

**Verdsetting av Hurtigruten ASA**

**av**

**Kay Eide**



**Mastergradsoppgave i økonomi og administrasjon  
studieretning bedriftsøkonomi  
(30 studiepoeng)**

**Handelshøgskolen i Tromsø  
Universitetet i Tromsø**

**August 2010**

## **Forord**

Gjennom arbeidet med mastergradsoppgave erkjennes det at studietilværelsen ved Universitetet i Tromsø nærmer seg slutten. Studieperioden ved mastergradsprogrammet til Handelshøgskolen i Tromsø har vært en spennende og lærerik periode. Studiet har gjort det mulig å fordype seg i mange interessante fag, og gitt meg stor interesse og innsikt knyttet til fagområdene årsregnskapet, verdsetting og strategi.

En stor takk rettes til veiledere Bernt Bertheussen og Ulf Mack Growen. Veiledningen har vært konstruktiv, og gitt gode innspill underveis i prosessen.

Tromsø, august 2010

---

**Kay Eide**

# Innholdsfortegnelse

<b>Forord</b> .....	<b>ii</b>
<b>Innholdsfortegnelse</b> .....	<b>iii</b>
<b>Figuroversikt</b> .....	<b>vi</b>
<b>Tabelloversikt</b> .....	<b>vi</b>
<b>Sammendrag</b> .....	<b>viii</b>
<b>1 Innledning</b> .....	<b>1</b>
1.1 Problemstilling .....	1
1.2 Teori .....	1
1.3 Metode .....	1
<b>2 Presentasjon av Hurtigruten ASA</b> .....	<b>2</b>
2.1 Produktområder .....	3
2.1.1 Hurtigruten Norskekysten .....	3
2.1.2 Explorer virksomhet .....	5
2.1.3 M/S Fram .....	5
2.1.4 Spitsbergen .....	6
2.1.5 Øvrig virksomhet .....	7
2.2 HRG på børs .....	8
2.3 Presentasjon av konsernregnskapet .....	9
2.4 Trafikkutvikling Hurtigruten Norskekysten .....	11
2.5 Markedssituasjonen .....	14
2.5.1 Norsk og internasjonal turisme .....	14
2.5.2 Cruiseturisme .....	17
<b>3 Analyse av eksterne konkurranseomgivelser</b> .....	<b>24</b>
3.1 Økonomiske utvikling og utsikter .....	26
3.2 Miljø .....	27
3.3 Politikk .....	28
3.4 Trussel fra inntrengere .....	30
3.5 Kundernes forhandlingsmakt .....	32
3.6 Rivalisering mellom aktørene .....	33
3.7 Leverandørenes forhandlingsmakt .....	33
3.8 Substitutter .....	34
<b>4 Regnskapsanalyse</b> .....	<b>37</b>

4.1	Likviditet .....	38
4.2	Soliditet.....	38
4.2.1	Egenkapitalandel .....	39
4.2.2	Gjeldsgrad.....	39
4.2.3	Rentedekningsgrad .....	40
4.3	Rentabilitet.....	41
4.3.1	Totalkapitalrentabilitet.....	41
4.3.2	Egenkapitalrentabilitet.....	41
4.3.3	Driftsmargin.....	42
4.4	Konklusjon av regnskapsanalysen.....	43
<b>5</b>	<b>Verdsettelsesteori.....</b>	<b>45</b>
5.1	Balansebaserte modeller .....	45
5.1.1	Substansverdi.....	45
5.1.2	Matematisk verdi .....	46
5.1.3	Likvidasjonsverdi .....	46
5.2	Multiplikatormodeller.....	46
5.2.1	Pris / Fortjeneste .....	46
5.2.2	Pris / Bok .....	47
5.3	Kontantstrømsanalyse.....	47
<b>6</b>	<b>Avkastningskrav .....</b>	<b>49</b>
6.1	Egenkapitalkravet .....	49
6.1.1	Risikofri rente .....	50
6.1.2	Markedets risikopremie .....	50
6.1.3	Betaestimat .....	51
6.1.4	Beregning av egenkapitalkravet .....	51
6.1.5	Kapitalkostnadsmodellen.....	52
6.1.6	Terminalverdi .....	53
<b>7</b>	<b>Framtidsbudsjett .....</b>	<b>55</b>
7.1	Restruktureringsplanen .....	55
7.1.1	Svart Belte .....	55
7.1.2	Redusere gjeld .....	55
7.1.3	Kostnadsreduksjon.....	56
7.1.4	Hurtigruteavtalen .....	56

