsverdien. Siden det er totalkapitalmetoden vi bruker, er det avkastningskravet til totalkapitalen som benyttes som diskonteringsrente. For å kunne avgjøre om kontantstrømmene er reelle, må inntektsstrømmen ( $I_t$ ) finnes. Dette gjøres ved å sette opp en kostnadsstruktur ( $K_t$ ), basert på dagens kostnader, som legges til kontantstrømmene ( $CF_t$ ). Noe som kommer frem i vedlegg 1:

$$CF_t = I_t - K_t$$

Den inntektsstrømmen som da fremkommer sammenlignes med tidligere års inntektsstrømmer for å kunne avgjøre om kontantstrømmene er reelle og dermed om selskapet er ”riktig” priset.

## 5 Avkastningskravet

### 5.1 Innledning

Avkastningskravet for et selskap er den avkastningen som er nødvendig for å trekke kapital til selskapet, og kravet brukes som diskonteringsrente blant annet ved verdivurderinger. Johnsen (1997) definerer avkastningskrav som forventet avkastning kapitalmarkedet tilbyr på samme plasseringer med samme risiko som selskapet. Det er i følge Gjesdal og Johnsen (1999) fire forhold som vektlegger denne definisjonen: forventet avkastning, alternative plasseringer, kapitalmarkedet og samme risiko.

- Forventet avkastning handler om en fremtidig avkastning som er ukjent i dag. Når man diskonterer fremtidige kontantstrømmer for en virksomhet må disse være forventede verdier (optimistiske og pessimistiske) som man anslår i en sensitivitetsanalyse.
- Alternative plasseringer vil si at avkastningskravet skal svare til det investor kan tjene på en like risikabel plassering av kapitalen.
- Kapitalmarkedet dreier seg om at avkastningskravet bestemmes av lønnsomheten for markedsplasseringer med tilsvarende risiko.
- Samme risiko vil si at avkastningskravet avhenger av selskapets risiko, dvs. muligheten for avvik fra forventet avkastning.

### 5.2 Kapitalverdimodellen (CAPM)

Det er vanlig å benytte kapitalverdimodellen når man skal beregne risikotillegget og avkastningskravet for en investering (Bredesen, 2005). Modellen brukes for å finne avkastningskravet til egenkapitalen, og forutsetter at dette består av en risikofri rente og en risikopremie. Formelen for kapitalverdimodellen (CAPM) i (Boye, 2002):

$$CAPM = r_e = r_f + \beta \times (E(r_m) - r_f)$$

$r_e$  = Avkastningskravet for egenkapitalen

$\beta_j$  = Betaværdien for aksjen

$r_f$  = Risikofri rente

$E(r_m)$  = Forventet avkastning på markedsporteføljen

$E(r_m) - r_f$  = Markedets risikopremie

Formelen over tar ikke hensyn til skatter. Vi ønsker å beregne avkastningskravet for egenkapitalen etter skatt, og må derfor ta dette med i beregningene. Formelen for avkastningskravet for egenkapitalen etter skatt blir da seende slik ut (Boye, 2002):

$$r_e = r_f \times (1-s) + \beta \times (E(r_m) - r_f \times (1-s))$$

s = Skattesats

### 5.3 Avkastningskrav for totalkapitalen

Ved verdivurdering av en virksomhet diskonteres ofte kontantstrømmer til totalkapitalen, for å gjøre dette trenger man avkastningskravet for totalkapitalen. (Gjesdal og Johnsen, 1999).

Avkastningskravet for totalkapitalen kan kalkuleres ved å veie sammen avkastningskravet for egenkapitalen og gjennomsnittlig lånerente for den rentebærende gjelden. Vektene skal være andelen av kapitalbehovet som finansieres med egenkapital og gjeld (Bredesen, 2005).

Fremgangsmåten for å finne totalavkastningskravet betegnes ofte som WACC = Weighted Average Cost of Capital, i Bredesen (2005) beregnes det slik:

$$WACC = r_t = r_e \times \frac{E}{V} + r_g \times (1-s) \times \frac{G}{V}$$

$r_t$  = Totalkapitalkostnaden etter skatt

$r_e$  = Avkastningskravet for egenkapitalen

E = Egenkapital

G = Gjeld

V = Totalkapital

$r_g$  = Avkastningskravet for gjelden

s = Skattesats

$E/V$  = Egenkapitalandel

$G/V$  = Gjeldsandel

## 5.4 Risikofri rente

Risikofri rente vil si den avkastningen man oppnår ved en risikofri plassering. Den kan tolkes som den avkastningen en investor minst må oppnå for å stille sine midler til disposisjon, forutsatt at det ikke er knyttet risiko til avkastningen (Bredesen, 2005). Det kan være nærliggende å benytte den kortsiktige statsertifikatrente som den risikofrie rente. Den korte renten svinger imidlertid ofte betydelig, og den er derfor lite egnet i et avkastningskrav. Dette taler til fordel for å benytte 3 års eller lengre statsrente (Johnsen, 1997). Boye og Koekebakker (2006) mener at det sannsynligvis er mest riktig å bruke den lengste statsobligasjonsrenten. I en nøkkeltallsanalyse av Oslo Børs fra 2007 gjort av Norges Bank kommer det også frem at det er vanlig å bruke en langsiktig risikofri rente ([www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)). Dette er sammenfallende med en undersøkelse PwC har gjennomført. Der kom det frem at 65 prosent av de spurte aktørene bruker en 10-årig obligasjonsrente som mål på den risikofrie renten, noe som svarer til PwC's praksis ([www.pwc.com](http://www.pwc.com)). I den langsiktige statsrenten ligger det imidlertid ofte en likviditetspremie som ikke skal være med i et egenkapitalkrav. Boye og Dahl (2002) anbefaler derfor å bruke en mellomlang statsobligasjonsrente, med en løpetid på 2-3 år, som representant for den risikofrie renten.

## 5.5 Markedets risikopremie

Meravkastningen utover det vi får ved en risikofri plassering, kalles en risikopremie. Det er med andre ord et mål på hvilken kompensasjon en investor forlanger for å være villig til å pådra seg risiko. Jo høyere risiko, desto høyere risikopremie (Bredesen, 2005). Markedets risikopremie medberegnert skatt kan i følge Boye og Dahl (2002) beregnes slik:

$$\text{Risikopremie for markedet} = r_m - r_f (1 - s)$$

$r_m$  = Forventet avkastning på markedsporteføljen

$r_f$  = Risikofri rente

$s$  = Skattesats

Når man skal beregne markedets risikopremie tar man ofte utgangspunkt i historiske risikopremier, men dette gir ofte dårlige holdepunkter for å bestemme den nåværende risikopremien på grunn av endringer i markedet (Boye og Dahl, 2002). Den historiske risikopremie avhenger av den valgte måleperiode og om den gjennomsnittlige avkastning er aritmetisk eller geometrisk beregnet (Boye og Meyer, 2008). Det er uenighet om man skal benytte aritmetisk eller geometrisk gjennomsnitt, men både Gjesdal og Johnsen (1999) og Boye og Meyer (2002) anbefaler aritmetisk gjennomsnitt. I følge Thoresen (2006) ligger risikopremien for tiden på 3-5 %.

## 5.6 Beta

Beta er et mål for den markedsrelaterte risikoen. I gjennomsnitt er beta lik 1 for børsnoterte aksjer, og beta er sjelden lavere enn 0,5 og sjelden høyere enn 2. Beta måler hvor mye en aksje svinger relativt til hele markedet. Når beta er lik 0,5, vil det si at avkastningen for gjeldende aksje er halvparten så variabel som avkastningen for alle børsnoterte aksjer til sammen. En beta lik 2 innebærer at aksjen er dobbelt så variabel som avkastningen for en gjennomsnittsaksje. En aksje som i gjennomsnitt svinger i takt med hovedindeksen på Oslo Børs, har en beta lik 1 (Boye og Dahl, 2002). Det vil si at hvis et selskap har en betaverdi på 2 så vil selskapets aksjekurs stige dobbelt så mye som hovedindeksen ved oppgang, og halveres i forhold til hovedindeksen ved nedgang. Beta ( $\beta$ ) beregnes i følge Boye (2002) på denne måten:

$$\beta = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\text{var}(R_m)}$$

$\beta$  = Beta

$\text{cov}(R_i, R_m)$  = Kovariansen mellom avkastningen til aksjen (i) og til markedsporteføljen (m)

$\text{var}(R_m)$  = Variansen til markedsporteføljens avkastning



## 5.7 Likviditetspremie

Det kan være aktuelt å regulere opp et betabasert egenkapitalkrav med en likviditetspremie for mindre likvide aksjer og for ikke-børsnoterte aksjer. Likviditetspremien fungerer som et risikotillegg som skal kompensere investorene for innlåsningsrisikoen for en illikvid aksje. Likviditetspremien fungerer altså som en risikokompensasjon dersom det er relativt dyrt/vanskelig å komme seg raskt ut av aksjen. For aksjer med dårlig likviditet kan likviditetspremien i egenkapitalkravet ofte være større enn betarisikopremien. Det kan dermed argumenteres for likviditetspremier i egenkapitalkravet fra 2 % til 4 % for de mindre likvide aksjene på Oslo Børs, og sannsynligvis likviditetspremier fra 4 % til 6 % for unoterte, og særskilt mindre selskaper. Likviditetspremier av denne størrelse forutsetter at et likvid eierskap virkelig er av betydning for investor. For eksempel vil dette gjelde for en finansiell investor hvor et kortsiktig salg er en realistisk mulighet. For et selskap er det derimot ofte vanskelig å forsvare en likviditetspremie i diskonteringsrenten, selv om det kjøpte selskapet er illikvid og unotert. Størrelsen av en eventuell likviditetspremie må da eventuelt fastsettes ut fra eier- og likviditetsforhold ved det kjøpende selskap (Johnsen, 1997).

## 5.7 Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden, eller gjeldsrenten, er hva eierne av gjelden krever i avkastning for å stille ny gjeld til disposisjon for et selskap. Vi kan i grunnen gå frem på samme måte for å finne gjeldskostnaden som når vi beregner egenkapitalkostnaden, bare at vi bruker selskapets gjeldsbeta  $\beta_g$  i stedet for egenkapitalbetaen. Gjeldskostnaden kan da beregnes på følgende måte:

$$r_g = r_f + \beta_g \times (E(r_m) - r_f \times (1 - s))$$

Ofte kan man imidlertid observere gjeldsrenter i markedet til fordel for å estimere gjeldskostnaden. Hvis selskapet eksempelvis har obligasjonslån utestående, kan man ut fra den effektive renten på disse, få et anslag på gjeldskostnaden (Bredesen, 2005).

## 5.8 Vekting av egenkapital og gjeld

Totalkapitalkostnaden skal være et veid gjennomsnitt av kostnaden for gjeld og egenkapital, hvor vektene skal være andelen av kapitalbehovet som finansieres med egenkapital og gjeld. Egenkapitalandelen viser til hvor stor egenkapitalen er i forhold til totalkapitalen, og

gjeldsandelen viser hvor stor gjelden er i forhold til totalkapitalen (Bredesen, 2005).

Egenkapitalandelen og gjeldsandelen beregnes slik:

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{E}{V}$$

$$\text{Gjeldsandel} = \frac{G}{V}$$

I følge Boye og Meyer (2008) skal bare den rentebærende gjelden tas med når vektene skal beregnes. Grunnen er at vi tar hensyn til endringer i den omsetningsavhengige rentefrie gjelden når vi beregner kontantoverskuddene til totalkapitalen.

## 6 Strategisk analyse

### 6.1 Innledning

I dette kapittelet vil vi gjennomføre en strategisk analyse av Hurtigruten. Hensikten er å kartlegge den strategiske posisjonen selskapet har i dag, samt se hvordan denne kan utvikle seg i fremtiden. Informasjonen som kommer frem i analysen brukes til å danne et bedre grunnlag i vurderingen om de fremtidige kontantstrømmene er reelle.

Når man gjennomfører en verdivurdering er det ikke tilstrekkelig å bare analysere de regnskapsmessige tallene, man må også se på andre forhold i og rundt selskapet. Disse forholdene kan ofte betegnes som verdidrivere. *”Verdidriverne er de forhold som påvirker bedriftens evne til å generere kontantstrømmer i fremtiden og til å øke verdien av selskapets eiendeler”* (Thoresen, s. 39, 2006). Det finnes mange slike verdidrivere i et selskap, men vi vil avdekke de viktigste driverne som vi mener har størst innvirkning på Hurtigrutens fremtidige kontantstrømmer. I det videre arbeidet med å vurdere ulike verdidrivere vil vi anvende en ovenfra-og-ned-analyse. En slik analyse begynner med å vurdere de eksterne forholdene til bedriften, for deretter å vurdere de interne forholdene ved bedriften. Vi tar utgangspunkt i *”top-down-analysen”* i Thoresen (s. 39, 2006), hvor vi først tar for oss eksterne forhold som makroøkonomi og bransje/sector og deretter ser på interne forhold ved selskapet.



**Figur 6.1** Top-down-analyse, Thoresen s. 39, 2006

## 6.2 Makroøkonomiske forhold

Det er vanskelig å forutsi den makroøkonomiske utviklingen. Det er likevel mulig å benytte makroøkonomisk informasjon i en analyse, fordi de ofte svinger rundt historiske snittverdier. For eksempel er den makroøkonomiske utviklingen ofte karakterisert av 3-10 år med jevn vekst etterfulgt av 1-3 år med dramatisk redusert vekst. Vi vil derfor i analysen fokusere på å anslå hva som er normalt for de ulike faktorene: økonomisk vekst, inflasjon og valuta (Thoresen, 2006).

### 6.2.1 Økonomisk vekst

Økonomisk aktivitet måles i BNP (bruttonasjonalprodukt), og er en funksjon av konsum, offentlig forbruk, investeringer og nettoeksport (eksport minus import) (Thoresen, 2006).

Dynamikken i hvilke faktorer som påvirker BNP og hvordan faktorene henger sammen er svært kompleks, da det er mange variabler som spiller inn. Når dette er sagt, blir det ofte gjort forenklinger som gjør det enklere å se det store bildet og hvordan enkeltfaktorer henger sammen. For eksempel vil en lav BNP øke arbeidsledigheten og sparingen som igjen resulterer i store ubenyttede ressurser. En økning i ressurser vil gi rimeligere ressurser som igjen fører til at bedrifters investeringsanalyser blir lønnsomme. Dette fører blant annet til flere jobber og økt forbruk.

BNP er interessant i denne sammenheng da den avslører noe om forventet konsum av Hurtigrutens produkter. I Hurtigrutens årsrapport kommer det fram at de mest sentrale markedene er Tyskland, Norge, Storbritannia, USA og Frankrike, noe som igjen betyr at det er disse nasjonenes BNP som er interessant for et slikt studie av Hurtigruten.

Measure	Growth previous period							
Frequency	Annual				Quartely			
Time	2006	2007	2008	2009	2009			
					Q1-2009	Q2-2009	Q3-2009	Q4-2009
<b>Country</b>								
France	2,22	2,32	0,42	-2,28	-1,33	0,27	0,22	0,59
Germany	3,16	2,47	1,26	-4,97	-3,52	0,44	0,73	0,01
Norway	2,28	2,73	1,82	-1,52	-0,70	-1,18	0,54	0,10
United Kingdom	2,85	2,56	0,55	-4,92	-2,61	-0,69	-0,28	0,44
United States	2,67	2,14	0,44	-2,44	-1,65	-0,18	0,55	1,36
<b>Average</b>	<b>2,64</b>	<b>2,44</b>	<b>0,90</b>	<b>-3,23</b>	<b>-1,96</b>	<b>-0,27</b>	<b>0,35</b>	<b>0,50</b>

**Tabell 6.1** Økonomisk vekst i verden, målt ved BNP, fra 2006-2009, (stats.oecd.org)

Tabell 6.1 ovenfor viser prosentvis endring i BNP for Hurtigrutens sentrale markeder fra 2006 til og med 2009. Det er umiddelbart å legge merke til at de to første årene viser en oppgang som igjen representerer den økonomiske veksten mellom 2003 og 2008 som har bidratt til stadig mer tilgjengelige ressurser (og øker sannsynligheten for en nedgangsperiode). I 2008 kommer nedgangsperioden og reduserer den økonomiske veksten i Hurtigrutens sentrale markeder. Den kvartalsvise BNP oversikten av 2009 viser derimot at de sentrale markedene har begynt å øke BNP igjen.

## 6.2.2 Inflasjon

Inflasjon refererer ganske enkelt til prisstigning på varer og tjenester, mens deflasjon er begrepet for prisreduksjon (Steigum, 2004). En av grunnene til at inflasjon er viktig, er at prisstigningstakten henger sammen med konjunktorene ved for eksempel at sentralbankene justerer sine kortrenter basert på prisstigningen. Kortrenten påvirker tilgangen på penger i økonomien, utlånsrenter og sparebetingelser fra banker som igjen påvirker optimismen hos Hurtigrutens kunder. Thoresen (2006) påpeker videre at det er viktig for en aksjeinvestor å følge med på inflasjonsutviklingen da dette vil fortelle en når en vekstperiode nærmer seg slutten.

I tabell 6.2 ser vi en oversikt over prosentvis inflasjonsutvikling de siste årene for Hurtigrutens mest sentrale markeder.

Subject	Consumer prices %						
Measure	Growth previous period						
Frequency	Annual			Quarterly			
Time	2007	2008	2009	2009			
				Q1-2009	Q2-2009	Q3-2009	Q4-2009
<b>Country</b>							
France	1,49	2,81	0,09	-0,42	0,55	-0,05	0,28
Germany	2,26	2,60	0,38	-0,09	0,19	0,22	0,12
Norway	0,73	3,77	2,17	-0,11	0,91	0,00	0,58
United Kingdom	2,32	3,61	2,17	-0,39	1,13	0,60	0,75
United States	2,85	3,84	-0,36	-0,50	1,06	0,68	0,20
<b>Average</b>	<b>1,93</b>	<b>3,33</b>	<b>0,89</b>	<b>-0,30</b>	<b>0,77</b>	<b>0,29</b>	<b>0,39</b>

**Tabell 6.2** *Prisstigning i verden, målt i vekst fra samme periode året før, målt med vanlig konsumprisindeks, (stats.oecd.org)*

Det tabellen viser er en kraftig inflasjonsøkning til 2008. På dette tidspunktet er inflasjonen høy for alle landene vi har fokusert på, noe som i følge Thoresen (2006) er et varsel om mulig overoppheting av økonomien. Når vi kommer til 2009 ser vi derimot at prisstigningen har avtatt en del. Utover dette er det verdt å legge merke til at USA i 2009 har negativ prisvekst, eller deflasjon. At inflasjonen generelt er lav nå kan betraktes som positivt for en aksjeinvestor, da dette gjør det usannsynlig at sentralbankene vil heve rentenivået på kortrenten. Lav rente gjør det uinteressant å ha kapital i "banken" og verdipapirer som Hurtigruten kan av mange betraktes som et bedre alternativ. På en annen side vil lav økonomisk vekst og lav rente være forbundet med usikkerhet, og kan dermed holde kapital utenfor markedet.

### 6.2.3 Valuta

Thoresen (2006) understreker at valutakursutvikling kan ha en dramatisk innvirkning på økonomien, selskapene og aksjemarkedene. For et selskap som Hurtigruten med betydelige inntekter og gjeld i utenlandsk valuta, er dette elementet betydelig for en verdivurdering av bedriften. Med bakgrunn i Hurtigrutens sentrale markeder er det nærliggende å anta at

majoriteten av inntekten vil være i euro, US dollar, UK pund, følgelig er det disse valutaene Hurtigruten vil ”holde øye med”.

I årsrapporten for 2009 uttaler Hurtigruten at målet er å sikre normalt 40-80 prosent av netto eksponering i de mest utsatte valutaene i 1-3 år framover. Det vil si at Hurtigruten ønsker å redusere risiko ved å spekulere i svingningene i valutamarkedet.

#### **6.2.4 Oppsummering makroøkonomiske forhold**

Ovenfor har vi gjennomgått de makroøkonomiske elementene vi betrakter som viktigst for Hurtigruten, samt sett på hvordan disse elementene ser ut i Hurtigrutens mest sentrale markeder; Frankrike, Tyskland, Norge, Storbritannia og USA.

Vi så at den økonomiske veksten falt noe i 2008, men økonomien går i sykluser og vi betrakter ikke dette som alarmerende når en tar den sterke veksten fram til 2008 i betraktning. Slik vi ser det, er det mest sannsynlig at vi vil gjenoppta en normalvekst både i Norge og de andre sentrale markedene.

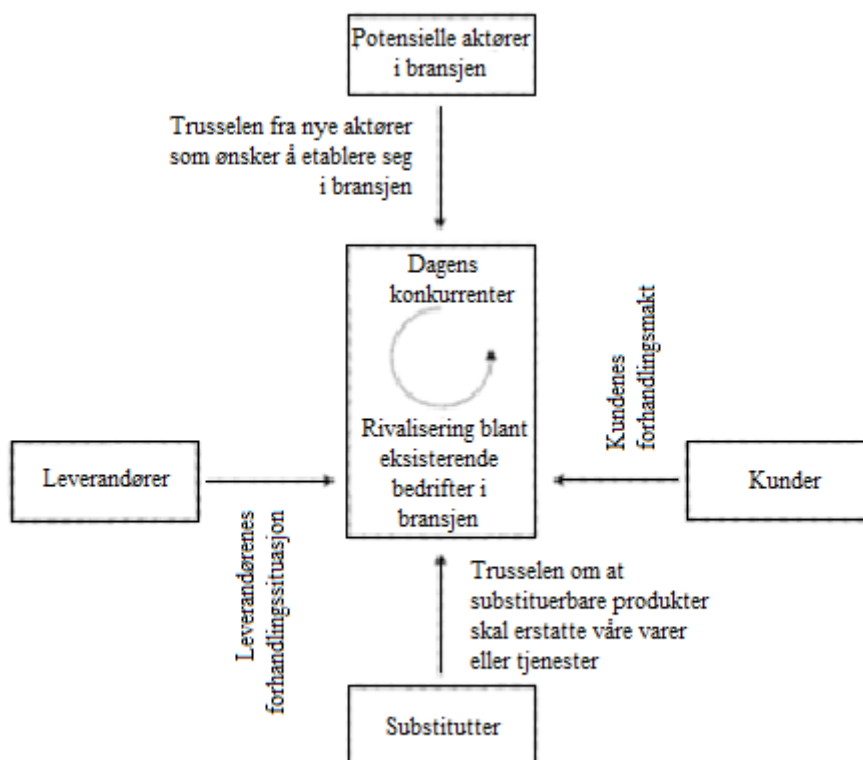
Når det gjelder inflasjon er denne fortsatt lav etter finanskrisen. Vi betrakter derimot dette som positivt for aksjemarkedet da dette vil holde rentenivået lavt fortsatt, noe som gjør det mer attraktivt å plassere kapital i aksjemarkedet.

Vi så også at Hurtigruten har en relativt konservativ strategi og holdning til valutarisikoen bedriften er overfor. Dette mener vi kan gjenspeile bedriftens strategi også på andre områder. Når vi koker dette ned mener vi Hurtigrutens aksjeverdi har gode potensialer. Altså tror vi aksjemarkedet er forlokkende for mye kapital, samtidig som usikkerheten fra finanskrisen gjør at konservativt drevet selskaper som Hurtigruten framstår som attraktiv i forhold til mange andre børsnoterte bedrifter.