7.1.5	Finansiell restrukturering.....	56
7.2	Driftsinntekter.....	57
7.3	Utleie av skip.....	57
7.4	Driftskostnader.....	58
7.4.1	Drivstoff.....	59
7.4.2	Personal og lønnskostnader.....	60
7.4.3	Andre cruisekostnader.....	60
7.4.4	Skatt.....	61
7.4.5	Salgs- og administrasjonskostnader.....	61
<b>8</b>	<b>Kontantstrømanalyse.....</b>	<b>63</b>
8.1	Basisanslag.....	63
8.2	Alternativt scenario.....	64
8.3	Sensitivitetsanalyser.....	65
8.4	Oppsummering kontantstrømanalyse.....	67
<b>9</b>	<b>Alternative verdibetraktninger.....</b>	<b>68</b>
9.1	Verdi basert på balansestørrelser.....	68
9.2	Komparativ verdsettelse (P/E).....	68
9.3	Teoretiske og praktiske utfordringer i verdsettelsen.....	69
<b>10</b>	<b>Oppsummering og konklusjon.....</b>	<b>71</b>
<b>11</b>	<b>Kildeliste.....</b>	<b>73</b>
<b>12</b>	<b>Appendix.....</b>	<b>78</b>
12.1	Seilingsplan Hurtigruten Norskekysten.....	78
12.2	Seilinger Explorer-Cruise.....	79
12.3	Hurtigruten ASAs aktive skip.....	81
12.4	Utvikling i internasjonale turistankomster og turistankomster i Norge.....	82
12.5	Beregning av Hurtigruten ASAs aksjebeta.....	83
12.6	Basisanslag.....	84
12.7	Stagnasjon produktområde Hurtigruten Norskekysten.....	86

## Figuroversikt

Figur 1: Historisk Aksjekurs HRG i perioden 12.12.2006 - 12.08.2010.....	8
Figur 3: Historisk passasjerutvikling Hurtigruten Norskekysten (HRG, 4. kvartal 2009).....	11
Figur 4: Fordeling antall gjestedøgn (HRG, Årsrapport 2009).....	13
Figur 5: Beleggsprosent Hurtigruten Norskekysten 2008-2009.....	13
Figur 6: Forhåndsbooking Hurtigruten Norskekysten 2010 (HRG, 4. kvartal 2009).....	14
Figur 7: Turistankomster Norge. Norges andel av markedet (Innovasjon Norge, 2010).....	17
Figur 8: Fordeling utenlandske overnattinger i Norge 2008 (SSB, 2010).....	18
Figur 9: Fordeling gjestedøgn blant utenlandske turister i Norge (NHO, 2010).....	19
Figur 10: Porters konkurransekraftmodell (Porter, 1979).....	25
Figur 11: Fordeling, drifts- og administrative kostnader basert på tall fra 1. kvartal 2010 (HRG, 1. kvartal 2010).....	58
Figur 12: Oljepris standard kvalitet (www.e24.no lest 3.4.2010).....	59

## Tabelloversikt

Tabell 1: Driftsresultat produktområde Hurtigruten Norskekysten (HRG, Årsrapport 2009) ...	4
Tabell 2: Driftsresultat produktområde M/S Fram (HRG, Årsrapport 2009).....	6
Tabell 3: Driftsresultat produktområde Spitsbergen (HRG, Årsrapport 2009).....	7
Tabell 4: Driftsresultat Øvrig virksomhet før avskrivninger (HRG, Årsrapport 2009).....	7
Tabell 5: Resultatregnskap HRG 2009-2008 (HRG, Årsrapport 2009).....	9
Tabell 6: Balanseregnskap HRG 2008-2009 (HRG, Årsrapport 2009).....	10
Tabell 7: Rundreisepassasjerer 2006-2009.....	12
Tabell 8: Distansepassasjerer 2007-2009.....	12
Tabell 9: Oppsummering kapittel 2.....	21
Tabell 10: Inntektsfordeling på geografisk segment 2007-2008 (HRG, Årsrapport 2008).....	26
Tabell 11: Oppsummering kapittel 3.....	35
Tabell 12: SWOT analyse.....	36
Tabell 13: Likviditetsgrad 1.....	38
Tabell 14: Egenkapitalandel.....	39
Tabell 15: Gjeldsgrad.....	40
Tabell 16: Rentedekningsgrad.....	40
Tabell 17: Totalkapitalrentabilitet.....	41