### **6.3 Bransjeanalyse**

For å analysere bransjen vil vi bruke Michael Porters Five Forces modell (se figur 6.2) som rammeverk. I følge Roos et al. (2005) er denne modellen spesielt god for å forstå dynamikken

i den industrien en organisasjon (Hurtigruten i vårt tilfelle) opererer, ved at den blant annet tvinger en til å tenke på hvem ens konkurrenter er og hva som er grunnlaget for deres konkurransefortrinn. Porters fem eksterne markedskrefter er: dagens konkurrenter, trussel fra nye inntrengere, trussel fra substitutter, kundenes forhandlingsmakt og leverandørens forhandlingsmakt.



**Figur 6.2** *Porters Five Forces, i Roos, et al., s. 106, 2005 som "Figur 5.4 Krefter som påvirker konkurransen i en bransje"*

### 6.3.1 Trussel fra nye inntrengere

Dersom en betrakter markedet som konstant, vil eventuelle nyetableringer og nye konkurrenter ta av kundemassen til bedriftene som allerede opererer i markedet. Det blir ganske enkelt flere som vil dele kaken. For å få en akseptabel bit av kaken vil nye konkurrenter ofte bruke betydelige ressurser som ofte resulterer i prispress og/ eller økte kostnader forbundet med en mer intensiv konkurransesituasjon (Roos et al., 2005). Resultatet vil i begge tilfellene være en reduksjon av lønnsomheten for de resterende aktørene i bransjen. I Hurtigrutens årsrapport skriver de at de driver med reiseliv og transportvirksomhet i Norge og utlandet. Et studie av samme rapport og TV-reklamer avslører derimot et stort fokus på opplevelser, og det virker som opplevelsesreiser er noe Hurtigruten mener er viktig for deres



konkurransefortrinn. For oss høres dette naturlig ut. En reiser ikke med Hurtigruten kun for å komme seg fra Bodø til Tromsø, men ofte for å komme seg fra Bodø til Tromsø samtidig som man opplever den norske kysten på en ny måte. Vi vil derfor ta utgangspunkt i at Hurtigrutens hovedbransje er reiseliv/ opplevelse når vi videre drøfter eventuelle konkurrenters etableringshindre basert på Roos et al. (2005) sentrale hindre.

### *Produktdifferensiering*

Selv om det er reiseliv kombinert med opplevelse Hurtigruten synes å ha hovedfokus på, tilbyr Hurtigruten et bredt spekter av produkter. Det kommer fram av årsrapporten at Hurtigruten blant annet er etablert i segmenter som: ferie og fritid, kurs og konferanse, distansetraffikk og godstransport. For å utligne denne fordelene vil en eventuell ny konkurrent måtte gjøre omfattende investeringer og tåle relativt svake økonomiske resultater i starten. Selv om Hurtigruten opplever konkurranse på enkeltsegmenter, vil kombinasjonen av Hurtigrutens unike norske image og kombinasjon av spesielle og unike tjenester skape et stort hinder for eventuelle nye konkurrenter.

### *Kapitalbehov*

Alle nyetableringer krever kapital i større eller mindre grad, men for å ta opp kampen mot Hurtigruten vil det utvilsomt kreve en større mengde kapital. Dette, i kombinasjon med en usikkerhet om markedet er stort nok for en ny aktør, vil, i følge Roos et al. (2005), skape nok et hinder for eventuelle nye etableringer i denne bransjen.

Roos et al. (2005) nevner også stordriftsfordeler, byttekostnader og adgang til distribusjonskanaler og myndighetenes politikk som sentrale etableringshindre. Vi antar at Hurtigruten kan ha enkelte stordriftsfordeler, men siden de ikke produserer et fysisk produkt blir det vanskelig å si noe konkret om dette. Byttekostnader betrakter vi som ikke eksisterende, og vi ser ikke adgang til distribusjonskanaler som et stort hinder for nye konkurrenter. Om myndighetene har noen politiske begrensninger eller hindre for nyetableringer i denne bransjen er det vanskelig å si noe om, men vi antar at heller ikke dette vil være et reelt problem. Til tross for at mesteparten av Roos's sentrale etableringshindre ikke vil være et reelt hinder for Hurtigrutens konkurrenter, betrakter vi kostnadsbehovet og Hurtigrutens etablerte posisjon i et bredt spekter av tjenester som tilstrekkelig hinder for å skremme bort eventuelle nye konkurrenter. Innenfor de ulike segmentene vil derimot nye aktører utgjøre en trussel.

### **6.3.2 Dagens konkurrenter**

Dersom en ser på Hurtigruten og bedriftens brede spekter av tjenester ser vi ikke noen direkte konkurrenter. Hver enkelt av tjenestene har derimot konkurrenter. Som nevnt kan Hurtigrutens segmenter grovt deles opp i ferie og fritid, kurs og konferanse, distansetraffikk og godstransport.

Innenfor segmentet ferie og fritid har Hurtigruten konkurrenter fra andre arktiske destinasjoner for turister både i Norge og i utlandet. Cruisereferiene er Hurtigrutens største konkurrent når det kommer til ferie basert på sjøreise. Flere og flere utenlandske cruisereferi tilbyr cruisereiser langs norskekysten både på sommer- og vinterstid. På vinterstid markedsfører Hurtigruten seg spesielt med nordlyset, og også her har andre aktører kommet på banen når det gjelder å bruke nordlyset som trekkplaster. Hurtigruten har per i dag 15 prosent av markedsandelen når det gjelder cruisevirksomhet langs norskekysten.

Når det gjelder kurs og konferanse har Hurtigruten hovedsakelig konkurrenter fra det norske markedet. De møter konkurranse fra både hoteller, som er en av hovedkonkurrentene, og egne kurs og konferanse senter. En annen hovedkonkurrent er internasjonale fergeselskaper.

For distansetraffikk vil konkurrentene være andre transportmidler som frakter passasjerer langs kysten fra Bergen til Kirkenes. Hurtigruten møter her konkurranse fra hurtigbåter og ferger. En fordel som hurtigbåter og ferger har i forhold til Hurtigruten er at de ofte har hyppigere avganger slik at passasjerene har flere valg til tidspunkt de kan reise. En annen fordel med hurtigbåter er at det som regel går fortere.

Når det gjelder godstransportsegmentet møter Hurtigruten konkurranse fra andre godstransportører slik som for eksempel tog, trailere og godsskip. Fordelene til konkurrentene er at de bruker kortere tid enn Hurtigruten på å frakte gods fra et sted til et annet.

### **6.3.2 Trussel fra substitutter**

Når vi skal identifisere substituttene ser vi på produkter fra andre bransjer som tilfredsstillende samme kundebehov som Hurtigruten. En substitutt som kan være en trussel for Hurtigruten er andre opplevelses- og feriereiser. Dette kan for eksempel være utenlandsreiser,

fornøyesparker, cruise i andre deler av verden og lignende. Trusselen fra disse substituttene er at man ofte har flere valgmuligheter i forhold til opplevelser. Når det gjelder distansereiser kan substitutter være eksempelvis fly, tog, bil eller buss. Alle disse substituttene har den fordel at de bruker kortere tid enn Hurtigruten. Distansepassasjerer ønsker i hovedsak å komme seg fra sted til sted på kortest mulig tid og på den mest lettvinnte måten. Fly er i dette tilfellet den største trusselen.

### **6.3.3 Kundernes forhandlingsmakt**

Kundene er opptatt av å presse ned prisene, få bedre kvalitet og bedre service. Dette kan gå utover lønnsomheten til selskapet. Kundernes forhandlingsposisjon er sterk dersom kundegruppen kjøper store volum, produktet utgjør en stor andel av kundens totale kostnader, produktet er standardisert eller udifferensiert, produktet ikke har så stor betydning for kvaliteten for kundens varer eller tjenester videre og dersom kunden har tilgang til full informasjon (Roos et al., 2005).

Når det kommer til kundernes forhandlingsmakt i forhold til Hurtigruten, har kundene enkelte muligheter til å forhandle i pris. Det er i hovedsak når etterspørselen er lav at kundene har denne muligheten. Det gjelder da spesielt i lavsesongen når kapasiteten er dårlig utnyttet. Er prisen for høy, vil kundene velge en alternativ aktør. Da er det bedre for Hurtigruten å sette ned prisen og beholde kunden, enn å miste kunden, når de allikevel har ledig kapasitet. En annen mulighet kundene har er i forhold til prisdifferensiering. For eksempel dersom flere personer reiser sammen som et reisefølge, kan de forsøke å forhandle til seg grupperabatt. Tilslutt vil vi nevne at kundernes forhandlingsmakt har økt som følge av internett. Kundene får lettere oversikt over priser med mer, slik at de kan sammenligne med alternative aktører. På bakgrunn av dette kan vi si at kundernes forhandlingsmakt eksisterer, og vi vil betegne den som middels høy. Kundene til Hurtigruten har verken mer eller mindre forhandlingsmakt enn det man kan forvente av et normalt selskap.

### **6.3.4 Leverandørens forhandlingsmakt**

Også leverandørene kan klare å presse overskuddet ned. Økte priser og redusert kvalitet på deres varer og tjenester er en trussel for bransjens lønnsomhet. Leverandørens forhandlingsmakt er sterk dersom leverandørgruppen består av få bedrifter, leverandørene

slipper å konkurrere med substitutter, produktet er viktig i kundens produksjon og kostnadene for å bytte leverandør er høye (Roos et al., 2005).

Det kommer ikke frem noen beskrivelse av leverandørene i årsrapportene eller på Hurtigruten sin internettside. Vi må derfor ta noen forutsetninger når det kommer til dette. Det er naturlig at Hurtigruten har leverandører av mat og drikke. Innenfor denne gruppen finnes det mange leverandører og konkurransen mellom dem er stor, så i den forstand er ikke forhandlingsmakten så høy. Det samme gjelder for leverandører av ulike tekstiler. Innenfor denne gruppen finnes det også mange aktører, slik at de ikke har så høy forhandlingsmakt i forhold til kundene. Når det gjelder drivstoffleverandører vil det kanskje være annerledes. Det kommer også her an på hvor mange aktører det finnes på markedet som har mulighet til å forsyne Hurtigruten med drivstoff. Vi anser antall aktører som har denne muligheten for å være forholdsvis lavt. Dette, i tillegg til at drivstoff er meget viktig for Hurtigruten, fører til en høy forhandlingsmakt for drivstoffleverandørene.

### **6.3.5 Oppsummering**

Oppsummert kan vi si at det trolig er eksisterende konkurrenter og substitutter som utgjør den største trusselen for Hurtigruten. Stadig flere aktører kommer inn på det samme markedet som Hurtigruten og stjeler markedsandeler. Dette kan føre til færre kunder og lavere inntjening for Hurtigruten. Substitutter vil være en trussel ved at det finnes så mange andre opplevelses- og feriemål, og det blir hele tiden introdusert nye og spennende attraksjoner. Når det gjelder nye konkurrenter som dekker flere av de samme segmentene som Hurtigruten, vurderer vi sannsynligheten for at dette skjer som ikke særlig stor. Vi ser heller ikke på verken kundenes eller leverandørenes forhandlingsmakt som spesielt stor.

Når vi ser på den eksterne analysen under ett, vurderer vi den samlede trusselen som alminnelig stor.

## **6.4 Selskapsanalyse**

Vi vil nå gjøre en strategisk analyse av de interne forholdene i Hurtigruten. Analysen tar utgangspunkt i en SWOT- analyse som gir en oversikt og gjennomgang over de viktigste faktorene for selskapet. SWOT- analysen deles inn i fire hovedkomponenter: styrker,

svakheter, muligheter og trusler. De sterke og svake sidene sier noe om selskapets ressurser og hvordan disse er utnyttet, mens mulighetene og truslene beskriver selskapets ytre påvirkninger. Vi vil kommentere de forholdene ved Hurtigruten vi mener er viktigst på bakgrunn av de publiserte årsrapportene.

En SWOT- analyse alene er sjelden tilstrekkelig for å analysere de interne forholdene (Roos et al., 2005). Derfor vil vi kombinere den med Barneys VRIO- modell for å analysere Hurtigrutens ressurser. Analysemodellen vurderer selskapets konkurranseevne ut fra hvilke ressurser selskapet disponerer og hvordan de anvendes for å skape og opprettholde konkurransefortrinn. VRIO står for: Valuable, Rare, Imitable, Organized (Reve, 1995), og vedvarende konkurransefortrinn kan bare baseres på ressurser som har nevnte egenskaper. Ressursene må altså være:

- *Verdifulle* ved at de frembringer en merverdi og utnytter muligheter eller reduserer trusler i bedriftens omgivelser.
- *Sjeldne* i markedet og blant konkurrentene. Knappe ressurser har en høy pris i markedet.
- *Vanskelige å imitere* for konkurrentene. Kun ressurser som er vanskelig å imitere eller erstatte kan gi vedvarende konkurransefortrinn.
- *Organisert*. Det vil si om bedriften er organisert på en slik måte at den effektivt greier å utnytte sine ressurser.

Først skal vi altså gjøre en SWOT- analyse for å identifisere i hovedsak sterke og svake forhold ved Hurtigruten. De ulike forholdene kan samtidig være både en styrke og en svakhet. Roos et al. (2005) nevner flere ressurskategorier som en bør ta i betraktning ved gjennomførelse av en SWOT- analyse. Disse er finansielle ressurser, fysiske ressurser, menneskelige ressurser, renommé, markedsføring, teknologiske ressurser og økonomiske og politiske faktorer. Vi tar delvis utgangspunkt i overnevnte kategorier når vi skal finne frem til sterke og svake forhold ved Hurtigruten.

### 6.4.1 SWOT-analyse

#### ***Styrker:***

##### *Merkevare*

Hurtigruten har gjennom alle disse årene bygd seg opp en solid merkevare både nasjonalt og internasjonalt. Hurtigruten er et av Norges mest anerkjente reiselivsprodukter og er kjent internasjonalt som et cruise i verdensklasse. Hurtigruten har blitt tildelt flere prestisjetunge priser som ”Verdens beste båtreise”, ”Best Specialist Cruise Company” og ”Best niche cruise” for Hurtigruten norskekysten, og kundetilfredsheten er meget stor på dette produktet. Explorer cruise på Antarktis, Grønland og Spitsbergen er et forholdsvis nytt konsept for Hurtigruten, men de har allikevel over kort tid bygd opp en ledende posisjon i dette segmentet.

Hurtigruten jobber kontinuerlig med å videreutvikle sitt særpreg for slik å differensiere seg fra konkurrentene. Gjennom merkevareplattformen ”Ekte” skal Hurtigrutens produkter differensieres fra konkurrentene med utgangspunkt i ekte og aktive opplevelser i unike farvann med nærhet til natur og lokal kultur. Hurtigruten foretar jevnlig målinger av passasjerenes tilfredshet, og tilbakemeldingene er meget gode.

##### *Fysiske ressurser*

Hurtigrutens fysiske ressurser består i hovedsak av skip. Selskapet disponerer blant annet 13 hurtigruteskip hvorav 2 er solgt og leid tilbake. Ett av målene til Hurtigruten er å optimalisere skipsporteføljen, slik at flåten svarer til markedets krav og forventninger. Skipene er i forholdsvis god stand, og vedlikeholdes jevnlig. Fire av skipene er nyinvesteringer som er gjort i løpet av de åtte siste årene. Alle skipenes gjøremål er forholdsvis ensartet, og derfor er de ganske like. Allikevel har hvert skip sitt særpreg i form av farger, materialer, design samt alder. De har behagelige salonger, ulike typer lugarer og suiter med høy standard, kafeer, barer og de fleste skipene tilbyr også gode konferansefasiliteter. Hurtigruteskipene er tilpasset for virksomheten langs norskekysten, og de kan ta seg gjennom farvann og inn til havner der andre cruiseskip ikke kan gå. I tillegg er det nyeste skipet MS Fram spesialbygget for cruise også i polare farvann. De moderne hurtigruteskipene har en stor kapasitet, men det er betydelig variasjon i kapasitetsutnyttelsen gjennom året. I høysesongen, fra og med mai til og med august, er kapasiteten godt utnyttet, mens i de andre månedene er kapasiteten høyere enn

etterspørselen. De siste fire årene har dette forbedret seg, og det har vært iverksatt flere tiltak for ytterligere forbedringer.

For øvrig består de fysiske ressursene av tomter og bygninger i form av hotell samt kontorer og verksteder som Hurtigruten benytter selv. I tillegg har de en vognpark busser. I forbindelse med restruktureringen av selskapet som begynte i 2008, skulle virksomheter utenfor Hurtigrutens kjerneområde selges. Ferge- og hurtigbåtvirksomheten ble solgt, og andelen i bussvirksomheten skulle etter planen også avvikles. Salgsprosessen ble imidlertid stoppet etter at busselskapet ble anmeldt av Troms fylkeskommune. Hurtigruten eier derfor fortsatt andelen i bussvirksomheten.

### *Menneskelige ressurser*

Hurtigruten har ansatte som kjenner norskekysten, både om bord på skipene og i støttefunksjonene på land. Godt norsk sjømannskap kombinert med en erfaren og serviceinnstilt besetning i skipenes hotell- og restaurantenhet gir ekstra kvalitet til de reisende. I 2009 sysselsatte Hurtigruten i gjennomsnitt 1 903 årsverk. Av disse var 1 432 fast ansatte i Norge, hvorav 54 % er bosatt i Nord-Norge, 25 % i Trøndelag, 14 % på Vestlandet og 7 % på Sør- og Østlandet. I og med at en så stor andel av medarbeiderne er bosatt langs hurtigruteleia, er det sannsynligvis stor kunnskap blant disse om både Hurtigruten og om den lokale kulturen i områdene som Hurtigruten opererer i. Denne kunnskapen vil være en stor fordel for selskapet med tanke på at Hurtigruten legger stor vekt på den lokale naturen og kulturen, noe som også preger selskapets visjon og verdier.

Arbeidet med visjon og verdier har imidlertid ikke hatt høyest prioritet for Hurtigruten den siste tiden, men dette ønsker de nå å endre på. Det er igangsatt et arbeid med å skape en sterkere felles kultur på tvers av selskapet. Hurtigruten innser at de fortsatt har store utfordringer som må imøtekommes, og mener disse best kan løses gjennom dyktige medarbeidere med relevant og tidsriktig kompetanse. Derfor har Hurtigruten i 2009 vedtatt en ny overordnet personalpolitikk med opplæring og utvikling. Hovedfokuset ligger på kompetanseheving og karriereplanlegging, samt vektlegges også nødvendigheten av godt lederskap.

Det er også viktig for Hurtigruten å sikre rekrutteringen. I 2009 hadde Hurtigruteskipene 132 lærlinger om bord, som gjør Hurtigruten til en av de største arbeidsplassene for lærlinger i Norge.

### *Miljø*

Hurtigruten har en miljøpolicy hvor målsettingen er å minimalisere påvirkningen på det ytre miljøet. Selskapet arbeider regelmessig med forbedringsprosesser for å begrense belastningen på miljøet, og er opptatt av tiltak som gir reelle miljøgevinster. Selskapet har i den sjørelaterte virksomheten prøvd ut nye måter for å redusere utslipp av blant annet CO<sub>2</sub> og NO<sub>x</sub>, som har vist seg å gi positive resultater. Alt avfall fra selskapets virksomhet kildesorteres og leveres til avfallsselskap. Det er også gjennomført vellykkede energibesparende tiltak om bord på skipene, blant annet i forhold til belysning og ved utskiftning av propeller. Hurtigruten opererer i sårbare områder som Svalbard, Grønland og Antarktis, og ønsker derfor å opptre som miljøbevisst og førende i forhold til de utfordringer som gjør seg gjeldene i disse områdene. Selskapet følger de nasjonale og internasjonale krav og retningslinjer som er gitt, og er medlem av miljøorganisasjoner.

Hurtigrutens fokus på miljøet har vist seg å gi positive utslag ikke bare på hovedmålet om å redusere miljøbelastningen, men det har også hatt innvirkning på driften. Den økende miljøbevisstheten i samfunnet gjør at stadig flere velger alternativer som skåner miljøet, og det bidrar til å styrke Hurtigrutens konkurransefortrinn blant annet som godstransportør. Det er mange av de store dagligvareaktørene som, basert på egen miljøsatsing, foretrekker Hurtigruten som transportør, spesielt på distansen Tromsø og nordover.

### *Statens kjøp av sjøtransporttjenester*

I desember 2004 inngikk Hurtigruten og Staten en avtale om kjøp av sjøtransporttjenester mellom Bergen og Kirkenes for perioden 2005 til 2012. Avtalen går ut på at selskapet forplikter seg til å betjene de havnene som inngår i Hurtigrutens ruteplan med daglige anløp gjennom hele året, og Staten kjøper plass for transport av gods nord for Tromsø. I 2009 betalte Staten 382 millioner kroner for tjenestene, noe som utgjorde 17 prosent av totale inntekter for produktområde norskekysten i 2009. Dette var etter en reforhandling i 2008 da partene ble enige om en økt kompensasjon for sjøtransporttjenestene på til sammen 88 millioner. Det ble også gitt mulighet for selskapet til å ta ut ett Hurtigruteskip fra norskekysten i vintersesongen når etterspørselen er på det laveste. Dette ble gjort fra



november til og med mars, da skipet heller ble utleid som hotellskip. Hurtigruten har hatt gode erfaringer med å leie ut skip på denne måten, et alternativ som har skapt nye inntektsmuligheter i perioder med lav kapasitetsutnyttelse for Hurtigruten langs norgeskysten.

### ***Svakheter:***

#### *Restriksjoner*

Restriksjoner er vilkår eller begrensninger som Hurtigruten må følge eller forholde seg til. I avtalen med staten inngår det noen betingelser. Betingelsene går ut på at Hurtigruten må betjene alle de 34 havnene mellom Kirkenes og Bergen med daglige anløp gjennom hele året. I tillegg må de 11 skipene som går langs strekningen ha passasjersertifikat for minimum 400 passasjerer, køyekapasitet i lugar til 150 passasjerer og kapasitet til å frakte minimum 150 europaller med gods.

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). Som følge av NO<sub>x</sub> -utslippene må Hurtigruten betale en NO<sub>x</sub> -avgift. I 2009 var denne utgiften 13 millioner kroner. Hurtigruten er medlem av NO<sub>x</sub>-fondet og forplikter seg dermed til kollektivt å redusere sine utslipp med til sammen 30 000 tonn NO<sub>x</sub> fordelt på 2 000 tonn i 2008, 4 000 tonn i 2009 og 24 000 tonn i 2010. Statens forurensningstilsyn vil følge opp at fondet når sine mål. Dersom målene ikke nås, kan medlemmene pålegges å betale full avgift for sin andel av utslippene. Et slikt pålegg vil beregnes ut fra prosentvis andel av ikke oppnådd kollektiv målsetning. Fondet har oppnådd sine mål for 2008. Det er ved avleggelse av årsregnskapet ikke kjent om fondet har oppnådd målene for 2009.

#### *Menneskelige ressurser*

Målsettingen om reduksjon i sykefraværet for sjø- og landansatte i 2009 ble ikke oppnådd. Sykefraværet i 2009 var 6,2 prosent for sjøansatte, ned fra 8,7 prosent året før. For de landansatte er tilsvarende tall henholdsvis 3,9 prosent for 2009 og 3,4 prosent for 2008. Hurtigruten er IA bedrift, og Inkluderende Arbeidsliv (IA) har som mål å redusere det totale sykefraværet. Selskapet vil fortsette arbeidet med å holde sykefraværet så lavt som mulig.

At det har vært en økning i sykefraværet til landansatte det siste året, kommer kanskje som følge av en nedbemanningsprosess. Dette er kun spekulasjoner fra vår side, da vi ikke har tilstrekkelig grunnlag for å trekke slike slutninger. Selskapet har imidlertid startet en

endringsprosess som går ut på å redusere bemanningen i landsorganisasjonen med ca. 50 prosent. Det kommer frem i årsrapporten at denne nedbemanningsprosessen har vært en stor belastning for de ansatte, og selskapet har som andre organisasjoner i liknende situasjon, opplevd usikkerhet og uro blant de ansatte.

### *Vinterhalvåret*

Vintermånedene har alltid vært en av svakhetene til Hurtigruten. Virksomheten er meget sesongbetont, hvor ca. 50 prosent av de totale inntektene tjenes inn på sommeren i månedene juni, juli og august. Første og fjerde kvartal er de svakeste periodene inntjeningsmessig. Hurtigruten jobber stadig med å finne nye muligheter for å øke inntjeningen i vinterhalvåret. ”Hunting the light”- konseptet, med fokus på nordlyset, har vist seg å være et attraktivt produkt om vinteren, og den norske vinteren får stadig større gjennomslagskraft utenfor Norges grenser. Problemet er at også andre aktører har oppdaget den økte interessen og startet konkurranse med Hurtigruten med nordlyset som tema.

### ***Muligheter:***

Hurtigruten venter på anbudsinvitasjonen fra Staten, og vil gjøre sitt ytterste for å møte de kravene som stilles. Hurtigruten ønsker å vinne anbudet for å sikre inntekten fra Staten, og er gjennom en ny avtale beredt til å videreføre den viktige samfunnsoppgaven. Kriteriene for avtalen er under utforming, og muligheten vil være om kriteriene forbedres i favør Hurtigruten. Samferdselsministeren har imidlertid bekreftet at hovedprinsippene for den nye avtalen i hovedsak vil være lik dagens ordning med 34 havner og 11 skip.

Flere direkte flyruter fra utlandet til kyst-Norge vil gjøre Hurtigruten mer tilgjengelig, slik at det blir mye enklere for turistene å komme seg med Hurtigruten langs norskekysten. Dette vil kunne få positive følger i form av et økt antall passasjerer og dermed høyere inntjening. Hurtigruten bør også se på muligheten for å satse mer på internasjonal distribusjon og salg.

Hurtigruten har bestemt seg for å satse mer på produktutvikling. Det skal i større grad legges vekt på aktive opplevelser både om bord på skipene og på land, kortere reiser og nye destinasjoner. Lykkes Hurtigruten med dette kan det få positive innvirkninger, spesielt på vinterhalvåret, da kapasiteten i disse månedene per i dag er dårlig utnyttet.

**Trusler:**

Det pågår nå et arbeid i Samferdselsdepartementet med å utforme nye anbudskriterier for Hurtigruteavtalen. Trusselen for Hurtigruten vil være at eventuelle nye krav som Staten stiller i sitt anbud, ikke tilfredsstillende Hurtigrutens vilkår for akseptabel lønnsomhet. En annen trussel vil være eventuelle tilbud fra andre aktører. Statens kjøp av transporttjenester fra Hurtigruten utgjør en stor andel av de totale inntektene. Skulle Staten og Hurtigruten ikke bli enige om en ny avtale, vil det få alvorlige konsekvenser for selskapet.

En annen trussel for Hurtigruten, i likhet med de fleste andre bedrifter, er nedgangskonjunktur. Generelt har reiselivsnæringen hatt tilbakegang som følge av den internasjonale finanskrisen. For Hurtigruten har dette resultert i færre rundreisepassasjerer fra USA, England og Frankrike. Driftsinntektene for produktområdet Spitsbergen gikk ned fra 210 millioner kroner i 2008 til 191 millioner kroner i 2009. Tilbakegangen skyldes i hovedsak et vanskeligere marked som følge av den internasjonale finanskrisen, og dette har særlig slått ut i forretningsmarkedet knyttet til blant annet gruppereiser, møter og konferanser. I 2009 ble antall gjestedøgn for Hurtigrutens virksomhet på Grønland økt, men finanskrisen slo inn i den viktigste bookingperioden på slutten av 2008 og førte til at økningen ikke ble tilstrekkelig til å forbedre kapasitetsutnyttelsen fra 2008. Det har også vært et merkbart fall i godsmengden i begynnelsen av 2009. Finanskrisen fikk i tillegg innvirkning på salgsplanene Hurtigruten hadde. På grunn av den vanskelige finansielle situasjonen til selskapet, hadde de planer om å selge noen skip. Markedsforholdene gjorde dette vanskelig, så det endte med at de måtte leie ut et par av skipene til hotellskip. Utleien har imidlertid gitt positive erfaringer.

Hurtigruten har salgsinntekter og gjeld i utenlandsk valuta, og er dermed eksponert for risiko relatert til flere valutaer. Risikoen er særlig relevant i forhold til euro, US dollar og UK pund. I første halvår 2009 har utviklingen spesielt i euro og US dollar vært positiv for Hurtigruten ved at kronen har svekket seg, mens det var en motsatt utvikling i annet halvår.

Bunkerskostnadene utgjør en stor del av kostnadene innenfor all transportvirksomhet som selskapet driver. Økte drivstoff- og oljepriser kan gi store utslag på selskapets resultater. Utviklingen i bunkerskostnadene inngår i avtalen med Staten som ett element i en årlig reguleringsmekanisme. Risikoen ligger allikevel i hovedsak på selskapet.

### 6.4.2 VRIO- analyse

Nå har vi gjennomgått noen av Hurtigrutens viktigste ressurser. Vi vil i det følgende ta utgangspunkt i de ressursene som vi i SWOT- analysen identifiserte som selskapets styrke. Ved å analysere disse ressursene ved hjelp av VRIO- modellen, skal vi vurdere Hurtigrutens konkurranseevne.

Merkevaren er en veldig verdifull ressurs. Hurtigruten (norskeskysten) har opparbeidet seg en nasjonal og internasjonal anerkjennelse gjennom flere år. Hurtigruten har helt siden starten vært meget viktig for kyst-Norge og for lokalbefolkningen her. Det vil nok sannsynligvis være vanskelig for konkurrenter å imitere akkurat denne tradisjonelle forankringen Hurtigruten (norskeskysten) har. Når det gjelder explorer-produktene er dette et forholdsvis nytt konsept for Hurtigruten, og her finnes det flere konkurrenter på banen. Derfor er dette produktet ikke spesielt sjeldent eller vanskelig å imitere. Ser vi bort fra dette er merkevaren Hurtigruten norskeskysten et godt konkurransefortrinn. Hvor godt det er og hvor vedvarende det er, er vanskelig å si. Det finnes en mulighet for at andre aktører kommer inn på markedet i fremtiden.

De fysiske ressursene er selvfølgelig verdifull for Hurtigruten. Spesielt er skipene meget kostbare. Det er ikke mange selskaper som kan matche Hurtigrutens flåte med skip. Disse er spesialtilpasset for virksomhet langs norgeskysten slik at de kan gå inn fjorder og legge til havner der andre cruiseskip ikke kommer til. Når dette er sagt er ikke cruiseskip sjeldne, og de er heller ikke vanskelig å imitere. Derfor vil disse ressursene bare klassifiseres som en begrenset konkurransefordel.

Menneskelige ressurser er veldig viktig og verdifull for en bedrift. Medarbeiderne er Hurtigrutens ansikt utad, derfor er det viktig at de er serviceinnstilte og behandler kundene på en god måte. Hurtigruten er også avhengig av dyktige ansatte som kan sitt fag. Dyktige medarbeidere er ikke sjeldent, menneskelige ressurser er i så måte en begrenset konkurransefordel.

Miljø er veldig aktuelt i dagens samfunn. Det er veldig positivt at Hurtigruten er miljøbevisst og satser på miljøvennlige tiltak. De får betalt for dette ved at stadig flere velger miljøvennlige alternativer. Hurtigruten har fått merke dette særlig på godstransportsegmentet,

der flere velger Hurtigruten fremfor andre aktører. Som sagt er miljøbevissthet blitt veldig vanlig. Det er derfor ingen sjelden konkurransefordel.

Avtalen Hurtigruten har med Staten er meget verdifull i og med at Statens kjøp av transporttjenester fra Hurtigruten står for en stor prosentandel av inntektene for Hurtigruten norgeskysten. En slik avtale er sjelden. Avtalen varer frem til 2012, da Staten utlyser en ny anbudsrunde for kystruten Bergen - Kirkenes. Det er nok ikke mange som kan ta fra Hurtigruten denne avtalen, men det er heller ikke umulig. Det skal allikevel noe til for at andre aktører har ressurser og kapasitet til å imøtekomme Samferdselsdepartementets krav. Hurtigruten har hatt denne tjenesten i mange år, og skipene er skreddersydd for å utføre denne transporttjenesten. Om Hurtigruten vil vinne anbudsrunder og hvor lenge avtalen mellom Hurtigruten og Staten eventuelt vil vare, vet vi ikke. Vinner imidlertid Hurtigruten, vil støtten fra Staten være et fortrinn i forhold til konkurrentene.

### 6.4.3 Oppsummering selskapsanalyse

SWOT- analysen tok for seg ulike styrker, svakheter, muligheter og trusler ved Hurtigruten. Styrkene til selskapet ble analysert ved hjelp av en VRIO- modell. Gjennom VRIO- analysen ble konkurransevnen vurdert ut fra om styrkene/ressursene til selskapet kan betegnes som vedvarende konkurransefortrinn. Om ressursene skal kunne betegnes som vedvarende, må de være: verdifulle, sjeldne, vanskelig å imitere og organiserbare. I tabell 6.3 ser vi en oversikt over Hurtigrutens ressurser.

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Imiterbar	Organisert
Merkevare Norskekysten/Explorer	Ja	Ja/Nei	Nei/Ja	Ja
Fysiske	Ja	Nei	Ja	Ja
Menneskelige	Ja	Nei	Ja	Ja
Miljøbevisst	Ja	Nei	Ja	Ja
Avtale med Staten	Ja	Ja	Ja og Nei	Ja

**Tabell 6.3** *VRIO-analyse: Oversikt over konkurransefaktorer i Hurtigruten*

Vi ser av tabell 6.3 at alle Hurtigrutens ressurser er både verdifulle og organiserte. Det som hindrer de fleste ressursene fra å være vedvarende konkurransefortrinn er at de ikke er sjeldne

og at de er imiterbare. Når det gjelder merkevaren Hurtigruten norskekysten, oppfyller den kravene VRIO- modellen setter, og kan dermed betegnes som et vedvarende konkurransefortrinn. Avtalen med Staten oppfyller også alle kravene, bortsett fra om den er imiterbar eller ikke. Som vi har vært inne på tidligere, er denne avtalen vanskelig å imitere fordi Staten setter krav til hvordan tjenesten skal utføres. Det er ingen eller få som har muligheter til å konkurrere med Hurtigruten på dette området, dermed kan denne ressursen på nåværende tidspunkt betegnes som et vedvarende konkurransefortrinn.

## **6.5 Strategisk posisjon**

Formålet med den strategiske analysen var, som nevnt i innledningen til kapittelet, å avdekke informasjon for å gi et bedre grunnlag for vurdering av realiteten til de fremtidige kontantstrømmene. Gjennom bransjeanalysen kom vi frem til at det er eksisterende konkurrenter og substitutter som utgjør den største trusselen for Hurtigruten. Trusselen fra de andre markedskreftene anser vi å ikke være særlig stor.

Ut fra selskapsanalysen fant vi at Hurtigruten har flere styrker enn svakheter, og at de er flink til å utnytte sine ressurser. Ressursene kan uttrykkes som Hurtigrutens konkurransefortrinn, men det er ikke alle disse som kan betegnes som vedvarende.

På bakgrunn av de eksterne og interne analysene som er gjort kan vi si at Hurtigruten har en forholdsvis sterk strategisk posisjon. Det er knyttet noe usikkerhet i forhold til trusler fra konkurrenter samt andre trusler i markedet. Fortsetter selskapet imidlertid å utnytte sine ressurser på best mulig måte, og dersom de greier å bekjempe sine svakheter samt utnytte de mulighetene som finnes, ser fremtiden lys ut for Hurtigruten.

## 7 Regnskapsanalyse

### 7.1 Innledning

*”Regnskapsanalyse er en systematisk bearbeidelse av regnskapsdata. Formålet er å si noe om bedriftens økonomiske utvikling og stilling”* (Kristoffersen, s. 396, 2005).

En regnskapsanalyse tar utgangspunkt i historiske årsregnskap. Disse gjennomgås for å bli bedre kjent med selskapets finansielle utvikling og situasjon for å bedre kunne danne seg en oppfatning om selskapets fremtidige inntjening. Informasjonen som kommer frem i en regnskapsanalyse er av stor interesse blant annet for nåværende og potensielle eiere i forbindelse med verdivurdering og i forbindelse med oppkjøp og fusjonsforhandlinger (Fladstad og Tofteland, 2005). Vi ønsker å gjennomføre en regnskapsanalyse for å bedre kunne vurdere realiteten til de fremtidige kontantstrømmene.

Analysen bør i følge Dahl et al. (s.158, 1997) gjennomføres i to faser:

- Kvalitetsvurdering og eventuell korrigerende av bokførte tall
- Analyse av selskapets rentabilitetsforhold, finansielle struktur, likviditet og soliditet

Vi vil nedenfor gå nærmere inn på de to fasene.

### 7.2 Kvalitetsvurdering og korrigerende

Det første som bør gjøres når man skal gjennomføre en regnskapsanalyse er å innhente finansiell informasjon. Skal man si noe om den finansielle utviklingen over tid, bør det innhentes informasjon over flere år. Både Dahl et al. (1997) og Eklund og Knutsen (2003) mener at regnskapstall for minst 3 år tilbake som regel bør legges til grunn. Vi har valgt å basere regnskapsanalysen på årsrapportene til Hurtigruten de siste fire årene. Hurtigruten har vist seg å være et turbulent selskap med en negativ utvikling og underskudd de siste årene, delvis på grunn av store investeringer. Etter en restrukturering av selskapet viser de siste månedene en positiv tendens.

Regnskapet, notene og styrets årsberetning burde gi et godt grunnlag for å gjøre en regnskapsanalyse. Selv om regnskapet er korrekt i forhold til regnskapsloven og god

regnskapsskikk, viser det seg dessverre at årsregnskapet i praksis ikke alltid er til å stole på. Enkelte regnskapsstørrelser vil kunne gi et for godt eller for dårlig inntrykk, slik at bedriftens økonomiske situasjon blir feilaktig fremstilt (Tellefsen og Langli, 2005). Dermed kan enkelte poster være aktuelle å endre på.

Selv om Hurtigruten både har investert og solgt eiendeler de siste fire årene, mener vi at årsrapportene ikke inneholder nok informasjon om ekstraordinære hendelser til at vi har godt nok grunnlag for å gjøre korreksjoner. På bakgrunn av dette, i tillegg til at Tellefsen og Langli (2005) mener at en regnskapsbruker står fritt til å gjøre de korreksjonene hun/han ønsker før analysen, velger vi å ikke gjøre noen korreksjoner av regnskapet.

### 7.3 Nøkkeltallsanalyse

Nøkkeltallsanalyse går ut på å beregne forholdstallet mellom ulike regnskapsstørrelser (Tellefsen og Langli, 2005). Et tall i seg selv gir ikke grunnlag for noen analyse, det må sammenlignes med noe. Det gjør man ved først å beregne forholdstall, som deretter sammenlignes med relevante normtall. På denne måten håper vi forholdstallet kan si noe om selskapets utvikling, enten i forhold til tidligere perioder eller i forhold til andre bedrifter. For alle andre forholdstall enn rentabilitetsmålene finnes det ikke teoretisk korrekte normtall, så her kan det være vanskelig å finne representative normtall å sammenligne med. Da er det nyttig å kunne sammenligne forholdstall for selskapet over flere år, for på denne måten å se om selskapet har en positiv eller negativ utvikling. Egne nøkkeltall gir stor pålitelighet som gir grunnlag for å treffe gode beslutninger (Hoff, 2007). Forholdstallene kan sorteres etter temaer avhengig av hvilke sider ved selskapet man vurderer, og de grupperes vanligvis inn i tre hovedtemaer:

- Lønnsomhet
- Likviditet
- Finansiering og soliditet (kapitalstruktur)

I det følgende vil vi beregne relevante forholdstall for Hurtigruten innenfor hvert av hovedtemaene, samt sammenligne og analysere tallene for å vurdere situasjonen og utviklingen til selskapet. Alle tall som inngår i analysen er hentet fra årsrapportene til Hurtigruten fra 2006 – 2009. Regnskapene er vedlagt oppgaven som vedlegg 4.



### 7.3.1 Lønnsomhet

Lønnsomhet sier noe om bedriftens evne til å skape overskudd, og en lønnsomhetsanalyse er i følge Kinserdal (2005) den analysen som står aller mest sentralt av samtlige analyser vi gjør. Uten tilstrekkelig lønnsomhet kan ikke en bedrift overleve på lengre sikt. De tre vanligste forholdstallene innenfor lønnsomhet er: driftsmargin, totalkapitalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet. Driftsmarginen og totalkapitalrentabiliteten er begge upåvirket av hvordan bedrifter finansierer sine eiendeler. Disse forholdstallene brukes til å sammenligne hvor effektivt driftsaktivitetene utføres.

#### 7.3.1.1 Driftsmargin

Driftsmarginen sier noe om hvor mye som blir igjen i selskapet per omsatt krone, etter at alle kostnadene knyttet til selve driften er dekket. Uttrykket er definert slik (Tellefsen og Langli, 2005):

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Driftsresultat} \times 100}{\text{Driftsinntekter}}$$

Nedenfor har vi regnet ut driftsmarginen for de fire siste årene:

(NOK 1000)

	År	2009	2008	2007	2006
Driftsresultat		95 782	-256 743	-70 658	119 973
Driftsinntekter		3 389 851	3 468 675	2 429 830	3 487 403
<b>Driftsmargin</b>		<b>2,83 %</b>	<b>-7,40 %</b>	<b>-2,91 %</b>	<b>3,44 %</b>

**Tabell 7.1 Hurtigrutens driftsmargin**

Vi ser at driftsmarginen var 3,44 % i 2006, så gikk den ned i 2007 og fortsatte med nedgang helt ned til -7,40 % i 2008 før den i 2009 gikk opp til 2,83 %. Årsaken til nedgangen i driftsmarginen skyldes i hovedsak en nedgang i driftsinntektene på i overkant av 1 milliard kr. Nedgangen kommer blant annet av at Hurtigruten i 2006 hadde betydelige inntekter fra utleie av skip til oljeindustrien, og dette markedet ble sterkt redusert i 2007.

I 2008 har driftsinntektene økt med ca 1 milliard kr og ligger på samme nivå som i 2006. Veksten skyldes i hovedsak økt kompensasjon fra staten etter reforhandling om hurtigruteavtalen. Den reduserte driftsmarginen kommer da av økte driftskostnader. Kostnadsøkningen skyldes først og fremst en avsetning relatert til nedbemanning og endring av organisasjonskultur samt kostnader knyttet til forbedringsprogrammet Svart Belte. I tillegg har økning i oljeprisene ført til høye bunkerskostnader og av- og nedskrivningene har også økt.

I forhold til driftsinntektene i 2008 har de i 2009 falt med ca 79 millioner kr. Nedgangen i driftsinntektene kan knyttes til den generelle nedgangen som rammet reiselivsnæringen som følge av den internasjonale finanskrisen. Krisen medførte et redusert antall passasjerer som igjen førte til reduserte driftsinntekter. Driftskostnadene er blitt kraftig redusert i 2009. Reduksjon i driftskostnadene kommer av nedgang i mannskaps- og drivstoffkostnader. I tillegg har lavere kapasitet, færre gjestedøgn og bedre tilpasning av mannskap i forhold til antall gjestedøgn ført til kostnadsreduksjon. Drivstoffkostnadene har også blitt redusert som følge av lavere oljepris og lavere kapasitet.

### **7.3.1.2 Rentabilitet**

Rentabilitet er et forholdstall som måler avkastning på investert kapital. Vi skiller mellom total kapitalrentabilitet og egen kapitalrentabilitet.

#### *Total kapitalrentabilitet*

Total kapitalrentabiliteten ( $R_{TK}$ ) viser hvor stor inntjening bedriften har hatt på den totale kapital som er investert i bedriften i en gitt periode, uavhengig av andelen egen kapital og gjeld (Hoff, 2007). I følge Kristoffersen (2005) defineres total kapitalrentabiliteten som:

$$R_{TK} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter}) \times 100}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}}$$

Vi har kommet frem til følgende total kapitalrentabilitet for Hurtigruten:

(NOK 1000)

	År	2009	2008	2007	2006
Driftsresultat		95 782	-256 743	-70 658	119 973
Finansinntekter		103 294	145 367	134 970	99 234
Gjennomsnittlig total kapital		6 568 782	7 323 402,5	7 601 250	5 247 535,5
<b>Total kapitalrentabilitet</b>		<b>3,03 %</b>	<b>-1,52 %</b>	<b>0,85 %</b>	<b>4,18 %</b>

**Tabell 7.2** *Hurtigrutens total kapitalrentabilitet*

Total kapitalrentabiliteten ser vi lå på 4,18 % i 2006, så falt den i 2007 og falt ytterligere i 2008, slik at den ble negativ. Nedgangen skyldes det dårlige driftsresultatet. I 2009 har total kapitalrentabiliteten hatt en positiv utvikling og lå på 3,03 %. Når total kapitalrentabiliteten skal vurderes, kan man se på hva den er i forhold til hva som kan oppnås ved alternative sikre plasseringer. Et slikt alternativ kan være å investere i statsobligasjoner. En kan da se på hva renten på statsobligasjoner ligger på og legge til en kompensasjon for risikoen som ligger i å plassere i selskapet. Renten for en femårig statsobligasjon ligger på 3,09 % per 14.april 2010 ([www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)). Vurderer vi Hurtigrutens total kapitalrentabilitet opp mot denne, ser vi at tallene ligger under statsobligasjonsrenten selv uten å ta med et risikotillegg.

### *Egen kapitalrentabilitet*

Egen kapitalrentabiliteten er mest interessant for eierne. Den viser avkastningen på eiernes investering i selskapet. Endringene i forholdstallet viser hvordan tidligere investeringer utvikler seg. Det mest relevante resultatmålet er ordinært resultat, da er periodens skattekostnad trukket fra. Det er naturlig, siden skatt er en kostnad som reduserer beløpet som tilfaller eierne. Egen kapitalrentabiliteten etter skatt regnes ut på følgende måte (Kristoffersen, 2005):

$$R_{EK} = \frac{\text{Ordinært resultat} \times 100}{\text{Gjennomsnittlig egen kapital}}$$

Nedenfor ser vi beregningen av egenkapitalrentabiliteten til Hurtigruten:

(NOK 1000)

År	2009	2008	2007	2006
Ordinært resultat	-7 088	-456 903	-173 987	-70 185
Gjennomsnittlig egenkapital	1 409 964	1 469 238,0	1 715 910,5	1 224 030
<b>Egenkapitalrentabilitet</b>	<b>-0,50 %</b>	<b>-31,10 %</b>	<b>-10,14 %</b>	<b>-5,73 %</b>

**Tabell 7.3** *Hurtigrutens egenkapitalrentabilitet*

Når vi ser på utviklingen i egenkapitalrentabiliteten, ser vi at den i 2006 var ganske lav, til og med negativ. Fra 2006 til 2007 har det vært en nedgang i nøkkeltallet og igjen en kraftig nedgang i 2008. I 2009 økte egenkapitalrentabiliteten betraktelig, men den var fortsatt negativ. Ut fra dette kan man si at eierne ikke sitter igjen med noe avkastning, noe som også gjenspeiler seg i at det ikke er betalt ut utbytte de siste årene.

### 7.3.2 Likviditet

Likviditet er bedriftens evne til å betale sine forpliktelser etter hvert som de forfaller (Banken og Busch, 2001). En likviditetsanalyse går ut på å kartlegge og analysere en bedrifts betalingsevne, og man ser både på likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2.