Tabell 18: Egenkapitalrentabilitet .....	42
Tabell 19: Driftsmargin .....	42
Tabell 20: Oppsummering regnskapsanalyse HRG.....	44
Tabell 21: Oppsummering verdsettelsesteori .....	48
Tabell 22: Krav til egenkapitalavkastning.....	51
Tabell 23: Avkastningskrav total kapital.....	53
Tabell 24: Oppsummering kapittel 6 .....	54
Tabell 25: Oppsummering kapittel 7 .....	61
Tabell 26: Sentrale inndata Hurtigruten Norskekysten .....	63
Tabell 27: Aksjeverdi basisanslag .....	63
Tabell 28: Stagnasjon i antall passasjerer Hurtigruten Norskekysten .....	64
Tabell 29: Verdi pr. aksje stagnasjon .....	65
Tabell 30: Endringer i aksjepris gitt endringer i WACC og vekstrate .....	66
Tabell 31: Endring i aksjepris gitt endring i budsjettert bunkerspris for analyseperioden.....	66
Tabell 32: Endringer i aksjepris gitt endringer i budsjettert kostnadsreduksjon for analyseperioden .....	66
Tabell 33: P/E cruiseselskaper (www.yahoofinance.com lest 19.5.2010) .....	68
Tabell 34: Oppsummering selskapsverdi .....	69

## Sammendrag

Problemstillingen, og målet med denne oppgaven er å estimere en teoretisk markedsverdi av egenkapitalen til Hurtigruten ASA. Analysen tar utgangspunkt i konsernet slik det har framstått etter fusjonen mellom Troms Fylkes Dampskipsselskap og Ofoten og Vesteraalske dampskipsselskap i 2006. For å beregne et verdiestimat har jeg benyttet ulike rammeverk innen verdsettelse, med hovedvekt på erfaring og kunnskaper opparbeidet gjennom fagene strategi, regnskapsanalyse og verdsetting.

Oppgaven gir en grundig innføring i selskapets ulike produktområder, og utvikling i disse de senere år. Videre blir det gitt en innføring i omfanget av selskapets virksomheter i forhold til markeds- og konkurransesituasjonen. For å kunne si noe om hvilken konkurransesituasjon Hurtigruten ASA befinner seg i, har jeg gjennomført en strategisk analyse.

Strategisk analyse og analyse av forholdstall basert på selskapets årsregnskaper, har sammen med mine subjektive vurderinger dannet grunnlaget for en estimert framtidig økonomisk utvikling i selskapet.

Utgangspunktet for verdsettingen er framtidig verdiskapning, og gjennom en fri kontantstrømbasert verdsettelsesteknikk prises selskapet til 7,93 NOK per aksje. For å kontrollere verdiestimatet er det også foretatt en komparativ verdsettelse som verdsetter egenkapitalen til 4,9 NOK per aksje. Basert på balansestørrelser er verdien av egenkapitalen 18,16 per aksje.

Utfordringer knyttet til verdsettelse av Hurtigruten ASA drøftes på bakgrunn av at selskapet er i en restruktureringsfase, og vanskelig lar seg sammenlikne med andre børsnoterte foretak.

Oppgaven konkluderer med en handlestrategi, og angir de mest sentrale momenter av risiko knyttet til denne.

Nøkkelord: verdsetting av selskap, verdsettelse, verdivurdering, HRG, Hurtigruten



# **1 Innledning**

## **1.1 Problemstilling**

Oppgaven har følgende problemstilling:

**”Hva er markedsverdien av egenkapitalen til Hurtigruten ASA”**

## **1.2 Teori**

Argumentasjon og resultater bygger på etablerte teorier fra fagområdene verdsettelse og strategi. Det teoretiske rammeverket til oppgaven bygger på kontantstrøm og balanseorientert verdsettelse (Boye og Meyer, 2008), beregninger av avkastningskrav til kapitalen (Gjesdahl og Johnsen, 1997) og Michal Porters konkurransekraftmodell (Porter, 1979). De teoretiske modellene og deres anvendelse drøftes inngående i kapitlene tre, fem og seks.

## **1.3 Metode**

Datakilder for denne oppgaven er offentlig tilgjengelig informasjon. Dette er sekundærdata som hele, eller deler av markedet har kjennskap til, som eksempelvis årsregnskap, årsrapporter, budsjetter, tidsskrifter, boklitteratur og data fra statistisk sentralbyrå.

## 2 Presentasjon av Hurtigruten ASA

Hurtigruten ASA, heretter omtalt HRG, driver reiselivs og transportvirksomhet i Norge og utlandet. Hovedvirksomheten knyttet til Hurtigruten har historisk vært frakt av passasjerer, turister og gods langs kysten av Norge. Ruten ble etablert i 1893 som følge av teknologiske muligheter og statsstøtte. Reisen langs kysten kunne reduseres til 7 dager både sommer og vinter. Konseptet ble omtalt som hurtigrute, og tilbudet ble en kommunikasjonsmessig revolusjon. Med de første dampbåtene i drift ble det også lagt grunnlag for Hurtigruten som internasjonal reiselivsaktør. Den gang som nå finansieres kyststruten delvis av subsidier fra den norske stat. Selskapet har hovedkontor i Norge, og produksjonen omfatter ca. 2000 årsverk, (heltid og deltid). Selskapsledelsen er plassert i Narvik, og Olav Fjell er konserndirektør. HRG ble stiftet i 2005 som et resultat av fusjonen mellom Troms Fylkes Dampskipsselskap (TFDS) og Ofoten og Vesterålens Dampskipsselskap (OVDS). Det fusjonerte selskapet ble børsnotert i mars 2006 og representerer en samlet kontroll over eiendelene og merkevaren tilknyttet Hurtigruten. Hovedargumentene for å fusjonere TFDS og OVDS var at virksomhetene var tilnærmet identisk og hadde samme operative og strategiske utfordringer. Begge selskapene opplevde utilfredsstillende lønnsomhet som følger av blant annet økt internasjonal konkurranse innen reiseliv (DNB Nor 2005).

Selskapets kjernevirksomhet i dag er å tilby reiser langs norskekysten, Grønland, Antarktis og Spitsbergen. I tillegg driver selskapet med kollektivtrafikk og transport av gods. Hurtigruten framstår i dag både som en anerkjent internasjonal cruiseopplevelse og som en viktig del av infrastrukturen for en rekke kystsamfunn. Selskapet har 13 skip (Appendix 12.3), hvorav 11 i hovedsak seiler daglig mellom Bergen og Kirkenes med anløp av 34 havner. Omsetningen knyttet til videreført virksomhet i konsernet var på 3 500 MNOK i 2009. Ikke videreført virksomhet består i hovedsak av eiendeler og andeler i tilknyttede selskap som forventes å avhendes på kort sikt. Denne delen av omsetningen antas ikke å påvirke selskapets fremtidige lønnsomhet.

HRGs visjon er: ”Ekte opplevelser i unike farvann”

Gjennom sin visjon jobber selskapet aktivt med å knytte aktiviteter og opplevelser til reiser i polare farvann, og langs norskekysten. Omgivelsene til de reisende byr på variasjon både i landskap, fauna og klima.

Gjennom tilrettelagte utflukter i autentiske natur og kulturlandskap, ønsker selskapet å gjøre opplevelsen spektakulær og unik i omgivelser slik som for eksempel norskekysten byr på (HRG, Årsrapport 2008).

De overordnede målene i HRG er som beskrevet i selskapets emisjonsprospekt fra 2009:

- Selskapet skal realisere potensialet i merkevaren ”Hurtigruten” ved å videreutvikle Hurtigruten langs norskekysten:
- Selskapet skal befeste posisjonen som ledende innen Explorer cruise - virksomhet i polare farvann; og
- Selskapet skal gjennom en samlet, markedsfokusert og industrialisert organisasjon, skape varig lønnsomhet og være en attraktiv investering (Emisjonsprospekt 2009).