#### *Likviditetsgrad 1*

Likviditetsgrad 1 beskriver i hvilken grad omløpsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld, og finnes på følgende måte (Tellefsen og Langli, 2005):

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

Hurtigrutens likviditetsgrad de siste fire årene:

(NOK 1000)

År	2009	2008	2007	2006
Omløpsmidler	1 245 980	1 036 666	1 567 934	1 413 080
Kortsiktig gjeld	586 404	4 023 237	1 272 699	1 162 536
<b>Likviditetsgrad 1</b>	<b>2,12</b>	<b>0,26</b>	<b>1,23</b>	<b>1,22</b>

Tabell 1.4 Hurtigrutens likviditetsgrad 1

Det hevdes at likviditetsgrad 1 bør være høyere enn 2, som vil si at omløpsmidlene bør være dobbelt så stor som kortsiktig gjeld. Dette kravet er ikke like relevant i dag, da blant annet behovet for varelager er redusert. Da er det mer relevant å sammenligne enten med hva likviditetsgraden har vært tidligere år, eller sammenligne med andre bedrifter i samme bransje (Tellefsen og Langli, 2005). I 2006 var likviditetsgraden 1,22 og den var så å si uendret i 2007. I 2008 falt den betraktelig ned til 0,26, før den i 2009 ble forbedret til 2,12. Grunnen til den dårlige likviditetsgraden i 2008 skyldes den store andelen kortsiktig gjeld. Da mesteparten av den kortsiktige gjelden ble endret til langsiktig gjeld i 2009, ble følgelig likviditetsgrad 1 forbedret.

*Likviditetsgrad 2*

Likviditetsgrad 2 beskriver i hvilken grad de mest likvide omløpsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld

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

Nedenfor ser vi likviditetsgrad 2 de siste fire årene:

(NOK 1000)

År	2009	2008	2007	2006
Mest likvide omløpsmidler	1 170 640	968 882	1 487 160	1 338 106
Kortsiktig gjeld	586 404	4 023 237	1 272 699	1 162 536
<b>Likviditetsgrad 2</b>	<b>2,00</b>	<b>0,24</b>	<b>1,17</b>	<b>1,15</b>

Tabell 7.5 Hurtigrutens likviditetsgrad 2

Forskjellen på likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2 er at vi ikke tar med de minst likvide omløpsmidlene når man beregner likviditetsgrad 2. Kravet til likviditetsgrad 2 har tidligere vært 1, som vil si at de mest likvide omløpsmidlene bør være minst like stor som den kortsiktige gjelden, men som nevnt tidligere er ikke dette så relevant lenger. Som vi ser av utviklingen til likviditetsgrad 2 følger denne utviklingen til likviditetsgrad 1. Grunnen til at likviditetsgraden er så lav i 2008 er også den samme, at andelen kortsiktig gjeld er meget stor. I tillegg er de mest likvide omløpsmidler lavere i 2008 sammenlignet med de andre årene. Forbedringen i 2009 kommer av at kortsiktig gjeld er gjort om til langsiktig.

### **7.3.3 Kapitalstruktur**

Med en kapitalstrukturanalyse ønsker vi å se på hvordan bedriftens eiendeler er finansiert, og hvordan bedriftens evne til å tåle tap er. Det innebærer blant annet at vi vurderer fordelingen mellom omløpsmidler og anleggsmidler, samt fordelingen mellom mest likvide omløpsmidler og minst likvide omløpsmidler. Det mest typiske eksemplet på minst likvide omløpsmidler er varelageret (Tellefsen og Langli, 2005). Kapitalstrukturen kan deles inn i finansiering og soliditet.

#### **7.3.3.1 Finansiering**

Med finansiering menes både anskaffelse og anvendelse av kapital. En analyse av finansieringen tar utgangspunkt i sammensetningen av bedriftens eiendeler. Finansiering av eiendeler kan være både langsiktig og kortsiktig.

**Kapitalstruktur IB 2009**

	Eiendeler		Finansiert med:					
			Egenkapital		Langsiktig gjeld		Kortsiktig gjeld	
	<i>Beløp</i>	<i>Prosent</i>	<i>Beløp</i>	<i>Prosent</i>	<i>Beløp</i>	<i>Prosent</i>	<i>Beløp</i>	<i>Prosent</i>
Anleggsmidler	4 303 657	62,1 %	1 163 053	27,0 %	278 804	6,5 %	2 861 800	66,5 %
Varer	67 784	1,0 %					67 784	100,0 %
Kortsiktige fordringer	482 415	7,0 %					482 415	100,0 %
Derivater	72 230	1,0 %					72 230	100,0 %
Kontanter	414 237	6,0 %					414 237	100,0 %
Sum omløpsmidler	1 036 666	15,0 %					1 036 666	100,0 %
Eiendeler holdt for salg	1 592 353	23,0 %					1 592 353	100,0 %
Sum eiendeler	6 932 676	100 %	1 163 053	16,8 %	278 804	4,0 %	5 490 819	79,2 %

**Tabell 7.6 Hurtigrutens kapitalstruktur IB**

Kapitalstrukturen for inngående balanse i 2009 ser meget dårlig ut. Anleggsmidlene burde kun vært finansiert med egenkapital og langsiktig gjeld. Dette er fordi anleggsmidlene er de minst likvide eiendelene, og det er vanskelig å gjøre dem om til likvider dersom kortsiktig gjeld må innfries.

**Kapitalstruktur UB 2009**

	Eiendeler		Finansiert med:					
			Egenkapital		Langsiktig gjeld		Kortsiktig gjeld	
	<i>Beløp</i>	<i>Prosent</i>	<i>Beløp</i>	<i>Prosent</i>	<i>Beløp</i>	<i>Prosent</i>	<i>Beløp</i>	<i>Prosent</i>
Anleggsmidler	4 848 160	78,1 %	1 656 875	34,2 %	3 191 285	65,8 %		
Varer	75 340	1,2 %			75 340	100,0 %		
Kortsiktige fordringer	361 988	5,8 %			361 988	100,0 %		
Derivater	8 537	0,1 %			8 537	100,0 %		
Kontanter	800 116	12,9 %			214 780	26,8 %	585 336	73,2 %
Sum omløpsmidler	1 245 981	20,1 %						
Eiendeler holdt for salg	110 748	1,8 %						
Sum eiendeler	6 204 888	100 %	1 656 875	26,7 %	3 851 930	62,1 %	696 083	11,2 %

**Tabell 7.7 Hurtigrutens kapitalstruktur UB**

Gjennom 2009 har Hurtigruten gjort ulike grep som har forbedret kapitalstrukturen. Vi ser at ved utgående balanse i 2009 var alle anleggsmidlene langsiktig finansiert. I tillegg er de minst likvide omløpsmidlene også langsiktig finansiert. Endringen i kapitalstrukturen kommer i hovedsak av at en betydelig del av den kortsiktige gjelden er gjort om til langsiktig gjeld.

*Arbeidskapital*

Arbeidskapitalen viser hvor mye av omløpsmidlene som er finansiert med langsiktig kapital. Mye langsiktig finansiering gir bedriften bedre muligheter for å overleve krisesituasjoner, fordi den delen av gjelden som kreditorene vil forlange innfridd på kort sikt, blir mindre (Tellefsen og Langli, 2005). En god regel er at kapital som er bundet i anleggsmidler ikke skal være finansiert med kortsiktig gjeld. Arbeidskapitalen bør derfor ikke være negativ. Er arbeidskapitalen negativ, vil som regel også likviditeten være dårlig (Kristoffersen, 2005).

$$\text{Arbeidskapital} = \text{Omløpsmidler} - \text{Kortsiktig gjeld}$$

Arbeidskapitalen for Hurtigruten:

(NOK 1000)

År	2009	2008	2007	2006
Omløpsmidler	1 245 980	1 036 666	1 567 934	1 413 080
Kortsiktig gjeld	586 404	4 023 237	1 272 699	1 162 536
<b>Arbeidskapital</b>	<b>659 576</b>	<b>-2 986 571</b>	<b>295 235</b>	<b>250 544</b>

**Tabell 7.8** *Hurtigrutens Arbeidskapital*

Arbeidskapitalen var i 2006 på 250 544 000, så var det en liten økning i 2007, før den hadde en kraftig reduksjon i 2008. Da var den så lav som - 2 986 571 000. Så ble arbeidskapitalen forbedret igjen i 2009. Som Tellefsen og Langli (2005) sier, er det umulig å fastslå hvor mye arbeidskapitalen bør være. Den bør likevel ikke være negativ. Den negative arbeidskapitalen i 2008 tyder på dårlig likviditet, siden anleggsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld. Den positive utviklingen fra 2008 til 2009 er, som vi har vært inne på tidligere, på grunn av at mye kortsiktig gjeld er gjort om til langsiktig.

*Finansieringsgrad 1*

Finansieringsgraden bestemmer i hvilken grad anleggsmidlene er langsiktig finansiert og defineres slik (Tellefsen og Langli, 2005).

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



For Hurtigruten blir forholdstallet som følger:

(NOK 1000)

År	2009	2008	2007	2006
Anleggsmidler	4 848 160	4 303 657	6 146 195	6 075 291
Langsiktig gjeld	3 851 930	278 804	4 666 008	4 669 437
Egenkapital	1 656 875	1 163 053	1 775 423	1 656 398
Sum langsiktig kapital	5 508 805	1 441 857	6 441 431	6 325 835
<b>Finansieringsgrad 1</b>	<b>0,88</b>	<b>2,98</b>	<b>0,95</b>	<b>0,96</b>

**Tabell 7.9 Hurtigrutens finansieringsgrad 1**

Vi ser at finansieringsgraden tilfredstiller kravet om å ligge under 1 i år 2006, 2007 og 2009. I 2008 er finansieringsgraden 2,98, noe som er forholdsvis høyt og som kommer av en lav andel langsiktig kapital, spesielt langsiktig gjeld. Arbeidskapitalen forbedres i 2009 som følge av omgjøringen av kortsiktig til langsiktig gjeld.

### 7.3.3.2 Soliditet

Soliditet sier noe om bedriftens evne til å tåle tap. Kristoffersen (2005) nevner tre forholdstall som benyttes ved analyse av soliditet: egenkapitalandel, gjeldsgrad og rentedekningsgrad.

#### Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen viser hvor stor andel av eiendelene som er finansiert med egne midler. Jo større forholdstallet er, desto bedre er bedriftens soliditet (Kristoffersen, 2005).

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital} \times 100}{\text{Totalkapital}}$$

Hurtigrutens egenkapitalandel de fire siste årene:

(NOK 1000)

	År	2009	2008	2007	2006
Egenkapital		1 656 875	1 163 053	1 775 423	1 656 398
Totalkapital		6 204 888	6 932 676	7 714 129	7 488 371
<b>Egenkapitalandel</b>		<b>26,7 %</b>	<b>16,8 %</b>	<b>23,0 %</b>	<b>22,1 %</b>

**Tabell 7.10 Hurtigrutens egenkapitalandel**

I 2006 var egenkapitalandelen på 22,1 %, i 2007 var det en liten økning, mens den i 2008 ble betydelig redusert til 16,8 %. Årsaken til reduksjonen skyldes i hovedsak et underskudd som påvirker egenkapitalen, og som dermed reduserer egenkapitalandelen. I 2009 økte egenkapitalandelen til 26,7 %. Økningen skyldes forhold som har påvirket egenkapitalen, som for eksempel økning i innskutt egenkapital, opptjent egenkapital og annen egenkapital. I tillegg har totalkapitalen blitt redusert som følge av en reduksjon i gjeld knyttet til eiendeler holdt for salg. Dette kommer av at reisebyråvirksomheten og ferge- og hurtigbåtvirksomheten ble avhendet i 2009.

### Gjeldsgrad

Gjeldsgraden viser forholdet mellom kapital finansiert av utenforstående og den kapital eierne har bundet opp i bedriften. Vanligvis er det slik at jo mindre dette forholdstallet er, desto mer solid er bedriften (Tellefsen og Langli, 2005).

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Gjeld} \times 100}{\text{Egenkapital}}$$

Hurtigrutens gjeldsgrad:

(NOK 1000)

	År	2009	2008	2007	2006
Gjeld		4 548 013	5 769 623	5 938 707	5 831 973
Egenkapital		1 656 875	1 163 053	1 775 423	1 656 398
<b>Gjeldsgrad</b>		<b>2,7</b>	<b>5,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>

**Tabell 7.11 Hurtigrutens gjeldsgrad**

Som vi ser er gjeldsgraden 3,5 i 2006, det vil si at gjelden er 3,5 ganger høyere enn egenkapitalen. I 2007 er det en liten nedgang i forholdstallet, mens det øker kraftig i 2008. Økningen kommer av en reduksjon av egenkapitalen som i hovedsak skyldes et underskudd. I 2009 reduseres gjeldsgraden til 2,7 som skyldes reduksjon i gjeld knyttet til eiendeler holdt for salg. Som nevnt tidligere kommer dette av avhendingen av reisebyråvirksomheten og ferge- og hurtigbåtvirksomheten.

### *Rentedekningsgrad*

Rentedekningsgraden forteller i hvor stor grad bedriften er i stand til å betale sine rentekostnader. Den brukes også til å si noe om hvor mye gjeld bedriften er i stand til å oppta de nærmeste årene (Eklund og Knutsen, 2003).

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

Rentedekningsgraden for Hurtigruten:

(NOK 1000)

År	2009	2008	2007	2006
Ordinært resultat før skatt	-95 145	-513 707	-254 268	14 560
Rentekostnad	316 696	418 032	326 633	219 004
<b>Rentedekningsgrad</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,22</b>	<b>1,07</b>

**Tabell 7.12** *Hurtigrutens rentedekningsgrad*

## 7.4 Oppsummering av regnskapsanalysen

År	2009	2008	2007	2006
Totalkapitalrentabilitet	3,03 %	-1,52 %	0,85 %	4,18 %
Egenkapitalrentabilitet	-0,50 %	-31,10 %	-10,14 %	-5,73 %
Likviditetsgrad 1	2,12	0,26	1,23	1,22
Likviditetsgrad 2	2,00	0,24	1,17	1,15
Finansierungsgrad 1	0,88	2,98	0,95	0,96
Arbeidskapital	659 576	-2 986 571	295 235	250 544
Gjeldsgrad	2,74	4,96	3,34	3,52
Egenkapitalandel	26,7 %	16,8 %	23,0 %	22,1 %
Rentedekningsgrad	0,70	-0,23	0,22	1,07

**Tabell 7.13 Forholdstall for Hurtigruten**

Tabellen viser en oversikt over forholdstallene vi har gått igjennom i dette kapittelet. Tallene viser forholdsvis små endringer fra 2006 til 2007, bortsett fra forholdstall hvor resultatet inngår. Dette gjelder rentabilitetstallene og rentedekningsgraden, som viser en negativ utvikling. Årsaken er et dårligere resultat som skyldes en reduksjon i driftsinntektene. I 2008 har alle tallene hatt en betraktelig negativ utvikling. Dette skyldes økte kostnader og en meget stor andel kortsiktig gjeld. Fra 2008 til 2009 har det vært en positiv utvikling. Forbedringen skyldes den omfattende restruktureringen som ble satt i gang for fullt i 2009.

Restruktureringen har ført til forbedringer på flere områder. En reduksjon i kostnadene og omgjøring av kortsiktig gjeld til langsiktig gjeld er noe av resultatet av restruktureringen.

Resultatene for Hurtigruten har de siste årene vært negativt og den historiske utviklingen har vært ustabil. Det gir dermed ikke godt nok grunnlag for å sammenligne de fremtidige kontantstrømmene med de historiske tallene. Vi ser imidlertid en forbedring i utviklingen det siste året, og vi bruker denne informasjonen samt de årsakene til utviklingen som vi er kommet frem til, for å vurdere om de fremtidige kontantstrømmene er reelle.

## 8 Beregning av avkastningskravet

### 8.1 Innledning

Teorien forbundet med avkastningskravet har vi gått igjennom i et tidligere kapittel, og vi vil nå benytte denne teorien til å beregne oss frem til et avkastningskrav. Vi bruker WACC for å regne oss frem til et avkastningskrav for totalkapitalen. I denne beregningen gjennomgår vi og fastsetter de ulike variablene som inngår i totalkapitalens avkastningskrav, og regner tilslutt ut Hurtigrutens avkastningskrav.

### 8.2 Avkastningskravet til totalkapitalen

$$WACC = r_t = r_e \times \frac{E}{V} + r_g \times (1-s) \times \frac{G}{V}$$

Når vi setter inn formelen for avkastningskravet til egenkapitalen,  $r_e$ , ser vi alle leddene som skal beregnes for å finne avkastningskravet til totalkapitalen:

$$WACC = r_t = r_f \times (1-s) + \beta \times (E(r_m) - r_f \times (1-s)) \times \frac{E}{V} + r_g \times (1-s) \times \frac{G}{V}$$

$r_t$  = Totalkapitalkostnaden etter skatt

$r_e$  = Avkastningskravet for egenkapitalen

$E$  = Egenkapital

$G$  = Gjeld

$V$  = Totalkapital

$r_g$  = Avkastningskravet for gjelden

$E/V$  = Egenkapitalandel

$G/V$  = Gjeldsandel

$\beta$  = Betaværdien for aksjen

$r_f$  = Risikofri rente

$E(r_m)$  = Forventet avkastning på markedsporteføljen  $m$

$E(r_m) - r_f$  = Markedets risikopremie

### 8.2.1 Risikofri rente

Den risikofrie rente svarer til den avkastningen en investor oppnår ved en risikofri plassering. Det er forskjellige meninger om hvilken statsobligasjonsrente en skal benytte som mål på den risikofrie renten. På bakgrunn av de drøftingene vi gjorde i teoridelen, velger vi å benytte den mellomlange statsobligasjonsrenten på 5 år som mål på den risikofrie renten. Dette fordi den korte renten på 1 år er meget ustabil, mens den lange renten på 10 år kan det være knyttet en likviditetspremie til, som vi ikke ønsker å ha med. Den mellomlange 5-årige statsobligasjonsrente lå i 2009 på 3,33 % (www.norges-bank.no). Vi velger derfor å bruke en risikofri rente på 3,33 %.

### 8.2.2 Markedets risikopremie

Risikopremien tilsvarer den meravkastningen vi får utover en risikofri plassering. Markedets risikopremie medberegnert skatt kan i følge Boye og Dahl (2002) beregnes slik:

$$\text{Risikopremie for markedet} = r_m - r_f (1 - s)$$

$r_m$  = Forventet avkastning på markedsporteføljen

$r_f$  = Risikofri rente

$s$  = Skattesats

Når man skal beregne markedets risikopremie tar man ofte utgangspunkt i historiske risikopremier. På grunn av store variasjoner i de historiske aksjeavkastningene, er det vanskelig å fastsette markedets risikopremie. Dersom man legger aritmetisk gjennomsnitt til grunn, var gjennomsnittet til historisk risikopremie i årene 1967 – 1998 på 6,2 % og for 1970 – 1998 var gjennomsnittet på 5,4 %. Johnsen (1999) mener at det finnes grunn til å tro at markedspremien nå vil være lavere enn historisk markedspremie på ca. 6 %. Reduksjonen i markedspremien kommer av mindre variasjon i børsenes likviditet og i inflasjonen, samt av bedre kapitaliserte selskaper og at investorene er mer diversifiserte og tåler derfor risikoen bedre. I teoridelen slo vi fast at risikopremien for tiden skal ligge mellom 3-5 %. På bakgrunn av denne opplysningen, samt de historiske risikopremiene, setter vi dagens risikopremie til 5 %. Når vi tar hensyn til denne risikopremien og den risikofrie renten, får vi følgende forventede avkastning for markedsporteføljen:

$$R_m = 0,05 + 0,0333 \times (1 - 0,28) = 0,074 \Rightarrow 7,4 \%$$

### 8.2.3 Beta

Beta er et mål for den markedsrelaterte risikoen, og den måler hvor mye en aksje svinger i forhold til markedet. I følge Boye og Dahl (2002) ligger betaverdien for børsnoterte aksjer i snitt rundt 1, og det er uvanlig at beta er lavere enn 0,5 og høyere enn 2. Beta ( $\beta$ ) beregnes i følge Boye (2002) på denne måten:

$$\beta = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\text{var}(R_m)}$$

$\beta$  = Beta

$\text{cov}(R_i, R_m)$  = Kovariansen mellom avkastningen til aksjen (i) og til markedsporteføljen (m)

$\text{var}(R_m)$  = Variansen til markedsporteføljens avkastning

Dagens Næringsliv beregner Hurtigrutens beta til 0,3890 (22. april 2010). Dette er en beta beregnet på grunnlag av månedlige avkastningstall for ett år. Dette er en forholdsvis kort tidsperiode for beregning av betaen. Derfor bruker vi en betaverdi for Hurtigruten som førsteamanuensis Frode Kjærland v/Handelshøgskolen i Bodø har beregnet. Dette betaestimatet er beregnet ut fra månedlige observasjoner av Hurtigruten, fra 1. mars 2006 til 1. mars 2010, altså over en fire års periode, som vi ser i vedlegg 2. I vedlegg 3 ser vi at beta er estimert til 0,852. I følge Gjesdal og Johnsen (1999) justeres ofte spesielt høye eller lave estimerte betaverdier, siden disse ofte har mer normale verdier ved et senere tidsintervall. Det vil si at ved å justere betaverdien vil den bli nærmere 1. En enkel og velbrukt justeringsformel er som følger (Gjesdal og Johnsen, 1999):

$$\beta_{t+1} = a \times \beta_t + (1-a) \times 1$$

Vi vil justere beta med denne formelen, der a reflekterer vår tillit til det historiske betaestimat,  $\beta_t$  er historisk beta og  $\beta_{t+1}$  er et veiet gjennomsnitt av historisk beta og representativ betaverdi (1). Et vanlig estimat for a er 0,7, og når vi bruker dette i justeringsformelen får vi

at beta er tilnærmet 0,9. Vi ønsker altså å bruke en betaverdi på 0,9 for å beregne avkastningskravet.

#### 8.2.4 Avkastningskravet til egenkapitalen

For å finne avkastningskravet til egenkapitalen bruker vi kapitalverdimodellen (Boye, 2002):

$$E(r) = r_f \times (1-s) + \beta \times (E(r_m) - r_f \times (1-s))$$

Når vi bruker denne modellen og setter inn tallene vi har funnet ovenfor, blir avkastningskravet til egenkapitalen følgende:

$$E(r) = 0,0333 \times (1 - 0,28) + 0,9 \times (0,074 - 0,0333 \times (1 - 0,28)) = 0,069 \Rightarrow \mathbf{6,9 \%}$$

Avkastningskravet til egenkapitalen er 6,9 %.

#### 8.2.5 Likviditetspremie

For mindre likvide aksjer, og spesielt for ikke-børsnoterte aksjer, kan det være aktuelt å regulere opp avkastningskravet til egenkapitalen med en likviditetspremie. Likviditetspremien skal fungere som et tillegg for å kompensere investorene for innlåsningsrisikoen for en illikvid aksje, som betyr at det kan være relativt dyrt/vanskelig å komme seg raskt ut av aksjen (Johnsen, 1997).

Hurtigruten er et børsnotert selskap med for tiden stor omsetning på Oslo Børs. På grunn av høy omsettelighet, vil det være relativt enkelt for en investor å selge aksjer. Vi vil derfor ikke medberegne en likviditetspremie i avkastningskravet.