## **2.1 Produktområder**

### **2.1.1 Hurtigruten Norskekysten**

Produktområdet ”Hurtigruten Norskekysten”, definert som en del av selskapets kjernevirksomhet, er i dag den største og viktigste delen av Hurtigruten konsernet. For 2009 bidro dette produktområdet med 68 % av selskapets driftsinntekter (videreført virksomhet). Hurtigruten Norskekysten består av 11 skip (10 skip i perioden november – mars) som seiler langs norskekysten med 34 anløp fra Bergen til Kirkenes 365 dager i året (Appendix 12.1). Skipsflåten har daglige anløp til de ulike havnene langs kysten. Seilingene er delvis finansiert av staten gjennom vedtak som skal sikre et likeverdig transporttilbud for befolkningen. Alle skipene har en funksjonalitet som er forholdsvis ensartet, men valget av farger, materialer og design samt alder, gjør at hvert skip likevel har sitt særpreg. Skipene tilbyr gode fasiliteter for konferanser, og har komfortable salonger med god utsikt. Lugarene finnes i ulike typer fra eksklusive suiter til rom med god komfort. For å få en oversikt over produktområdes økonomiske omfang presenteres de siste års resultater.

**Tabell 1: Driftsresultat produktområde Hurtigruten Norskekysten (HRG, Årsrapport 2009)**

Beløp i 1000 kroner	2008	2009	Endring fra 2008 - 2009
Driftsinntekter	2 497 385	2 301 571	-7,8 %
Driftskostnader	2 269 657	2 048 757	-9,7 %
EBITDA	227 728	252 814	11,0 %
Av- og nedskrivninger	357 879	273 771	-23,5 %
EBIT	-130 151	-20 957	83,9 %

Nøkkeltall for produktområdet preges at det ble foretatt nedskrivninger i 2008. Driftsinntekter reduseres noe fra 2008-2009 mens kostnadskutt og lavere oljepriser gir positiv effekt (HRG, Årsrapport 2009)

Produktområdet Hurtigruten Norskekysten retter seg i hovedsak mot segmentene:

*Ferie og fritid:* Turister fra Norge og utlandet

*Kurs- og konferanse:* Næringslivet, offentlig sektor og foreninger i Norge

*Distansetraffikk:* Omfatter primært privatpersoner med behov for transport langs kysten av Norge.

*Godstransport:* Innenlands og europeisk godstransport.

Omsetningen til produktområdet kommer i hovedsak fra ferie og fritid og distansetraffikksegmentene. Den økonomisk viktigste kundegruppen for produktområdet er i dag rundreisepassasjerer. Rundreisepassasjerer defineres innenfor ferie og fritidssegmentet, og er passasjerer som i løpet av reisen er innom begge snuhavnene Bergen og Kirkenes. Rundreisen varer i 5-6 døgn mellom Bergen – Kirkenes, eller 11 døgn tur/retur Bergen – Kirkenes. Distansepassasjerer reiser over en delstrekning på samme rute. Distansereiser defineres innenfor segmentene ferie og fritid (kortere feriereiser), kurs- og konferanse og distansetraffikk (privatpersoner). Distansepassasjerer er i antall den største kundegruppen. Sentrale markeder for Hurtigruten Norskekysten er Tyskland, Norge, Storbritannia, USA og Frankrike. Konserndirektør Olav Fjell kommenterer i selskapets årsrapport for 2009 at HRG totalt har en markedsandel på noe over 15 % av cruisemarkedet langs norskekysten (HRG, Årsrapport 2009). Selskapet vektlegger å differensiere seg fra konkurrenter gjennom å tilby naturopplevelser og nærkontakt med norsk kystkultur og folkeliv.