#### 8.2.6 Egenkapitalandel og gjeldsandel

Vi vil nå beregne egenkapitalandelen og gjeldsandelen. Egenkapitalandelen viser til hvor stor egenkapitalen er i forhold til totalkapitalen, og gjeldsandelen viser hvor stor gjelden er i forhold til totalkapitalen (Bredesen, 2005). Det brukes bare markedsverdier for gjeld og egenkapital, ikke bokførte verdier. Egenkapitalandelen og gjeldsandelen beregnes slik:



$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{E}{V}$$

$$\text{Gjeldsandel} = \frac{G}{V}$$

Markedsverdien til Hurtigruten er i følge Netfonds.no per 22. april 2010 på 2 471 128 800 (referansekurs 5,88 kr per aksje × antall aksjer 420 260 000). I følge Boye og Meyer (2008) skal bare den rentebærende gjelden tas med når vektene skal beregnes. Grunnen er at vi tar hensyn til endringer i den omsetningsavhengige rentefrie gjelden når vi beregner kontantoverskuddene til totalkapitalen. Vi forutsetter videre at markedsverdien er lik pålydende lånebeløp. Rentebærende gjeld er ifølge årsrapporten for 2009 på 3 701 000 000. På bakgrunn av disse tallene får vi:

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{2\,471\,128\,800}{2\,471\,128\,800 + 3\,701\,000\,000} = 0,400 \Rightarrow \mathbf{40,0\%}$$

$$\text{Gjeldsandel} = \frac{3\,701\,000\,000}{2\,471\,128\,800 + 3\,701\,000\,000} = 0,600 \Rightarrow \mathbf{60,0\%}$$

### 8.2.7 Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden vil si den avkastningen som eierne av gjelden krever for å stille ny gjeld til disposisjon. I følge Bredesen (2005) kan man få et anslag av gjeldskostnaden ut fra den effektive renten som oppnås på utestående obligasjonslån. I årsrapporten for 2008 er det oppgitt at Hurtigruten hadde obligasjonslån utestående til ca 10 % rente. Denne renten er meget høy, og noe av grunnen til det kan være at den dårlige resultatutviklingen har medført dårlige rentebetingelser. I årsregnskapet for 2009 ser vi en reduksjon i rentenivået, i sammenheng med at en stor del av det kortsiktige lånet er omgjort til langsiktig lån. Prognoser for gjennomsnittlig utlånsrente de kommende årene ligger på 5,1 % (www.ssb.no). Vi regner med at Hurtigruten må godta en litt høyere rente enn gjennomsnittlig prognose siden de fortsatt sliter med et negativt resultat. På bakgrunn av dette ender vi opp med å sette gjeldskostnaden til 6 %.

### 8.3 Fastsettelse av Hurtigrutens avkastningskrav til totalkapitalen

Når vi nå skal fastsette avkastningskravet til Hurtigruten, setter vi de tallene vi har kommet fram til ovenfor inn i formelen for avkastningskravet til totalkapitalen (WACC).

Egenkapitalandel = 0,40

Gjeldsandel = 0,60

Avkastningskravet til egenkapitalen = 0,069

Gjeldskostnad = 0,06

Skattesats = 0,28

$$WACC = r_t = 0,069 \times 0,40 + 0,06 \times (1-0,28) \times 0,60 = 0,0535 \Rightarrow 5,35 \%$$

Vi kommer frem til et avkastningskrav for Hurtigruten på 5,35 %, som vi vil bruke i de framtidige beregningene.

## 9 Fremtidige kontantstrømmer og deres realitet

### 9.1 Innledning

I dette kapittelet vil vi beregne fremtidige kontantstrømmer med utgangspunkt i markedsverdien. Dette vil vi gjøre ved å benytte modellen utarbeidet av Svein Oskar Lauvsnes. Deretter vurderer vi om de fremtidige kontantstrømmene er reelle ved å sammenligne med et representativt kvartal. I tillegg benytter vi den strategiske analysen og regnskapsanalysen for å få bekreftet om kontantstrømmene er reelle eller ikke. På bakgrunn av disse vurderingene så vil vi beslutte om markedets prising av Hurtigruten er reell.

### 9.2 Fremtidige kontantstrømmer

Markedsverdien til Hurtigruten er i følge Netfonds.no per 22. april 2010 på 2 471 128 800 (referansekurs 5,88 kr per aksje × antall aksjer 420 260 000). Markedsverdien tilsvarer verdien av egenkapitalen. Siden vi skal bruke avkastningskravet til totalkapitalen, må vi finne verdien av totalkapitalen (sysselsatt kapital). I følge Boye og Meyer (2008) kan denne finnes ved å legge rentebærende gjeld til verdien av egenkapitalen. Vi får da:

Verdi av egenkapitalen	2 471 128 800
+ Rentebærende gjeld	3 701 000 000
<hr/>	
= Verdi av totalkapitalen (sysselsatt kapital)	6 172 128 800
<hr/>	

Vi finner kontantstrømmene ved å bruke førsteamanuensis Svein Oskar Lauvsnes modell (se vedlegg 1). Nåverdien av kontantstrømmene setter vi lik verdien av totalkapitalen, altså 6 172 128 800. Av Hurtigrutens årsrapport fra 2009 kan vi se at det forventes en årlig vekst på kontantstrømmene på 2,5 %. Vi forutsetter dermed en årlig vekst på 2,5 %, og bruker avkastningskravet til totalkapitalen etter skatt som vi beregnet tidligere til 5,35 %.

$$NV = \frac{CF}{1+r} + \frac{CF(1+g)}{(1+r)^2} + \frac{CF(1+g)^2}{(1+r)^3} + \frac{CF(1+g)^3}{(1+r)^4} + \dots + \frac{CF(1+g)^9}{(1+r)^{10}} + \frac{RV}{(1+r)^{10}}$$

$$RV = \frac{CF(1+g)^9}{r}$$

$$NV = CF \left[ \frac{1}{1+r} + \frac{1+g}{(1+r)^2} + \frac{(1+g)^2}{(1+r)^3} + \frac{(1+g)^3}{(1+r)^4} + \dots + \frac{(1+g)^9}{(1+r)^{10}} + \frac{(1+g)^9}{(1+r)^{10}} \right]$$

NV = Verdien av totalkapitalen (sysselsatt kapital)

CF = Kontantstrøm

r = Avkastningskravet til totalkapitalen etter skatt

g = Årlig vekst til kontantstrømmene

RV = Restverdi

Når vi setter inn de ulike verdiene i formelen over finner vi kontantstrømmen for år 1, som er 277 052 484. Deretter finner vi kontantstrømmene for de kommende år ved å bruke følgende formel:

$$CF_t = CF_1 \times (1 + g)^{t-1}$$

Vi kommer da frem til følgende kontantstrømmer de neste ti årene:

År	2010	2011	2012	2013	2014
CF	277 052 484	283 978 796	291 078 266	298 355 223	305 814 103

År	2015	2016	2017	2018	2019	RV
CF	313 459 456	321 295 942	329 328 341	337 561 549	346 000 588	6 467 300 709

**Tabell 9.1 Fremtidige kontantstrømmer**

Vi ser at kontantstrømmene vokser som følge av den årlige veksten på 2,5 %. For at vi skal kunne vurdere om disse kontantstrømmene er reelle, må vi først finne kostnadene ved hjelp av en kostnadsstruktur for så å finne inntektene. Deretter vurderer vi sannsynligheten for at Hurtigruten vil kunne klare å oppnå disse inntektene.

### 9.2.1 Kostnader

Hurtigruten har i årsrapporten fra 2009 et mål om å redusere kostnaden med 150 millioner kroner per år. Vi forutsetter at Hurtigruten klarer å nå det fastsatte målet. Vi har på bakgrunn

av dette funnet sum kostnader for 2009 og redusert disse med 150 millioner hvert år frem til 2019.

### Kostnadstruktur 2009

Personalkostnader	975 039 000
Avskrivninger og nedskrivninger	359 714 000
Andre driftskostnader	1 957 323 000
Andre (tap)/gevinster – netto	1 993 000
Finanskostnader	316 696 000
Skattekostnad for videreført virksomhet	-31 404 000
Skattekostnad for ikke videreført virksomhet	10 013 000
<b>Sum kostnader</b>	<b>3 589 374 000</b>

Nedenfor ser vi hvordan Hurtigrutens kostnader vil utvikle seg de neste ti årene dersom en reduksjon på 150 millioner hvert år:

År	2010	2011	2012	2013	2014
Sum kostnader	3 439 374 000	3 289 374 000	3 139 374 000	2 989 374 000	2 839 374 000

År	2015	2016	2017	2018	2019
Sum kostnader	2 689 374 000	2 539 374 000	2 389 374 000	2 239 374 000	2 089 374 000

**Tabell 9.2 Fremtidige kostnader**

Vi har nå kommet frem til sum kostnader for hvert år frem til 2019 dersom Hurtigruten greier målsettingen. Sum kostnader består av mange ulike kostnadsposter. Det kommer ikke direkte frem av årsrapporten for 2009 hvilke poster Hurtigruten ser for seg å redusere, vi har derfor ikke grunnlag for å kunne beregne utviklingen for hver enkelt av postene. Vi forutsetter derfor at kostnadsreduksjonen skjer jevnt over, og vi går ikke nærmere inn på kostnadene.

### 9.2.2 Investeringer og avskrivninger

Det kommer ikke fram i årsrapportene om planer om fremtidige investeringer. Vårt grunnlag for å anslå investeringsutviklingen er dermed begrenset. Hurtigruten har de senere årene investert i flere nye båter, samtidig som de har vært inne i en restrukturering hvor de har solgt

mye av virksomheten som ligger utenfor kjerneområdet. Sannsynligheten for at Hurtigruten kommer til å gjøre store investeringer den nærmeste framtid er dermed liten. Ser man imidlertid på investeringene over en tidsperiode, vil årlige investeringer ses på som nødvendige for å opprettholde kapasiteten (Kinserdal, 2005). Det vil si at Hurtigruten i løpet av de neste ti årene mest sannsynlig kommer til å gjøre en og annen investering. Når dette er sagt, hevder Kinserdal (2005) at man over tid kan se på de ordinære avskrivningene som en størrelse på det man årlig bør regne med å reinvestere for å ivareta opprettholdelsen av kapasiteten. På bakgrunn av disse argumentene anser vi årlige fremtidige investeringer og årlige fremtidige avskrivninger som like. Dermed forutsetter vi at de fremtidige kontantstrømmene vil være lik fremtidig driftsresultat.

### 9.2.3 Inntekter

Når både kontantstrømmene og kostnadene er beregnet, finner man enkelt inntektene ved å summere kontantstrømmen og kostnadene for hvert år. Inntektene de neste ti årene blir da slik:

År	2010	2011	2012	2013	2014
CF	277 052 484	283 978 796	291 078 266	298 355 223	305 814 103
Sum kostnader	3 439 374 000	3 289 374 000	3 139 374 000	2 989 374 000	2 839 374 000
Inntekter	3 716 426 484	3 573 352 796	3 430 452 266	3 287 729 223	3 145 188 103

År	2015	2016	2017	2018	2019
CF	313 459 456	321 295 942	329 328 341	337 561 549	346 000 588
Sum kostnader	2 689 374 000	2 539 374 000	2 389 374 000	2 239 374 000	2 089 374 000
Inntekter	3 002 833 456	2 860 669 942	2 718 702 341	2 576 935 549	2 435 374 588

**Tabell 9.3 Fremtidig inntektsstrøm**

Av tabellen over ser vi en reduksjon i inntektene hvert år. Årsaken til inntektsreduksjonen er at kostnadsreduksjonen er større enn det veksten i kontantstrømmene tilsvarer. En større vekst vil gi en lavere inntektsreduksjon og etter en viss størrelse gi en økning i inntektene hvert år. En mulig årsak til inntektsreduksjonen er at Hurtigruten ønsker å fullføre restrukturingsplanen om å selge virksomhet utenfor kjerneområdet. Virksomheter som ønskes solgt er bussvirksomheten og hurtigbåtvirksomheten. Vi forutsetter at salget av disse virksomhetene blir gjennomført i løpet av neste tiårsperiode. Salget av virksomhetene vil

medføre en kostnadsreduksjon for hele konsernet. Salget vil også medføre en reduksjon i konsernets inntekter ved at inntektene for de solgte virksomhetene vil falle bort.

### **9.3 Er kontantstrømmene reelle?**

For å kunne bedømme om kontantstrømmene vi har kommet frem til er reelle, må vi sammenligne inntektene vi har funnet med siste års driftsinntekter. Siden årsresultatene til Hurtigruten har vært negativ de siste årene, er de ikke passende å bruke som sammenligningsgrunnlag. Vi velger derfor å ta utgangspunkt i en kvartalsrapport fra siste år. Etter vår vurdering er 2. kvartal det kvartalet som er mest representativt for resten av året. På grunn av ulik kapasitetsutnyttelse på Hurtigruten norskekysten gjennom året, spriker tallene fra kvartal til kvartal. I april er kapasitetsutnyttelsen ganske dårlig, i mai er kapasiteten middels utnyttet mens i juni er kapasiteten godt utnyttet. Månedene kan på sett og vis vise et gjennomsnitt over hvordan kapasiteten er utnyttet gjennom året, og er derfor mest representativt for å bruke som sammenligningsgrunnlag. Vi tar driftsinntektene for 2. kvartal, som vi ser i vedlegg 5 er 957 640 000 kroner, og multipliserer med 4 for å få en årlig driftsinntekt å sammenligne med. Da får vi en estimert årlig driftsinntekt på 3 830 560 000 kroner for 2009. Dette virker reelt i forhold til de inntektene vi kom fram til for de neste ti årene.

Ser vi dette opp mot hva vi kom frem til i den strategiske analysen og regnskapsanalysen virker ikke denne inntekten så usannsynlig. I den strategiske analysen slo vi fast at Hurtigruten har en forholdsvis sterk strategisk posisjon, og at fremtiden ser lovende ut. Den omfattende restruktureringen, der blant annet salg av virksomheter utenfor kjerneområdet, nedbemanning og reduksjon av kostnadene inngår, har ført til en bedring i resultatet. Dette ser man også direkte ut fra regnskapsanalysen, hvor utviklingen i de ulike størrelsene har vært positiv det siste året. Ut fra dette kan vi slå fast at de estimerte inntektene er mulig å oppnå i fremtiden, dermed er kontantstrømmene realistiske og prisen markedet har satt på Hurtigruten er reell.

## 10 Sensitivitetsanalyse

### 10.1 Innledning

Verdsettelse er ingen eksakt vitenskap (Kinserdal, 2005). Vår vurdering av Hurtigruten er basert på flere forutsetninger og antakelser. Vi kom i forrige kapittel frem til fremtidige kontantstrømmer ved å ta utgangspunkt i markedsverdien. Vurderingen består av flere usikre faktorer, det er derfor hensiktsmessig å gjøre en sensitivitetsanalyse. I en sensitivitetsanalyse endrer man på de usikre variablene, i positiv eller negativ retning, for å se hvordan det slår ut på selskapets verdi (Boye og Meyer, 2008). I vårt tilfelle vil vi gjennom analysen se på hvilken påvirkning endringer i ulike variabler vil ha på kontantstrømmene. Siden vi tar utgangspunkt i markedsverdien, vil denne være konstant. Det vi ønsker å se på er endringen i kontantstrømmene. De usikre variablene vi tar for oss er avkastningskravet, veksten og kostnadene. Vi endrer kun på en variabel om gangen.

### 10.2 Endring i avkastningskrav

Det første vi vil se på er hvilken påvirkning endring i avkastningskravet vil ha på kontantstrømmene. Vi hadde i utgangspunktet et avkastningskrav til totalkapitalen på 5,35 %. Det er flere faktorer i avkastningskravet som er vanskelig å beregne, derfor er det hensiktsmessig å se på både et høyere og lavere avkastningskrav for å se hvilken effekt det vil ha på kontantstrømmene for Hurtigruten. Kostnadene er de samme uansett avkastningskrav, de blir dermed ikke vist i tabellen.



Avkastningskrav	År	2010	2011	2012	2013	2014
r = 4,35%	CF	223 563 473	229 152 560	234 881 374	240 753 408	246 772 244
	Inntekter	3 662 937 473	3 518 526 560	3 374 255 374	3 230 127 408	3 086 146 244
r = 5,35%	CF	277 052 484	283 978 796	291 078 266	298 355 223	305 814 103
	Inntekter	3 716 426 484	3 573 352 796	3 430 452 266	3 287 729 223	3 145 188 103
r = 7,35%	CF	385 938 015	395 586 466	405 476 127	415 613 030	426 003 356
	Inntekter	3 825 312 015	3 684 960 466	3 544 850 127	3 404 987 030	3 265 377 356
r = 8,35%	CF	441 232 906	452 263 729	463 570 322	475 159 580	487 038 570
	Inntekter	3 880 606 906	3 741 637 729	3 602 944 322	3 464 533 580	3 326 412 570

Avkastningskrav	År	2015	2016	2017	2018	2019
r = 4,35%	CF	252 941 550	259 265 089	265 746 716	272 390 384	279 200 143
	Inntekter	2 942 315 550	2 798 639 089	2 655 120 716	2 511 764 384	2 368 574 143
r = 5,35%	CF	313 459 456	321 295 942	329 328 341	337 561 549	346 000 588
	Inntekter	3 002 833 456	2 860 669 942	2 718 702 341	2 576 935 549	2 435 374 588
r = 7,35%	CF	436 653 440	447 569 776	458 759 021	470 227 996	481 983 696
	Inntekter	3 126 027 440	2 986 943 776	2 848 133 021	2 709 601 996	2 571 357 696
r = 8,35%	CF	499 214 534	511 694 897	524 487 270	537 599 452	551 039 438
	Inntekter	3 188 588 534	3 051 068 897	2 913 861 270	2 776 973 452	2 640 413 438

**Tabell 10.1 Sensitivitetsanalyse avkastningskrav**

Av tabellen ser vi at en reduksjon i avkastningskravet på 1 % i forhold til det opprinnelige, gir en reduksjon i kontantstrømmen på 19,3 %. En økning i avkastningskravet på 3 % gir en økning i kontantstrømmen på 37,2 %. Dette viser at en liten prosentvis endring i avkastningskravet gir en forholdsvis stor endring i kontantstrømmene.

### 10.3 Endring i vekst

Vi vil nå se på hvilken effekt endring i veksten får for kontantstrømmene. Veksten vi i utgangspunktet beregnet med var på 2,5 %. Vi endrer veksten til en lavere og høyere prosent og ser hvilke utslag det gir.

Vekst	År	2010	2011	2012	2013	2014
g = 1,5%	CF	297 237 763	301 696 330	306 221 775	310 815 101	315 477 328
	Inntekter	3 736 611 763	3 591 070 330	3 445 595 775	3 300 189 101	3 154 851 328
g = 2%	CF	286 972 326	292 711 772	298 566 008	304 537 328	310 628 074
	Inntekter	3 726 346 326	3 582 085 772	3 437 940 008	3 293 911 328	3 150 002 074
g = 2,5%	CF	277 052 484	283 978 796	291 078 266	298 355 223	305 814 103
	Inntekter	3 716 426 484	3 573 352 796	3 430 452 266	3 287 729 223	3 145 188 103
g = 3%	CF	267 468 282	275 492 331	283 757 101	292 269 814	301 037 908
	Inntekter	3 706 842 282	3 564 866 331	3 423 131 101	3 281 643 814	3 140 411 908

Vekst	År	2015	2016	2017	2018	2019
g = 1,5%	CF	320 209 488	325 012 630	329 887 819	334 836 137	339 858 679
	Inntekter	3 009 583 488	2 864 386 630	2 719 261 819	2 574 210 137	2 429 232 679
g = 2%	CF	316 840 636	323 177 449	329 640 998	336 233 818	342 958 494
	Inntekter	3 006 214 636	2 862 551 449	2 719 014 998	2 575 607 818	2 432 332 494
g = 2,5%	CF	313 459 456	321 295 942	329 328 341	337 561 549	346 000 588
	Inntekter	3 002 833 456	2 860 669 942	2 718 702 341	2 576 935 549	2 435 374 588
g = 3%	CF	310 069 045	319 371 117	328 952 250	338 820 818	348 985 442
	Inntekter	2 999 443 045	2 858 745 117	2 718 326 250	2 578 194 818	2 438 359 442

**Tabell 10.2** *Sensitivitetsanalyse vekst*

Av tabellen ser vi at en lavere vekst i forhold til opprinnelig vekst på 2,5 %, vil gi høyere kontantstrømmer i starten av perioden, og en svakere årlig økning. En høyere vekst vil derimot gi lavere kontantstrømmer i starten av perioden og en større økning for hvert år.

#### 10.4 Endring i kostnadene

Til slutt vil vi se på hvilken effekt en endring i kostnadene vil få på kontantstrømmene. I utgangspunktet baserte vi oss på Hurtigrutens mål om å redusere kostnadene med 150 millioner hvert år. Vi vil nå se på hvilke konsekvenser det vil få for kontantstrømmene dersom de ikke greier å nå dette målet. Inntektene vil være de samme som de var i utgangspunktet.

##### *Kostnadene holdes konstant*

Først vil vi se hva som skjer dersom Hurtigruten ikke greier å redusere kostnadene, at de holdes konstant hvert år.

År	2010	2011	2012	2013	2014
CF	127 052 484	-16 021 204	-158 921 734	-301 644 777	-444 185 897
Sum kostnader	3 589 374 000	3 589 374 000	3 589 374 000	3 589 374 000	3 589 374 000
Inntekter	3 716 426 484	3 573 352 796	3 430 452 266	3 287 729 223	3 145 188 103

År	2015	2016	2017	2018	2019
CF	-586 540 544	-728 704 058	-870 671 659	-1 012 438 451	-1 153 999 412
Sum kostnader	3 589 374 000	3 589 374 000	3 589 374 000	3 589 374 000	3 589 374 000
Inntekter	3 002 833 456	2 860 669 942	2 718 702 341	2 576 935 549	2 435 374 588

**Tabell 10.3** *Sensitivitetsanalyse, kostnadene holdes konstant*

Av tabellen ser vi at det bare er førsteåret som vil gi en positiv kontantstrøm. Fra og med år 2011 vil kontantstrømmen være negativ og den vil reduseres for hvert år. Dette vil si at kostnadene er for høye til at inntektene kan dekke dem.

*Kostnadene reduseres med 50 millioner*

Vi skal nå se hva som skjer dersom Hurtigruten greier å redusere kostnadene med 50 millioner.

År	2010	2011	2012	2013	2014
CF	177 052 484	83 978 796	-8 921 734	-101 644 777	-194 185 897
Sum kostnader	3 539 374 000	3 489 374 000	3 439 374 000	3 389 374 000	3 339 374 000
Inntekter	3 716 426 484	3 573 352 796	3 430 452 266	3 287 729 223	3 145 188 103

År	2015	2016	2017	2018	2019
CF	-286 540 544	-378 704 058	-470 671 659	-562 438 451	-653 999 412
Sum kostnader	3 289 374 000	3 239 374 000	3 189 374 000	3 139 374 000	3 089 374 000
Inntekter	3 002 833 456	2 860 669 942	2 718 702 341	2 576 935 549	2 435 374 588

**Tabell 10.4** *Sensitivitetsanalyse, kostnadsreduksjon 50 mill*

Selv om kostnadene reduseres med 50 millioner hvert år, ser vi at det ikke er nok til å kunne få positive kontantstrømmer hele perioden. Kontantstrømmene vil være negativ fra og med år 2012.

*Kostnadene reduseres med 100 millioner*

Her ser vi hva som skjer dersom Hurtigruten greier å redusere kostnadene med 100 millioner.

År	2010	2011	2012	2013	2014
CF	227 052 484	183 978 796	141 078 266	98 355 223	55 814 103
Sum kostnader	3 489 374 000	3 389 374 000	3 289 374 000	3 189 374 000	3 089 374 000
Inntekter	3 716 426 484	3 573 352 796	3 430 452 266	3 287 729 223	3 145 188 103

År	2015	2016	2017	2018	2019
CF	13 459 456	-28 704 058	-70 671 659	-112 438 451	-153 999 412
Sum kostnader	2 989 374 000	2 889 374 000	2 789 374 000	2 689 374 000	2 589 374 000
Inntekter	3 002 833 456	2 860 669 942	2 718 702 341	2 576 935 549	2 435 374 588

**Tabell 10.5** *Sensitivitetsanalyse, kostnadsreduksjon 100 mill*

Selv ikke en kostnadsreduksjon på 100 millioner hvert år er nok til å få positive kontantstrømmer hele perioden. Kostnadene er fortsatt for høye.

*Hva kostnadene minst må reduseres med*

Vi skal nå se på hva kostnadene minst må reduseres med for å få positive kontantstrømmer hele perioden.

År	2010	2011	2012	2013	2014
CF	242 452 484	214 778 796	187 278 266	159 955 223	132 814 103
Sum kostnader	3 473 974 000	3 358 574 000	3 243 174 000	3 127 774 000	3 012 374 000
Inntekter	3 716 426 484	3 573 352 796	3 430 452 266	3 287 729 223	3 145 188 103

År	2015	2016	2017	2018	2019
CF	105 859 456	79 095 942	52 528 341	26 161 549	588
Sum kostnader	2 896 974 000	2 781 574 000	2 666 174 000	2 550 774 000	2 435 374 000
Inntekter	3 002 833 456	2 860 669 942	2 718 702 341	2 576 935 549	2 435 374 588

**Tabell 10.6** *Sensitivitetsanalyse, kostnadsreduksjon 115,4 mill*

En kostnadsreduksjon på omtrent 115,4 millioner kroner gir kostnader av en slik størrelse at inntektene akkurat dekker dem. Det vil si at Hurtigruten må redusere kostnadene med 115,4 millioner eller mer hvert år for å oppnå kontantoverskudd i hele perioden.

## 10.5 Oppsummering av sensitivitetsanalysen

Vi har nå sett på hva endringer i avkastningskravet, veksten og kostnadene gjør med kontantstrømmene. Vi er kommet frem til at små endringer i de ulike variablene gir store utslag på kontantstrømmene. Det vil si at dersom endringer i variablene faktisk skjer, vil det

kunne få store konsekvenser for realiteten til markedsverdien. Dette ser vi særlig tydelig dersom Hurtigruten ikke klarer å redusere kostnadene tilstrekkelig. Ved et slikt tilfelle vil prisen markedet har satt på Hurtigruten være urealistisk.

## 11 Hurtigruten og risiko

### 11.1 Innledning

Vi vil i dette kapitlet ta for oss underproblemstillingene som handler om risiko for investor:

*”Hvilke risikofaktorer kan påvirke Hurtigrutens fremtidige kontantstrømmer?”*

*”Hvordan kan investor sikre seg mot risiko forbundet med å investere i Hurtigruten?”*

Som aksjeeier utsetter man seg for risiko. Risikoen består i at aksjekursen kan falle og investeringen dermed taper seg i verdi. Den risikoen aksjeeieren utsetter seg for deles gjerne opp i to faktorer, markedsrisiko og selskapsrisiko ([www.oslobors.no](http://www.oslobors.no)).

Markedsrisiko, eller systematisk risiko, er den risiko som alle aksjer utsettes for.

Markedsrisikoen blir berørt av endringer i rentestrukturen, inflasjonsforventninger, skatter, allmenne konjunkturforventninger, politikk med mer. Slike faktorer påvirker normalt alle aksjeselskap, uansett virksomhet ([www.oslobors.no](http://www.oslobors.no)). Vi vil gå nærmere inn på disse eksterne risikofaktorene, hvordan de påvirker Hurtigruten og hva selskapet gjør for å forsøke å håndtere disse.

Selskapsrisiko, eller usystematisk risiko, er en risiko som er knyttet til et bestemt aksjeselskap. Man ser her på risikoen for at aksjeselskapets resultat i løpet av en tidsperiode utvikler seg dårligere (eller bedre) enn aksjemarkedet som helhet. Selskapsrisiko avhenger av faktorer som er spesielle for det enkelte aksjeselskap, eller aksjeselskapets evne til å nå og å opprettholde god lønnsomhet ([www.oslobors.no](http://www.oslobors.no)). Selskapsrisiko omhandler interne risikofaktorer, og vi vil identifisere, vurdere og se på hvordan disse eventuelt kan håndteres av Hurtigruten.

Først skal vi forsøke å definere risiko. Deretter går vi inn på risikostyring, der vi ser på eksterne og interne risikofaktorer knyttet til Hurtigruten og hvordan disse håndteres. Tilslutt ser vi på ulike måter investor kan sikre seg mot risiko.

### 11.1.1 Hva er risiko?

Det finnes alltid en viss risiko for at hendelser kan inntreffe, men ofte er dette risikoer som er for små til at vi bryr oss så mye om dem. I hverdagslivet finnes det mange eksempler på slike hendelser. Det finnes for eksempel alltid en risiko for å falle og brette en fot når man går ned en trapp, men dette stopper oss ikke fra å gå i trapper. På den andre siden finnes det også risikoer som er for store til å engste seg over. Eksempelvis finnes det en risiko for at jorda kan bli truffet av en meteor og alt liv på kloden blir utslettet. Vi tenker imidlertid ikke så mye over dette da risikoen er uhandterbar, det vil si at man ikke kan påvirke hendelsen. De to nevnte eksemplene er drastiske ytterpunkter, og mellom disse finnes det en stor mengde risikoer som vi må ta hensyn til og som kan og bør håndteres.

Risiko innebærer at vi ikke kan være helt sikker på hva utfallet av en eller annen situasjon blir og risiko innebærer mulighet for tap. Johnsen (s. 31, 2005) nevner en mye brukt definisjon av risiko: *”den fare som en uønsket hendelse representerer for mennesker, miljø og økonomiske verdier”*. Han påpeker også at dette er en meget vid definisjon, som inkluderer mange ulike hendelser. Siden vi skal fokusere på risiko for investorer i Hurtigruten, er det først og fremst hendelser som truer de økonomiske verdiene som blir relevant for oss å identifisere. Det er imidlertid slik at også hendelser som ikke påvirker de økonomiske verdiene direkte, kan ha en indirekte påvirkning på økonomien.

### 11.1.2 Risikostyring

Risikostyring kommer av det engelske begrepet ”risk management”, som stammer fra USA. Opprinnelig ble begrepet benyttet i forbindelse med håndtering av klage- og erstatningssaker, men blir i dag brukt for å håndtere, forbygge og redusere risiko (Johnsen, 2005). Vi kan forstå risikostyring som alle tiltak og aktiviteter som gjennomføres for å styre risiko. COSO (2005) definerer risikostyring på følgende måte:

*”Helhetlig risikostyring er en prosess, gjennomført av virksomhetens styre, ledelse og ansatt anvendt i fastsettelse av strategi og på tvers av virksomheten. Den er utformet for å identifisere potensielle hendelser som kan påvirke virksomheten og for å håndtere risiko slik at den er i samsvar med virksomhetens risikoappetitt, for å gi en rimelig grad av sikkerhet for virksomhetens måloppnåelse” (COSO, s.4, 2005).*

I det følgende arbeidet vil vi delvis benytte COSO's rammeverk for helhetlig risikostyring. COSO nevner åtte komponenter for helhetlig risikostyring. Disse er: internt miljø, etablering av målsetting, identifisering av hendelser, risikovurdering, risikohåndtering, kontrollaktiviteter, informasjon og kommunikasjon og oppfølging.

Vi kommer kun til å benytte oss av tre av komponentene: identifisering av hendelser, risikovurdering og risikohåndtering. Grunnen til at vi bare benytter disse tre, er at det er de som er mest relevant i forhold til vår problemstilling. Vi vil først redegjøre for hovedelementene i rammeverket knyttet til de tre komponentene, før vi behandler Hurtigruten spesielt.

Identifisering av hendelser går ut på å kartlegge potensielle begivenheter som, hvis de inntreffer, vil virke inn på virksomheten. Hendelser som har negative konsekvenser utgjør risikoer. Både interne og eksterne faktorer kan utgjøre risikoer for bedriften. Eksempler på eksterne faktorer er: økonomiske, naturlige/miljømessige, politiske og sosiale. Interne faktorer kan være: infrastruktur, medarbeidere, prosess og teknologi.

Når risikofaktorer er identifisert, må man vurdere sannsynligheten for at de inntreffer og konsekvensene dersom de inntreffer. Ved vurdering av risiko ser man på forventede og uventede hendelser, og man vurderer både iboende og gjenværende risiko. Iboende risiko vil si den risikoen som finnes før eventuelle tiltak iverksettes, mens gjenværende risiko er risiko som blir igjen etter en håndtering.

Når alle relevante risikoer er vurdert, bestemmer man hvordan de skal håndteres. COSO (2005) nevner fire måter å håndtere risiko på: å unngå, å redusere, å dele og å akseptere. Før en bestemmer hvilken måte en vil benytte for å håndtere risikoen på, bør en vurdere effekten håndteringen har på risikoens sannsynlighet og konsekvens, nytte i forhold til kostnadene ved håndteringen og andre muligheter for å nå målsettingene ved å gå utenom risikofaktoren.

## **11.2 Risiko for Hurtigruten**

Vi vil først ta for oss ulike eksterne og interne risikofaktorer for Hurtigruten, vurdere disse og se på hvordan Hurtigruten håndterer dem. Deretter ser vi på hvilke av risikofaktorene som vil ha størst påvirkning på kontantstrømmene. Disse vil også utgjøre en risiko for investor ved at



de vil kunne ha innvirkning på lønnsomheten til Hurtigruten, og dermed kunne påvirke aksjekursen.

### **11.2.1 Eksterne risikofaktorer**

#### ***Økonomi:***

##### *Valutarisiko*

Hurtigruten-konsernet opererer internasjonalt og har salgsinntekter og gjeld i utenlandsk valuta. Dette medfører at de er eksponert for risiko relatert til flere valutaer, særlig i forhold til euro, US dollar, UK pund og australske dollar. Valutarisikoen kommer fra fremtidige salg av billetter og charterkontrakter i tillegg til balanseførte eiendeler og forpliktelser.

Drivstoffkostnaden kvoterer også i valuta. Valutarisikoen er en kontinuerlig risiko for Hurtigruten siden de har både salgsinntekter og gjeld i utenlandsk valuta.

Valutarisiko kan håndteres ved å benytte valutasikringsinstrumenter. De store fluktusjonene i valutamarkedet øker behovet for slike sikringer. Hurtigruten benytter valutaterminkontrakter for å styre risikoen fra fremtidige salg og charterkontrakter. Det er Hurtigrutens mål å sikre normalt 40-80 prosent av netto eksponering i forskjellige valutaer i 1-3 år fremover, vanligvis gjennom bruk av terminkontrakter. Oljeprisen handles internasjonalt i amerikanske dollar, mens den for konsernets del kjøpes med basis i norske kroner. Dermed kan risikoen splittes i ett valutaelement og ett produktelement. Valutaelementet samordnes delvis med konsernets utsatte netto kontantstrøm i US dollar, og risikoen knyttet til produktelementet behandles særskilt. I første halvår har spesielt utviklingen i euro og US dollar vært positiv for Hurtigruten ved at kronen har svekket seg, mens man så en motsatt utvikling i annet halvår. Valutarisikoen har gjennom 2009 delvis vært redusert gjennom terminhandler.

##### *Renterisiko*

En annen risikofaktor for Hurtigruten er renterisiko. Konsernets renterisiko er knyttet til kortsiktige og langsiktige lån. Lån med flytende rente medfører renterisiko for konsernets kontantstrøm, mens fastrentelån utsetter Hurtigruten for virkelig verdi renterisiko. Gjennom 2008 og 2009 har konsernets lån til flytende rente hovedsakelig vært i norske kroner, mens noe er i US dollar og euro.

Siden Hurtigrutens gjeldsandel er så høy, vil en renteøkning få betydelige konsekvenser i form av høye rentekostnader.

For å håndtere renterisiko kan man benytte seg av følgende instrumenter: fremtidig renteavtale, rentebytteavtaler (swap) og renteopsjoner. Hurtigruten styrer den flytende renterisikoen gjennom flytende til fast renteswapper. Disse renteswappene innebærer en omgjøring av lån med flytende rente til fastrentelån. Gjennom renteswappene inngår konsernet avtale med andre parter om å bytte differansen mellom kontraktens fastrente og flytende rentebeløp beregnet i henhold til det avtalte opprinnelige gjeldsbeløpet. Et eksempel illustrerer konsekvensene av en økning i flytende rente: En økning i flytende rente på 0,5 prosent, ville ført til en økning i rentekostnadene med ca 7,6 millioner kroner etter skatt. Egenkapitalen ville vært 5,4 millioner kroner høyere som følge av endring i virkelig verdi på rentebytteavtale.

### *Likviditetsrisiko*

Likviditetsrisiko utgjør også en risikofaktor for Hurtigruten. Likviditetsrisiko er risikoen for å ikke kunne innfri sine forpliktelser ved forfall. Virksomheten er meget sesongbetont. Første og fjerde kvartal er svake perioder inntjeningsmessig hvor det tæres på likviditeten, mens ca 50 prosent av de totale inntektene tjenes inn i sommermånedene juni, juli og august. Gjennom sommerperioden skapes inntektsgrunnlaget som muliggjør fortsatt virksomhet resten av året.

Håndtering av likviditetsrisiko skjer gjennom å hele tiden sikre seg at man har tilstrekkelig beholdning av likvider til å kunne innfri forpliktelsene sine ved forfall, samt at andelen kortsiktig gjeld er minst mulig. Hurtigruten har samarbeidet med hovedbankforbindelsen og innført et system som sikrer at deler av konsernets frie likviditet er tilgjengelig for morselskapet, og på den måten minimerer risikoen for at interne forhold skal påføre konsernet likviditetsproblemer. Ledelsen overvåker hele tiden konsernets likviditetsreserve bestående av lån og kontantbeholdning.

### *Prisendringer*

Risiko for prisendringer er i hovedsak knyttet til bunkers. Bunkerskostnadene utgjør en betydelig del av kostnadene innenfor all transportvirksomhet som selskapet driver. Utslagene av økte drivstoff- og oljepriser kan bli vesentlige, og vil redusere selskapets resultater.

Utviklingen i bunkerskostnader inngår som et element i den årlige reguleringsmekanismen i Hurtigrutens avtale med Staten, men risikoen ligger allikevel i hovedsak på selskapet.

Hurtigruten håndterer denne risikoen ved å gjøre kvartalsvise, rullerende sikringer for 20-60 prosent av forventet bunkersforbruk 4-6 kvartaler fremover i tid. For de nærmeste kvartalene blir størst andel sikret, og mindre for kvartalene lengst utover i tid. Ut over dette opererer selskapet med en ”stopp-loss” strategi hvor usikret beløp forsøkes sikret dersom oljeprisen overstiger et forhåndsbestemt nivå. Hurtigruten handler også noe av bunkersprisen internasjonalt i amerikanske dollar, og håndteringen av denne andelen vil da inngå i valutarisikohåndteringen.

### *Konjunkturedgang*

En betydelig del av Hurtigrutens inntekter kommer fra cruisesegmentet på norskekysten og for MS Fram. Som følge av konjunkturedgang og uro i amerikansk og europeisk økonomi har veksten innenfor cruiseindustrien blitt redusert. Dette merker også Hurtigruten.

Det er ikke så mye man kan gjøre for å sikre seg mot konjunkturedganger. Hurtigruten har igangsatt et program som skal styrke særlig salgs- og markedsorganisasjonen både i Norge og i utlandet. Forbedringsprogrammet skal hjelpe til en generell salgsvekst, men også bidra til å kompensere for lavere vekst i cruiseindustrien som følge av konjunkturedgangen.

### *Naturlige/miljømessige:*

#### *Utslipp*

I sin transportvirksomhet er Hurtigruten avhengig av drivstoff, noe som medfører en viss risiko for utslipp. Dersom det havner mye drivstoff i havet, vil det få miljømessige konsekvenser. Hurtigruten reduserer denne risikoen gjennom gode styringssystemer og rapporteringsrutiner, samt bevissthet til sikkerhet. Rutiner er etablert for å redusere risiko for overbunkring. Dersom det skulle skje en ulykke er skipene utstyrt med verne- og opprensningsutstyr for å begrense konsekvensene av eventuelle utslipp.

#### *Ustabile værforhold*

Hurtigruten opererer i krevende farvann og kraftig vær kan dermed utgjøre en risikofaktor. Ustabile værforhold kan gjøre det vanskelig å manøvrere båtene og legge til kai, noe som kan øke risikoen for ulykker. I tillegg kan slikt vær medføre ubehageligheter for passasjerene. Det

er ikke så mye man får gjort med været, men for å redusere risikoen for ulykker i vanskelig vær kan det gjøres enkelte grep. Båtene må være i en slik stand at de tåler harde påkjenninger og mannskapet bør ha den nødvendige kompetansen til å føre skipene på en trygg måte. Risikoen reduseres også ved å unngå å legge til kai på de mest farefulle stedene.

### *Bærekraftig utvikling*

Hurtigruten er i sin virksomhet avhengig av olje. Olje er en ikke-fornybar ressurs som innebærer at den forbrukes i en langt høyere takt enn den produseres. Per i dag finnes det ikke noe som i stor nok grad kan erstatte oljen som drivstoff, selv om dette er under utvikling. Så risikoen for Hurtigruten er dersom beholdningene av olje blir kraftig redusert, slik at prisen øker, eller at oljen i verste fall tar helt slutt. For å håndtere denne risikoen gjelder det å være føre var og tenke på alternative drivstoffmuligheter.

### ***Politiske:***

Et regjeringsskifte vil ikke ha så mye å si her i Norge, siden det er et land med politisk stabilitet. Den norske stat ønsker forutsigbar næringspolitikk for å skape stabilitet og investeringslyst. Likevel endres lover og regler, og noen ganger blir det innført strengere reguleringer som er tilfelle for eksempel ved utslipp. Hurtigruten opererer også i internasjonale markeder, og kan dermed bli berørt av endringer i internasjonal politikk. Det er ikke så mye Hurtigruten får gjort i forhold til politiske endringer. Selskapet må bare godta de lover og regler som blir satt, og føye seg etter disse. Det er likevel viktig å være oppmerksom på at endringer kan skje, og at man er beredt til å møte disse.

### *Statens kjøp av transporttjenester*

Statens kjøp av transporttjenester utgjør en forholdsvis stor del av Hurtigrutens inntekter. Risikoen vil være dersom de taper anbudsrunden om transporttjenesten. Dette vil gå ut over økonomien da de mister en stor inntektskilde.

### ***Sosiale:***

#### *Fraflytting*

Distansepassasjerer utgjør per i dag den største andelen av antall reisende med Hurtigruten. En del av distansepassasjerene er kystbefolkningen som benytter Hurtigruten som transportmiddel for å komme seg imellom. Den stadige fraflyttingen fra kystområdene utgjør en risiko for dette segmentet i tillegg til at godstransporten kan bli berørt.

### 11.2.2 Interne risikofaktorer

#### **Medarbeidere:**

##### *Rekruttering*

Hurtigruten er avhengig av å ha medarbeidere med riktig kompetanse. Det vil være en risikofaktor dersom Hurtigruten ikke greier å rekruttere medarbeidere med den kompetansen som trengs, eller at de mister erfarne medarbeidere. For å håndtere denne risikoen gjelder det for Hurtigruten å være en attraktiv arbeidsplass der de ansatte trives. Det er viktig at de ansatte får mulighet til kompetanseutvikling gjennom blant annet kursing, og at det er fokus på trivsel og motivasjon. Dette er også faktorer som kan virke inn på sykefraværet.

Hurtigruten hadde i 2009 et sykefravær på 6,2 prosent for de sjøansatte, som er en nedgang fra 8,7 prosent året før. For de landansatte har sykefraværet økt med 0,5 prosent til 3,9 prosent i 2009. Denne økningen kan komme som følge av den store nedbemanningen av landansatte. Et høyt sykefravær virker dårlig inn på bedrifter, og det finnes alltid en risiko for dette. Det gjelder da å ha fokus på helse, miljø og sikkerhet, og som IA bedrift jobber Hurtigruten kontinuerlig med å redusere sykefraværet.

Sannsynligheten i forhold til faren for arbeidsulykker og medarbeidere som bryter lover og regler bør vurderes. Lov- og regelbrudd kan medføre straffeansvar for virksomheten og skadet omdømme. Unøyaktig utførelse av arbeidsoppgaver som medfører redusert kvalitet på produktene kan også påvirke måloppnåelsen negativt. For å håndtere denne type risiko gjelder det å ha gode informasjons- og kontrollsystemer.

#### **Prosess:**

##### *Kapasitetsutnyttelse*

Kapasitetsutnyttelsen på skipene varierer mye gjennom året. I månedene mai, juni, juli og august er kapasiteten godt utnyttet, mens i øvrige måneder er kapasiteten høyere enn etterspørselen. Dersom denne trenden vedvarer, vil det medføre en risikofaktor for Hurtigruten, da inntjeningen i disse månedene ikke er tilstrekkelig for å oppnå ønsket overskudd. Kapasitetsutnyttelsen i ”problemmånedene” er betydelig forbedret de siste årene, men den er allikevel ikke god nok. Her må det fokuseres på produktutvikling, markedsutvikling og markedsføring for å tiltrekke passasjerer slik at kapasiteten blir godt nok utnyttet.

**Teknologi:***Teknologisk svikt*

Teknologisk svikt vil kunne utgjøre en risikofaktor for Hurtigruten. Det gjelder både for svikt i IKT-systemene og svikt i maskineriet. Hurtigruten har de siste årene utviklet internettbaserte bookingsystemer som gjør det enklere for passasjerer å bestille billetter. Siden Hurtigruten holder på med en restrukturering der mange av salgskontorene blir lagt ned, blir de stadig mer avhengig av de nye bookingsystemene og at disse fungerer. Dersom bookingsystemene skulle kræsje, vil det kunne virke inn på passasjerantallet ved at mange ikke får bestilt. For å håndtere en slik risiko bør systemene oppdateres og vedlikeholdes jevnlig. Det samme gjelder for maskineriet i båtene. Utstyret må være i orden, hvis ikke kan det føre til driftsstans. Sannsynligheten for dette bør vurderes. Det bør være jevnlig kontroll og service der gamle og slitte deler skiftes ut og utstyret vedlikeholdes.

**11.2.3 Risikofaktorer som har innvirkning på kontantstrømmene**

Når vi skal vurdere risiko for investorer i Hurtigruten, må vi se på hvilke risikofaktorer som har innvirkning på de fremtidige kontantstrømmene. Så og si alle de risikofaktorene vi har gått igjennom påvirker kontantstrømmene, om ikke en direkte påvirkning, så har de en indirekte påvirkning. Vi vil nå se på de risikofaktorene som i størst grad kan ha en innvirkning på de fremtidige kontantstrømmene.

Det er først og fremst de økonomiske risikofaktorene som vil ha tydeligst innvirkning. Siden Hurtigruten opererer internasjonalt, vil de være eksponert for valutasvingninger. De har både salgsinntekter og gjeld i utenlandsk valuta, så sannsynligheten for at valutasvingninger påvirker kontantstrømmen er ganske stor. Hurtigruten sikrer seg imidlertid mot valutarisikoen. Strategien er å sikre 40-80 prosent av netto eksponering i 1-3 år fram i tid. Det er da resterende eksponering som vil påvirke kontantstrømmen.

Hurtigrutens gjeldsandel er høy, noe som vil medføre høye rentekostnader ved en renteøkning. Dette gjelder lån som er tatt opp til flytende rente. Hurtigruten styrer denne risikoen ved å gjøre flytende rente om til fast. Etter denne håndteringen vil ikke en renteøkning få like store utslag på kontantstrømmen, risikoen vil i vært fall reduseres. Dersom det blir en renteøkning, og følgelig en omgjøring til fast rente, vil dette allikevel påvirke kontantstrømmen ved at renten uansett økes i forhold til utgangspunktet.

Den dårlige kapasitetsutnyttelsen i høst- og vintermånedene og i noen av vårmånedene truer likviditeten. Over 50 prosent av inntjeningen kommer av de resterende månedene, som medfører at det skapes et inntjeningsgrunnlag. I ”problemmånedene” er likviditeten så dårlig at det tæres på dette inntjeningsgrunnlaget. Dersom inntjeningsgrunnlaget ikke er stort nok, eller kapasitetsutnyttelsen blir enda dårligere, kan dette føre til at selskapet får store likviditetsproblemer, slik at de ikke kan betale sine forpliktelser.

Endringer i bunkersprisen vil kunne få en betydelig innvirkning på bunkerskostnadene til selskapet siden de utgjør en vesentlig del av kostnadene innenfor transportvirksomheten. Nå sikrer imidlertid Hurtigruten prisen for 20-60 prosent av forventet bunkersforbruk, og resterende blir forsøkt sikret dersom prisen overstiger et visst nivå. Ellers blir bunkersprisen som er handlet i utenlandsk valuta sikret ved valutasikringer. Etter disse håndteringene vil ikke en økning i bunkersprisen gi et så stort utslag på kontantstrømmene som den ville gjort før eventuelle sikringer.

Konjunkturedgang virker inn på kontantstrømmene. Den konjunkturedgangen som nettopp har vært, og som fortsatt er, har Hurtigruten fått merke. Veksten innenfor cruiseindustrien har blitt redusert som følge av konjunkturedgangen, noe som også preger Hurtigruten i form av lavere inntjening fra cruisesegmentene. Den reduserte inntjeningen søkes gjenopprettet gjennom et forbedringsprogram. Konjunktursvingninger vil alltid påvirke markedet, selskapet og inntjeningen. Ved konjunkturedgang gjelder det å sette inn de riktige tiltakene til rett tid, for å forsøke å bedre situasjonen. Likevel skal det mye til for å komme positivt ut av en konjunkturedgang, som ofte vil ha negativ innvirkning på kontantstrømmen.

Dersom Hurtigruten taper anbudsrunder til staten om transporttjenesten langs kysten etter 2012, vil det kunne få alvorlige konsekvenser for inntjeningen. Statens kjøp av transporttjenester sto i 2009 for 17 prosent av inntektene fra Hurtigruten norskekysten, så om de skulle tape denne inntektskilden vil det merkes på kontantstrømmen.

Økende fraflytting fra kystområdene kan påvirke kontantstrømmene siden kystbefolkningen utgjør en del av distansepassasjerene, som per i dag representerer hoveddelen av antall reisende med Hurtigruten. Den stadige fraflyttingen kan i lengden påvirke inntjeningen fra dette segmentet, samt inntjeningen fra godstransport ved at gods i mindre grad trenger å bli transportert til mindre kystdistrikt.

Teknologisk svikt i IKT-systemene kan føre til lavere inntjening en kortere periode dersom bookingsystemene blir berørt, og det ikke finnes tilsvarende gode alternativer, slik at passasjerene ikke får bestilt. I tillegg kan en omfattende teknologisk feil føre til store opprettingskostnader. Teknologisk svikt i maskineriet på båtene kan i verste fall føre til driftsstans som medfører at en eller flere båter må tas ut av flåten for en stund. Som følge av dette kan det komme både tap i form av lavere inntjening fra passasjerer i tillegg til høye reparasjonskostnader.

### **11.3 Risiko for investor**

En investor må vurdere risikoen som ligger i å investere i selskapet. Investor må vurdere risikofaktorene som kan påvirke verdien av selskapet og hvor stor sannsynligheten er for at risikoen vil inntreffe. Anser investor risikoen for å være stor, eller han bare vil være sikker på å ikke tape på investeringen, kan han sikre seg ved å bruke derivater.

#### **11.3.1 Derivater**

Det finnes ulike typer derivater en kan benytte for å sikre seg. Derivater omhandler i hovedsak kjøp- og salgsopsjoner, forwards og futures. Futures og forwards er terminkontrakter der man har en avtale om å kjøpe eller selge verdipapirer til en fast pris på et bestemt kvantum til et bestemt tidspunkt i fremtiden. En betaler ingenting ved inngåelse av avtalen, men begge parter må stille sikkerhet for sine forpliktelser. Ved futures og forwards plikter partene å innfri sin del av avtalen på oppgjørsdagen. Forskjellen på disse terminkontraktene er at forwards er skreddersydde mellom partene, de kan ikke omsettes i et annenhåndsmarked og de avregnes i sin helhet på bortfallsdagen. Futures er standardiserte kontrakter som omsettes på børs. Ved slike kontrakter foretas det et daglig oppgjør der penger overføres mellom kjøper og selger på bakgrunn av endringer i sluttkursen, alt etter om man har tjent eller tapt ([www.oslobors.no](http://www.oslobors.no)). Spekulanter selger futures/forwards når de tror at prisen vil falle, og kjøper futures/forwards når de tror at prisen på goden vil øke (Dubofsky og Miller, 2003).

Opsjoner innebærer en rett til å kjøpe eller selge verdipapirer til en fastsatt pris innen eller på et bestemt tidspunkt i fremtiden. Man kan både kjøpe og selge opsjoner. Kjøperen av



opsjonen betaler for retten til å benytte seg av den, mens selgeren mottar penger for å forplikte seg til å innfri opsjonen dersom kjøper ønsker å benytte seg av den ([www.oslobors.no](http://www.oslobors.no)). Man skiller mellom salgs- og kjøpsopsjoner. En kjøpsopsjon (CALL) gir innehaveren en rett, men ikke plikt til å kjøpe et verdipapir til avtalt innløsningskurs frem til og med bortfallsdagen. En salgsoptionsjon (PUT) gir innehaver rett, men ikke plikt til å selge et verdipapir til innløsningskursen innen eller på bortfallsdagen (Den norske bankforening).

### 11.3.2 Derivater som sikringsinstrument

En investor som sitter på en hurtigruteaksje som ønsker å beskytte seg mot risiko for fall i aksjekursen, kan benytte ulike derivater. Den norske bankforening (nr. 1/90) hevder den mest effektive måten investoren kan sikre seg på er ved å kjøpe en PUT (salgsopsjon) på aksjen med kontraktspris lik kjøpskurs for aksjen. Tror investor at aksjen skal falle i nærmeste fremtid, kan han kjøpe PUTer. Dersom aksjen faller som antatt, vil han kunne selge aksjen dyrere via opsjonsmarkedet enn i aksjemarkedet. Dette kan han gjøre ved å innløse opsjonene. Han krever da å få selge de underliggende aksjene til innløsningskursen, som på det tidspunktet vil være høyere enn markedskursen. Investor realiserer dermed en gevinst ([www.oslobors.no](http://www.oslobors.no)). Dersom aksjekursen stiger, vil opsjonen bli verdiløs ved at investor selvfølgelig ikke vil benytte retten til å selge aksjen til en lavere kurs enn den han kan oppnå i markedet. Investor har da verdien av aksjen han eier. Dersom aksjekursen stiger med et beløp som er høyere enn premien han betalte for opsjonen, vil investor få en netto fortjeneste, hvis ikke vil han tape denne premien. Dersom aksjekursen faller, vil det potensielle tapet ved kjøp av PUTer være begrenset til opsjonspremien (Den norske bankforening, nr. 1/90).

Investor kan også benytte opsjoner for å sikre seg mot fall i Hurtigruteaksjene ved å utstede CALLer (kjøpsopsjoner). Denne sikringsstrategien benyttes dersom investor tror at aksjekursen skal falle svakt eller holde seg på samme nivå ut opsjonens løpetid. Ved å utstede en CALL, mottar investoren opsjonspremien og får dermed avkastning dersom markedet står stille eller faller. Investor forplikter seg til å selge opsjonen når som helst i opsjonens løpetid, dersom kjøperen velger å benytte seg av den. Dersom aksjekursen stiger og kjøperen innløser opsjonen, må investor selge aksjene til en lavere kurs enn børskursen. Investor risikerer dermed å tape. Tapet kan være så og si ubegrenset siden aksjen kan stige uendelig høyt. Derfor er det nødvendig at investor stiller sikkerhet for sine forpliktelser. Dersom aksjekursen

skulle falle, har imidlertid investor mulighet til å stenge sin posisjon ved å kjøpe tilbake opsjonen i markedet før tapet blir for stort.

En annen måte investor kan sikre seg mot fall i aksjekursen, er ved å bruke terminkontrakter. Innehaveren av en terminkontrakt er sikret mot eventuelle negative kurssvingninger frem til forfallsdato. Formålet med terminkontrakten er å eliminere fremtidig usikkerhet om betalingsstrømmen. Dersom investor tror aksjekursen vil falle, selger han terminkontrakter for å sikre seg. Ved avtaleinngåelsen betaler ikke kjøper, og investor mottar heller ikke penger for terminen på det tidspunktet. Begge parter må imidlertid stille sikkerhet for sine forpliktelser helt til terminens bortfall.

#### **11.4 Oppsummering**

Vi har i dette kapitlet kommet frem til de viktigste risikofaktorene for Hurtigruten og hvilke av disse faktorene som i størst grad påvirker kontantstrømmene. Investor må vurdere risikofaktorene, sannsynligheten for at de vil inntreffe og påvirke verdien og hvordan de håndteres av Hurtigruten, før han eventuelt velger å sikre seg. Vi har i så måte sett på ulike måter investor kan sikre seg på.

## 12 Avslutning

### 12.1 Innledning

I dette kapittelet skal vi svare på problemstillingene våre. Vi skal se på om markedsverdien til Hurtigruten er reell i forhold til fremtidige kontantstrømmer. I tillegg skal vi også se på risiko for Hurtigruten og sikringsstrategier for investor.

### 12.2 Hovedproblemstilling

Hovedproblemstillingen vi la til grunn for oppgaven er som nevnt følgende:

*”Verdsettelse av Hurtigruten; Er markedets prising av Hurtigruten reell?”*

Svaret vi er kommet frem til er ja, markedets prising av Hurtigruten er reell. Svaret er vi kommet frem til ved å beregne kontantstrømmer frem til og med 2019, ut fra markedsverdien per 22. april 2010 som var 2 471 128 800. Denne justerte vi opp med rentebærende gjeld og fikk da en verdi av totalkapitalen på 6 172 128 800. Ut fra kontantstrømmene og en kostnadsstruktur fant vi fremtidig inntektsstrøm. Denne sammenlignet vi med et representativt kvartal fra 2009 for å se om den var realistisk. Vi vurderte altså om de estimerte fremtidige inntektene er mulig for Hurtigruten å oppnå, på bakgrunn av tidligere oppnådd driftsinntekt, den strategiske analysen samt regnskapsanalysen. Estimert årsinntekt av kvartalet ble beregnet til 3 830 560 000, og ut fra dette fant vi at fremtidig estimert inntektsstrøm virket realistisk. På bakgrunn av de resultatene vi har kommet frem til, er markedets prising av Hurtigruten reell.

Vi gjennomførte en sensitivitetsanalyse der vi endret blant annet avkastningskravet og kostnadene. Vi kom frem til at små endringer i variablene gir forholdsvis store endringer i kontantstrømmene, og dermed også på kravet til inntektsstrømmene. Det vil si at endringer i variablene vil ha noe å si for om prisen markedet har satt på Hurtigruten er reell eller ikke.

### 12.3 Underproblemstilling

Oppgaven har også to underproblemstillinger som dreier seg om risiko for investor:

*”Hvilke risikofaktorer kan påvirke Hurtigrutens fremtidige kontantstrømmer?”*

*”Hvordan kan investor sikre seg mot risiko forbundet med å investere i Hurtigruten?”*

For å svare på disse problemstillingene identifiserte vi først de største risikofaktorene for Hurtigruten. Deretter kom vi frem til risikofaktorer som, dersom de inntreffer, vil ha størst innvirkning på kontantstrømmene. Vi kom frem til at det først og fremst er de økonomiske risikofaktorene som vil ha størst innvirkning, men også andre, slik som teknologisk svikt og økende fraflytting, vil kunne påvirke kontantstrømmene. Investor må vurdere risikofaktorene, sannsynligheten for at de vil inntreffe og påvirke verdien og hvordan de håndteres av Hurtigruten, før han eventuelt velger å sikre seg. Vi har i den forbindelse gått igjennom ulike sikringsstrategier for investor. For å sikre seg mot fall i aksjekursen kan investor enten kjøpe PUT-opsjoner, utstede CALL-opsjoner eller selge terminkontrakter. Slik kan investor sikre seg mot risiko forbundet med å investere i Hurtigruten.

### 12.4 Avsluttende kommentar

Når vi ser tilbake på arbeidet og prosessen med denne oppgaven, har det vært lærerikt, men til tider også ganske slitsomt. Vi føler vi har lært mye nytt, noe som var en av grunnene til valg av tema/problemstilling. Det har vært utfordrende og spennende å jobbe med noe som vi ikke har sett noen andre har gjort før. Mange tidligere oppgaver har verdsettelse som tema, men det er ingen som har akkurat samme vinkling som vår oppgave. Selv om prosessen har vært meget tidkrevende, har det vært en positiv opplevelse og vi sitter igjen med mye ny kunnskap og erfaring.

## Litteraturliste

### Bøker

- Banken, K. og Busch, T. (2001): *Analyse av finansregnskapet*, Universitetsforlaget, Oslo
- Bredesen, I. (2005): *Investering og finansiering*, 3 utgave, Gyldendal Norsk Forlag AS, Oslo
- Boye, K. (2002): *Finansielle emner*, 13. utgave, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo
- Boye, K. og Koekebakker, S. (2006): *Finansielle emner*, 14. Utgave, Cappelen Forlag AS, Oslo
- Boye, K. og Meyer, C. B. (2008): *Fusjoner og oppkjøp*, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo
- Boye, K. og Dahl, G. (1997): Verdssettelsesmodeller i Dahl, G. A., Hansen, T., Hoff, R. og Kinserdal, A., *Verdssettelse i teori og praksis*, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo, side 3-37
- Brealy, R. A., Myers, S. C., Allen, F. (2006): *Principles of corporate finance*, McGraw-Hill, Boston
- COSO og Norges interne revisorers forening (NIRF), (2005): *Helhetlig risikostyring – et internt rammeverk, Sammendrag*, Oslo
- Dahl, G. A., Hansen, T., Hoff, R. og Kinserdal, A. (1997): *Verdssettelse i teori og praksis*, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo
- Dubofsky, D. A., Miller, T. W. (2003): *Derivatives – Valuation and risk management*, Oxford University Press, New York
- Eklund, T. og Knutsen, K. (2003): *Regnskapsanalyse med årsoppgjør*, 7. utgave, Gyldendal Akademisk AS, Oslo
- Fladstad, H. N. og Tofteland, A. (2005): *Finansregnskap – Vurdering og analyse*, Fagbokforlaget

- Gjesdal, F. og Johnsen, T. (1999): *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo
- Grenness, T. (1997): *Innføring i vitenskapsteori og metode*, Tano Aschehoug, Otta
- Holme, I. M., Solvang, B. K. (1996): *Metodevalg og metodebruk*, 3. utgave, Tano AS, Otta
- Hoff, K. G., Voldsund, T. og Hansen, S. K. (2007): *Analyse av finansregnskapet*, Universitetsforlaget, Oslo
- Johannessen, A., Kristoffersen, L., Tufte, P. A. (2004): *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag*, Abstrakt forlag, Oslo
- Johnsen, L. G. W. (2005): *Balansert risikostyring – Praktisk metodebok for virksomheter*, Gyldendal Akademisk Forlag AS, Oslo
- Johnsen, T. (1997): Avkastningskrav i Dahl, G. A., Hansen, T., Hoff, R. og Kinserdal, A. *Verdsettelse i teori og praksis*, Cappelen Akademisk Forlag, side 39-73
- Kinserdal, A. (2005): *Finansregnskap med analyse*, 13. utgave, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo
- Kinserdal, A. (2005): *Finansiell rapportering og analyse*, 13. utgave, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo
- Kristoffersen, T. (2005): *Årsregnskapet – en grunnleggende innføring*, 2. utgave, Fagbokforlaget
- Larsen, A. K. (2007): *En enklere metode – veiledning i samfunnsvitenskapelig forskningsmetode*, Fagbokforlaget, Bergen
- Reve, T., Haugland, S. A. og Grønhaug, K. (1995): *Internasjonalt konkurransedyktige bedrifter*, TANO AS

Roos, G., Von Krogh, G, Roos, J. og Fernström, L. (2005): *Strategi – en innføring*, Fagbokforlaget, Bergen

Selnes, F. (1999): *Markedsundersøkelser*, 4. Utgave, Tano Aschehoug, Otta

Steigum, E. (2004): *Moderne makroøkonomi*, Gyldendal Akademisk, Oslo.

Tellefsen, J. T. og Langli, J. C. (2005): *Årsregnskapet*, 8. utgave, Gyldendal Akademisk AS, Oslo

Thoresen, O. (2006): *Verdsettelse av aksjer – En fullstendig introduksjon til kunsten å verdsette aksjeselskaper*, Hegnar Media, Oslo

### **Artikler**

Boye, K. og Dahl, G. A. (2002): Verdsettelsesmodeller i *Praktisk økonomi og finans* nr. 1 2002, Universitetsforlaget, Oslo, side 83-102

Den norske bank forening (1990): *Fremtidsmarkeder; terminer, futures og opsjoner* nr. 1, 26.04. 1990, Oslo

### **Internetsider**

Dagens Næringsliv 13.11.2009 *Hegnar storhandler i Hurtigruten*. Nedlastet 8. mai 2010.  
<http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article1782242.ece>

Hurtigrutens hjemmeside. Nedlastet gjennom hele oppgaveskrivingen.  
<http://www.hurtigruten.no>

Ledernytt. *Verdivurdering*. Nedlastet 15. april 2010.  
<http://www.ledernytt.no/verdivurdering.4515936-112550.html>

Nettfonds. Nedlastet 22. april 2010  
<http://hopeynetfonds.no/about.php?paper=HRG.OSE>

Norges Bank. *Statsobligasjoner, Årsgjennomsnitt av daglige noteringer*. Nedlastet 22. april 2010.

[http://www.norges-bank.no/templates/article\\_\\_\\_55495.aspx](http://www.norges-bank.no/templates/article___55495.aspx)

Norges Bank. *Statsobligasjoner, daglige noteringer*. Nedlastet 14. april 2010.

[http://www.norges-bank.no/templates/article\\_\\_\\_55496.aspx](http://www.norges-bank.no/templates/article___55496.aspx)

OECD. Stats Extracts. *Key Short-term Economic indicators*. Nedlastet 4. april 2010.

<http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCod=KEI>

OECD. Stats Extracts. *Key Short-term Economic indicators: Consumer Price – All items*.

Nedlastet 4. april 2010

<http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=21761>

Oslo Børs. *Nøkkeltallsanalyse av Oslo Børs* av Hillestad O. Nedlastet 20. april 2010 .

<http://www.norges-bank.no/upload/62686/n%c3%b8kkeltallsanalyse.pdf>

Oslo Børs. *Derivater – alt du trenger å vite om opsjoner, forwards & futures*. Nedlastet 21. april 2010.

[http://www.oslobors.no/obnewsletter/download/a94fd0fc105b42ed73f439e55e5a4b62/file/file/Derivater\\_-\\_Alt\\_du\\_trenger\\_å\\_vite.pdf](http://www.oslobors.no/obnewsletter/download/a94fd0fc105b42ed73f439e55e5a4b62/file/file/Derivater_-_Alt_du_trenger_å_vite.pdf)

Oslo Børs. *Opsjoner på egenhånd – selvstudium med fasit*, Nedlastet 21. april 2010

[http://www.oslobors.no/obnewsletter/download/446b8ae3d55209bc8abbf1ad92e5d4b7/file/file/Opsjoner\\_på\\_Egenhånd.pdf](http://www.oslobors.no/obnewsletter/download/446b8ae3d55209bc8abbf1ad92e5d4b7/file/file/Opsjoner_på_Egenhånd.pdf)

PriceWaterhouseCoopers. *Business Valuation Inside 01/2008*. Nedlastet, 20. april 2010,

[http://www.pwc.com/no\\_NO/no/publikasjoner/business-valuation-inside-01-2008.pdf](http://www.pwc.com/no_NO/no/publikasjoner/business-valuation-inside-01-2008.pdf)

Statistisk sentralbyrå 18. februar 2010. *Makroøkonomiske hovedstørrelser 2000-2013*.

Nedlastet 22. april 2010 [www.ssb.no/emner/08/05/kt/ttab-2010-02-18-01.html](http://www.ssb.no/emner/08/05/kt/ttab-2010-02-18-01.html)



## Vedlegg 1 Alternativ modell utarbeidet av Svein Oskar Lauvsnes

MULIG LØSNING: HVORDAN FINNE IMPLISITTE NETTO KONTANTSTRØMMER TIL EK GITT DAGENS AKSJEKURS?

FORUTSETNINGER:

- Realverdier i teller, realrente i nevner
- Vekstfase fra tidspunkt 1 til T, deretter konstant cash flow

MODELL

$$NV = P \cdot N = \frac{CF}{1+r} + \frac{CF(1+g)}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF(1+g)^{T-1}}{(1+r)^T} + \frac{RV}{(1+r)^T}$$

- NV = markedsverdien av selskapets egenkapital
- P = aksjekurs
- N = antall utestående aksjer (bør bruke utvannet antall aksjer, dvs. fratrukket antall egne aksjer og påplussert antall potensielle aksjer (konvertible obligasjoner og in-the-money opsjoner))
- CF = nto. kontantstrøm til EK, realverdi
- r = diskonteringsrente, realverdi, etter skatt
- RV = restverdi =  $\frac{CF(1+g)^{T-1}}{r}$

LØSNING MHP. CF:

$$NV = P \cdot N = CF \left[ \frac{1}{1+r} + \frac{(1+g)}{(1+r)^2} + \dots + \frac{(1+g)^{T-1}}{(1+r)^T} + \frac{(1+g)^{T-1}}{r(1+r)^T} \right]$$

$$CF = P \cdot N \left[ \frac{1}{1+r} + \frac{(1+g)}{(1+r)^2} + \dots + \frac{(1+g)^{T-1}}{(1+r)^T} + \frac{(1+g)^{T-1}}{r(1+r)^T} \right]^{-1}$$

$$\text{La } A = \frac{1}{1+r} + \frac{(1+g)}{(1+r)^2} + \dots + \frac{(1+g)^{T-1}}{(1+r)^T} + \frac{(1+g)^{T-1}}{r(1+r)^T}$$

$$\Rightarrow CF = \frac{P \cdot N}{A}$$

VIDERE ANALYSE

- Finn inntektsstrømmene ( $I_t$ ) gitt en kostnadsstruktur ( $K_t$ ):  $CF_t = I_t - K_t$ , der dagens kostnadsstruktur brukes som utgangspunkt.
- Realitetsvurdering

Kilde: Førstemanuensis Svein Oskar Lauvsnes

## Vedlegg 2 Månedlige observasjoner

Månedlige observasjoner av Hurtigruten ASA fra 1. mars 2006 til 1. mars 2010 og Oslo Børs sin totalindeks, samt beregnet avkastning for begge.

Hurtigruten		Oslo Børs All-share Index_GI				Rf
Dato	Siste	Dato	Siste	Siste		
01.03.06	24,23			420,97		
03.04.06	23,74	-0,0204		457,12	0,0859	3,7
02.05.06	23,24	-0,0208		477,09	0,0437	3,9
01.06.06	19,78	-0,1489		440,92	-0,0758	3,9
03.07.06	17,47	-0,1169		439,44	-0,0034	4,0
01.08.06	17,31	-0,0092		441,78	0,0053	4,1
01.09.06	16,65	-0,0381		445,35	0,0081	4,0
02.10.06	14,90	-0,1051		424,15	-0,0476	4,0
01.11.06	15,17	0,0179		464,07	0,0941	4,1
01.12.06	15,99	0,0543		472,52	0,0182	4,1
02.01.07	19,45	0,2165		509,28	0,0778	4,3
01.02.07	20,94	0,0763		528,12	0,0370	4,4
01.03.07	20,69	-0,0118		493,99	-0,0646	4,6
02.04.07	18,22	-0,1195		521,83	0,0564	4,5
02.05.07	19,62	0,0769		546,81	0,0479	4,7
01.06.07	18,13	-0,0756		569,34	0,0412	4,9
02.07.07	17,47	-0,0366		588,81	0,0342	5,2
01.08.07	17,14	-0,0186		561,26	-0,0468	5,1
03.09.07	16,49	-0,0385		550,46	-0,0192	4,9
01.10.07	13,80	-0,1629		576,21	0,0468	4,7
01.11.07	17,01	0,2325		588,66	0,0216	4,8
03.12.07	13,14	-0,2274		567,65	-0,0357	4,7
02.01.08	15,35	0,1683		570,15	0,0044	4,6
01.02.08	13,76	-0,1034		469,96	-0,1757	4,4
03.03.08	13,59	-0,0125		487,58	0,0375	4,3
01.04.08	11,83	-0,1294		484,89	-0,0055	4,3
02.05.08	11,49	-0,0292		550,24	0,1348	4,6
02.06.08	11,04	-0,0390		574,29	0,0437	4,7
01.07.08	10,35	-0,0625		528,46	-0,0798	5,2
01.08.08	10,18	-0,0167		479,67	-0,0923	5,1
02.09.08	6,90	-0,3220		469,70	-0,0208	4,8
01.10.08	5,86	-0,1500		365,40	-0,2221	4,6
03.11.08	4,21	-0,2824		305,55	-0,1638	4,1
01.12.08	2,24	-0,4680		247,68	-0,1894	3,8
02.01.09	2,99	0,3355		285,18	0,1514	3,4
02.02.09	2,85	-0,0468		264,15	-0,0738	3,0
02.03.09	2,30	-0,1930		249,20	-0,0566	3,1
01.04.09	1,94	-0,1565		271,00	0,0875	3,1
04.05.09	1,26	-0,3505		313,47	0,1567	3,1
02.06.09	1,23	-0,0238		356,48	0,1372	3,2
01.07.09	1,24	0,0081		338,30	-0,0510	3,4
03.08.09	1,19	-0,0403		356,06	0,0525	3,2
01.09.09	1,41	0,1849		347,15	-0,0250	3,6
01.10.09	1,54	0,0922		365,30	0,0523	3,6
02.11.09	2,41	0,5649		381,25	0,0437	3,6
01.12.09	3,85	0,5975		406,16	0,0653	3,5
04.01.10	3,80	-0,0130		429,51	0,0575	3,4
01.02.10	3,96	0,0421		409,94	-0,0456	3,5
01.03.10	4,10	0,0354		406,52	-0,0083	3,2

Kilde: Førsteamanuensis Frode Kjærland

## Vedlegg 3 Beregning av Hurtigrutens betaverdi

```
GET
FILE='H:\EK326E\2010\Beta Norgestaxi.sav'.
DATASET NAME DataSet1 WINDOW=FRONT.
REGRESSION
/MISSING LISTWISE
/STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA
/CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)
/NOORIGIN
/DEPENDENT HUR
/METHOD=ENTER Rf OSEAXMER .
```

### Regression

[DataSet1] H:\EK326E\2010\Beta Norgestaxi.sav

#### Variables Entered/Removed<sup>a</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	OSEAXME R, R <sup>2</sup>	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: HUR

#### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,372 <sup>a</sup>	,139	,00	,183634388

a. Predictors: (Constant), OSEAXMER, Rf

#### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,244	2	,122	3,617	,035 <sup>a</sup>
	Residual	1,517	45	,034		
	Total	1,761	47			

a. Predictors: (Constant), OSEAXMER, Rf

b. Dependent Variable: HUR

#### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,001	,178		,006	,995
	Rf	-,530	4,274	-,018	-,124	,902
	OSEAXMER	,843	,325	,368	2,596	,013

a. Dependent Variable: HUR

```
REGRESSION
/MISSING LISTWISE
/STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA
/CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)
/NOORIGIN
/DEPENDENT HUR
/METHOD=ENTER OSEAXMER .
```

**Variables Entered/Removed<sup>b</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	OSEAX <sup>a</sup>	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: HUR

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,372 <sup>a</sup>	,138	,120	,81637646

a. Predictors: (Constant), OSEAX

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,244	1	,244	7,389	,009 <sup>a</sup>
	Residual	1,518	46	,033		
	Total	1,761	47			

a. Predictors: (Constant), OSEAX

b. Dependent Variable: HUR

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,114	,029		,477	,636
	OSEAX	,337	,308	,372	2,718	,009

a. Dependent Variable: HUR

**Regression**

[DataSet1] H:\EK326E\2010\Beta Norgestaxi.sav

**Variables Entered/Removed<sup>b</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	OSEAXMER	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: HUR

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,372 <sup>a</sup>	,138	,119	,181658403

a. Predictors: (Constant), OSEAXMER

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,243	1	,243	7,377	,009 <sup>a</sup>
	Residual	1,518	46	,033		
	Total	1,761	47			

a. Predictors: (Constant), OSEAXMER

b. Dependent Variable: HUR

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,021	,028		-,787	,435
	OSEAXMER	,852	,314	,372	2,716	,009

a. Dependent Variable: HUR

```

COMPUTE OSEAX = OSEAXMER - R1 .
EXECUTE .
REGRESSION
/MISSING LISTWISE
/STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA
/CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)
/NOORIGIN
/DEPENDENT HUR
/METHOD=ENTER OSEAX .

```

**Regression**

[DataSet1] H:\EK326E\2010\Beta Norgestaxi.sav

*Kilde: Førsteamanuensis Frode Kjærland*

## Vedlegg 4 Resultatregnskap og balanser for Hurtigruten for 2006-2009

### Resultatregnskap for Hurtigruten, hentet fra årsrapporten for 2009

<b>HURTIGRUTEN – KONSERN</b>			
<b>KONSOLIDERT RESULTATREGNSKAP</b>			
(Balap i T 000 kroner)	Nota	2009	2008
Driftsinntekter	24, 30, 36	<b>3 319 851</b>	3 468 675
Personalkostnader	22, 26, 27, 34, 36	<b>(975 039)</b>	(1 002 285)
Avskrivninger og nedskrivninger	7, 8, 9	<b>(359 714)</b>	(565 413)
Andre driftskostnader	8, 13, 27, 30, 34, 36	<b>(1 957 323)</b>	(2 176 079)
Andre (tap)/gevinster – netto	25	<b>(1 993)</b>	18 359
<b>Driftsresultat</b>		<b>15 782</b>	(256 743)
Finansinntekter	28, 30	<b>103 294</b>	145 367
Finanskostnader	8, 28, 30, 33	<b>(316 696)</b>	(418 032)
<b>Netto finanskostnader</b>		<b>(213 402)</b>	(272 665)
Andel resultat i tilknyttede selskaper	10	<b>22 475</b>	15 701
<b>Resultat før skattekostnad for videreført virksomhet</b>		<b>(95 145)</b>	(513 707)
Skattekostnad for videreført virksomhet	29	<b>31 404</b>	178 052
<b>Årsresultat for videreført virksomhet</b>		<b>(63 741)</b>	(335 655)
Resultat før skattekostnad for ikke videreført virksomhet	7	<b>56 666</b>	(172 486)
Skattekostnad for ikke videreført virksomhet	7, 29, 34	<b>(10 013)</b>	51 238
<b>Årsresultat</b>		<b>(7 088)</b>	(456 903)
<b>Tilordnet:</b>			
Aksjonærer		<b>(96 953)</b>	(484 559)
Minoritetsinteressar		<b>39 865</b>	27 656
<b>Resultat pr. aksje fra videreført virksomhet og ikke videreført virksomhet som er tilordnet selskapets aksjonærer (NOK pr aksje)</b>			
<b>Resultat pr. aksje:</b>			
Fra videreført virksomhet	31	<b>(0,44)</b>	(13,23)
Fra ikke videreført virksomhet	31	<b>0,16</b>	(4,42)
<b>Sum</b>		<b>(0,28)</b>	(17,65)
<b>Utvannet resultat pr. aksje:</b>			
Fra videreført virksomhet	31	<b>(0,44)</b>	(13,23)
Fra ikke videreført virksomhet	31	<b>0,16</b>	(4,42)
<b>Sum</b>		<b>(0,28)</b>	(17,65)

## Balanse for Hurtigruten, hentet fra årsrapporten for 2009

<b>HURTIGRUTEN – KONSERN</b>			
<b>KONSOLIDERT BALANSE PR. 31. DESEMBER</b>			
(Beløp i T 000 kroner)	Note	2009	2008
<b>EIENDELER</b>			
<b>Anleggsmidler</b>			
Vare- driftsmidler	8, 20	4 347 691	3 942 462
Immaterielle eiendeler	9	247 817	190 396
Utsatt skattefordel	21	53 862	101 548
Investeringar i tilknyttede selskaper	10	136 478	26 466
Lønskylde forutninger og investeringar	13, 22, 30	62 312	54 785
<b>Sum anleggsmidler</b>		<b>4 848 160</b>	<b>4 301 657</b>
<b>Omløpsmidler</b>			
Vare	14	75 340	67 784
Kundefordringer og andre fordringer	11, 13, 36	361 988	481 415
Derivater	11, 12	8 537	75 230
Kontanter og kontantekvivalenter	12, 16	800 116	414 237
<b>Sum omløpsmidler</b>		<b>1 245 980</b>	<b>1 038 666</b>
Eiendeler holdt for salg	7	110 748	1 592 353
<b>Sum eiendeler</b>		<b>6 204 888</b>	<b>6 932 676</b>
<b>EGENKAPITAL</b>			
<b>Egenkapital tilordnet selskapets aksjonærer</b>			
Innskutt egenkapital	16	1 151 947	1 024 594
Annem egenkapital ikke resultatført	18	106 612	11 628
Opptjent egenkapital / (uddekket underskudd)	17, 18	111 892	(85 414)
<b>Sum egenkapital tilordnet selskapets aksjonærer</b>		<b>1 370 451</b>	<b>949 808</b>
Minoritetsinteresser		286 424	214 245
<b>Sum egenkapital</b>		<b>1 656 875</b>	<b>1 164 053</b>
<b>GJELD</b>			
<b>Lønsiktig gjeld</b>			
Lån	11, 20, 33	3 687 543	48 794
Utsatt skatt	21	25 099	35 783
Pensjonsforpliktelser	22	117 739	124 270
Derivater	11, 12	15 766	58 007
Andre avsetninger for forpliktelser	23	5 783	1 950
<b>Sum lønsiktig gjeld</b>		<b>3 861 930</b>	<b>278 804</b>
<b>Kortsiktig gjeld</b>			
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	11, 19, 20, 36	529 297	505 074
Betalbar skatt	27	7 484	10 023
Derivater	11, 12	20 739	100 952
Lån	20	13 884	3 371 188
Andre avsetninger og forpliktelser	23	15 000	30 000
<b>Sum kortsiktig gjeld</b>		<b>586 404</b>	<b>4 027 237</b>
Gjeld knyttet til eiendeler holdt for salg	7	109 679	1 467 582
<b>Sum gjeld</b>		<b>4 548 013</b>	<b>5 761 623</b>
<b>Sum egenkapital og gjeld</b>		<b>6 204 888</b>	<b>6 932 676</b>

## Resultatregnskap for Hurtigruten, hentet fra årsrapporten for 2008

<b>HURTIGRUTEN - KONSERN</b>			
<b>KONSOLIDERT RESULTATREGNSKAP</b>			
(Beløp i 1 000 kroner)	Note	2008	2007
Driftsinntekter	4, 24, 30, 36	<b>2 551 440</b>	2 429 830
Personalkostnader	22, 26, 27, 34, 36	<b>(788 959)</b>	(840 503)
Avskrivninger og nedskrivninger	7, 8, 9	<b>(528 144)</b>	(328 465)
Andre driftskostnader	8, 11, 27, 30, 34, 36	<b>(1 543 138)</b>	(1 354 508)
Andre (tap)/gevinster - netto	25	<b>17 874</b>	22 988
<b>Driftsresultat</b>		<b>(290 927)</b>	(70 658)
Finansinntekter	28, 30	<b>140 941</b>	134 970
Finanskostnader	4, 28, 30, 33	<b>(410 434)</b>	(326 633)
<b>Netto finanskostnader</b>		<b>(269 493)</b>	(191 663)
Andel resultat i tilknyttede selskaper	10	<b>10 670</b>	8 053
<b>Resultat før skattekostnad for videreført virksomhet</b>		<b>(549 750)</b>	(254 268)
Skattekostnad for videreført virksomhet	29	<b>112 491</b>	61 024
<b>Årsresultat for videreført virksomhet</b>		<b>(437 259)</b>	(193 244)
Resultat før skattekostnad for ikke videreført virksomhet	7	<b>(136 443)</b>	25 789
Skattekostnad for ikke videreført virksomhet	1, 29, 34, 38	<b>116 799</b>	(6 532)
<b>Årsresultat</b>		<b>(456 903)</b>	(173 987)



## Balanse for Hurtigruten, hentet fra årsrapporten for 2008

<b>HURTIGRUTEN – KONSERN</b>				
<b>KONSOLIDERT BALANSE PER 31. DESEMBER</b>				
(Beløp i 1 000 kroner)	Note	2008	2007	
<b>RIKDELER</b>				
<b>Anleggsmidler</b>				
Varige driftsmidler	6, 20	3 942 462	5 646 381	
Immaterielle eiendeler	9	196 306	336 681	
Investeringer i tilknyttede selskaper	10	28 466	111 235	
Utsatt skattefordel	21	101 548	-	
Derivater	11, 12	-	6 715	
Langsiktige fordringer og investeringer	13, 22, 36	34 785	42 183	
<b>Sum anleggsmidler</b>		<b>4 303 657</b>	<b>6 146 195</b>	
<b>Omløpsmidler</b>				
Vare	14	67 784	80 774	
Kundefordringer og andre fordringer	11, 13, 36	432 415	432 040	
Derivater	11, 12	72 230	41 371	
Kontanter og kontantekvivalenter	11, 15	414 237	1 013 749	
<b>Sum omløpsmidler</b>		<b>1 036 666</b>	<b>1 567 934</b>	
Eiendeler holdt for salg	7	1 592 353	-	
<b>Sum eiendeler</b>		<b>6 932 676</b>	<b>7 714 129</b>	
<b>EGENKAPITAL</b>				
Egenkapital tilordnet selskapets aksjonærer				
Innskutt egenkapital	16	1 024 594	1 324 033	
Annen egenkapital (ikke resultatført)	18	11 628	11 665	
Opptjent egenkapital/(udekket underskudd)	17, 18	(89 414)	213 246	
<b>Sum egenkapital tilordnet selskapets aksjonærer</b>		<b>946 808</b>	<b>1 548 944</b>	
Minoritetsinteresser		216 245	226 479	
<b>Sum egenkapital</b>		<b>1 163 053</b>	<b>1 775 423</b>	
<b>GJELD</b>				
<b>Langsiktig gjeld</b>				
Lån	11, 20	48 794	4 231 581	
Derivater	11, 12	38 007	-	
Utsatt skatt	21	39 783	248 397	
Pensjonsforpliktelser	22	126 270	179 914	
Andre avsetninger for forpliktelser	23	6 960	6 116	
<b>Sum langsiktig gjeld</b>		<b>278 804</b>	<b>4 666 008</b>	
<b>Kortsiktig gjeld</b>				
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	11, 19, 20, 36	505 074	824 344	
Betalbar skatt	29	16 023	14 298	
Lån	20	3 371 188	350 045	
Derivater	11, 12	100 952	23 971	
Andre avsetninger og forpliktelser	23	30 000	60 041	
<b>Sum kortsiktig gjeld</b>		<b>4 023 237</b>	<b>1 272 699</b>	
Gjeld knyttet til eiendeler holdt for salg	7	1 467 582	-	
<b>Sum gjeld</b>		<b>5 749 623</b>	<b>5 938 707</b>	
<b>Sum egenkapital og gjeld</b>		<b>6 932 676</b>	<b>7 714 129</b>	

## Resultatregnskap for Hurtigruten, hentet fra årsrapporten for 2007

<b>HURTIGRUTEN – KONSERN</b>			
<b>KONSOLIDERT RESULTATREGNSKAP</b>			
(Beløp i T 000 kroner)	Note	2007	2006
Salgsinntekter	24, 31, 37	3 826 047	3 487 403
Lønnskostnader	22, 27, 28, 35, 37	(1 448 343)	(1 345 822)
Avskrivninger og nedskrivninger	8, 9	(455 635)	(440 188)
Andre driftskostnader	8, 14, 28, 31, 35, 37	(1 927 954)	(1 634 047)
Andre (tap)/gevinster – netto	25	(30 167)	20 336
Andre inntekter	26	-	32 291
<b>Driftsresultat</b>		<b>(36 053)</b>	<b>119 973</b>
Finansinntekter	29, 31	154 086	99 234
Finanskostnader	8, 29, 31, 34	(371 170)	(219 004)
<b>Netto finanskostnader</b>		<b>(217 084)</b>	<b>(119 770)</b>
Andel resultat i tilknyttede selskaper	10	29 580	14 357
<b>Resultat før skattekostnad for videreført virksomhet</b>		<b>(223 557)</b>	<b>14 560</b>
Skattekostnad for videreført virksomhet	30	55 870	(5 981)
<b>Årsresultat for videreført virksomhet</b>		<b>(167 687)</b>	<b>8 579</b>
Resultat før skattekostnad på avviklet virksomhet		-	-
Skattekostnad på avviklet virksomhet	30, 35, 39	-	(78 764)
<b>Årsresultat</b>		<b>(167 687)</b>	<b>(70 185)</b>

## Balanse for Hurtigruten, hentet fra årsrapporten for 2007

<b>HURTIGRUTEN – KONSERN</b>			
<b>KONSOLIDERT BALANSE PER 31. DESEMBER</b>			
(Beløp i 1 000 kroner)	Note	2007	2006
<b>EIENDELER</b>			
<b>Anleggsmidler</b>			
Værdige driftsmidler	8, 20	5 646 381	5 564 552
Immaterielle eiendeler	9	339 681	313 247
Investeringer i tilknyttede selskaper	10	111 235	86 762
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	12	-	-
Derivater	11, 13	6 715	68 854
Langsiktige fordringer og investeringer	14, 22, 37	42 183	41 876
<b>Sum anleggsmidler</b>		<b>6 146 195</b>	<b>6 075 291</b>
<b>Omløpsmidler</b>			
Varer	15	80 774	74 974
Kundefordringer og andre fordringer	11, 14, 37	432 040	476 021
Derivater	11, 13	41 371	-
Kontanter og kontantekvivalenter	11, 16	1 013 749	862 085
<b>Sum omløpsmidler</b>		<b>1 567 934</b>	<b>1 413 080</b>
<b>Sum eiendeler</b>		<b>7 714 129</b>	<b>7 488 371</b>
<b>EGENKAPITAL</b>			
<b>Egenkapital tilordnet selskapets aksjonærer</b>			
Innskutt egenkapital	17	1 324 033	1 045 512
Annen egenkapital ikke resultatført	18	11 665	5 023
Opptjent egenkapital	7	225 887	413 506
<b>Sum egenkapital tilordnet selskapets aksjonærer</b>		<b>1 561 585</b>	<b>1 464 041</b>
Minoritetsinteresser		226 479	192 357
<b>Sum egenkapital</b>		<b>1 788 064</b>	<b>1 656 398</b>
<b>GJELD</b>			
<b>Langsiktig gjeld</b>			
Lån	11, 20	4 231 581	4 143 287
Utsatt skatt	21	253 312	329 786
Pensjonsforpliktelser	22	177 172	190 079
Andre avsetninger for forpliktelser	23	6 116	6 285
<b>Sum langsiktig gjeld</b>		<b>4 668 181</b>	<b>4 669 437</b>
<b>Kortsiktig gjeld</b>			
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	11, 19, 20, 37	1 218 974	1 054 748
Betalbar skatt	30	14 298	13 831
Derivater	11, 13	23 971	25 716
Lån	20	-	56 870
Andre avsetninger og forpliktelser	23	641	11 371
<b>Sum kortsiktig gjeld</b>		<b>1 257 883</b>	<b>1 162 536</b>
<b>Sum gjeld</b>		<b>5 926 065</b>	<b>5 831 973</b>
<b>Sum egenkapital og gjeld</b>		<b>7 714 129</b>	<b>7 488 371</b>

## Vedlegg 5 Resultatregnskap for 2. kvartal 2008 og 2009

### Resultatregnskap for 2.kvartal for Hurtigruten, hentet fra kvartalsrapport 2009

#### Hurtigruten konsern - Resultatregnskap

Hurtigruten konsern (NOK 1 000)	2. kvartal 2009	2. kvartal 2008	Hittil i år 2009	Hittil i år 2008
Passasjerinntekter	632 953	651 043	878 839	966 551
Ornibudsalg	108 396	108 231	150 755	162 377
Gods- bil- og andre inntekter	159 136	109 015	259 868	177 271
Kontraktsinntekter	57 155	41 392	220 355	162 378
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>957 640</b>	<b>909 681</b>	<b>1 509 817</b>	<b>1 468 577</b>
Provisjoner, fly, hotell og transfer	147 188	144 741	227 879	245 783
Varekostnader	81 099	79 543	119 520	113 175
Mannskapskostnader	142 354	149 433	261 359	261 545
Dunkers	71 776	83 562	150 545	177 229
Andre operative driftskostnader	129 943	133 559	239 013	257 460
<b>Sum operative driftskostnader</b>	<b>572 360</b>	<b>590 838</b>	<b>988 316</b>	<b>1 055 192</b>
<b>Salgs, markeds- og administrasjonskostnader</b>	<b>141 229</b>	<b>167 761</b>	<b>305 889</b>	<b>345 684</b>
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>713 590</b>	<b>758 599</b>	<b>1 304 205</b>	<b>1 400 876</b>
Andre tap/(gevinst)er - netto	257	-16 773	230	-16 716
<b>EBITDA</b>	<b>243 793</b>	<b>167 856</b>	<b>205 381</b>	<b>84 417</b>
Avskrivninger og nedskrivninger	79 212	76 075	157 165	155 562
<b>EBIT</b>	<b>164 581</b>	<b>91 780</b>	<b>48 216</b>	<b>-71 145</b>
Netto finansposter	-53 563	-65 380	-109 633	-117 181
<b>Resultat før skatt for videreført virksomhet</b>	<b>111 018</b>	<b>26 400</b>	<b>-61 416</b>	<b>-100 326</b>
Resultat før skatt for ikke videreført virksomhet	45 638	-437	85 532	2 248
<b>Resultat før skatt</b>	<b>156 657</b>	<b>25 964</b>	<b>24 115</b>	<b>-108 078</b>