### **2.1.2 Explorer virksomhet**

Hurtigruten er markedets største operatør på cruise i polare farvann og har verdens største flåte av skip spesialtilpasset denne type virksomhet (HRG, Årsrapport 2008). Explorer virksomheten er knyttet til produktområdene M/S Fram og Spitsbergen. Aktivitetene knyttet til Explorer cruise er et vesentlig element i en optimalisering av selskapets skipsportefølje da skipene utnyttes som cruiseskip sommer og vintersesong samt kan brukes til drift langs norskekysten. Explorer virksomheten stod i 2009 gjennom M/S Fram og Spitsbergen for 14 % av selskapets totale omsetning. Virksomheten retter seg mot et internasjonalt kjøpekraftig publikum som vil utforske og lære nye ting. Reisene er tematisert og søker å tilby ekte opplevelser gjennom aktiviteter og deltakelse i unike miljøer. Explorer virksomheten er sammen med Hurtigruten Norskekysten definert som kjernevirksomhet. Merkeplattform for Explorer virksomhet er ”Eksepsjonelt Ekte”

### **2.1.3 M/S Fram**

Produktområdet M/S Fram representerer skipet med samme navn. Skipet er rederiets nyeste skip, og er bygd for å kunne settes inn hurtigrutetrafikk langs norskekysten ved behov. Omsetningen fra produktområdet kommer i hovedsak fra cruisevirksomhet på Grønland i sommersesongen og Antarktis om vinteren.

#### *Grønland*

Det tilbys tre forskjellige cruise på Grønland i perioden mai - september. Cruisene har en varighet på 8-14 dager med fokus på Syd Grønland (Appendix 12.2). Operativ virksomhet knyttet til virksomheten kontrolleres av selskapets heleide datterselskap Hurtigruten Greenland AS.

#### *Antarktis*

Det tilbys tre forskjellige cruise med varighet mellom 17-22 dager i perioden januar-mars og november-desember (Appendix 12.2). Produktområdet legger vekt på utflukter og sightseeing hvor passasjerer er aktivt deltakende. Besøkene går til områder med storslått natur og spesielle natur- og kulturminneverdier. Selskapet har tidligere seilt med 2 skip i dette området, men nå satses det utelukkende på M/S Fram (HRG, Årsrapport 2008). Operativ virksomhet knyttet til M/S Frams aktiviteter på Grønland blir styrt av selskapet C&O Tours. Dette selskapet fungerer også som salgsagent i Latin-Amerika.

HRG kontrollerer selskapet gjennom en eierandel på 80 %. For å få en oversikt over omfang og utvikling i produktområdet presenteres de siste års resultater.

**Tabell 2: Driftsresultat produktområde M/S Fram (HRG, Årsrapport 2009)**

Beløp i 1000 kroner	2008	2009	Endring fra 2008 - 2009
Driftsinntekter	215 896	267 980	24,1 %
Driftskostnader	312 660	263 260	-15,8 %
EBITDA	-96 764	4 720	104,9 %
Av- og nedskrivninger	121 674	19 021	-84,4 %
EBIT	-218 438	-14 301	93,5 %

Nøkkeltall for 2008-2009 viser forbedringer i drift, lavere kostnader, økt antall gjestedøgn og økt prisnivå. HRG bestemte seg for ikke å seile produktet pol-til-pol i 2009, noe som har bidratt positivt (HRG, Årsrapport 2009).

#### **2.1.4 Spitsbergen**

Konsernets virksomhet på Svalbard er definert som produktområde Spitsbergen.

Produktområdet drives gjennom det heleide datterselskapet Spitsbergen Travel AS. Selskapet er lokalisert i Longyearbyen på Svalbard og tilrettelegger for Explorer cruise i sommerhalvåret med ekspedisjonsskipet MV Polar Star og hurtigruteskipet MS Nordstjernen. Cruisene har 4-9 dagers varighet (Appendix 12.2). I tillegg omfatter produktområdet landbasert hotell- og restaurantdrift samt møter og opplevelser for bedriftsmarkedet. For gjestene tilbys det et variert tilbud av aktiviteter. Som eksempler kan nevnes båtturer, fotturer, skiturer, snøscooterturer, isgrotteturer og hundesledeturer. HRG er gjennom Spitsbergen Travel AS markedsleder på Svalbard med en antatt markedsandel på 75 % (Presentasjon 2008). Spitsbergen Travel hadde 70 % av antall gjestesenger og 88 % av antall gjestedøgn i Longyearbyen i 2008. Hoveddelen av trafikk til Svalbard er norske gjester. I 2008 utgjorde disse ca. 68 % av det totale antall gjestedøgn i Longyearbyen. Hovedsesongen på Svalbard strekker seg fra mars til august (HRG, 4. kvartal 2009). En oversikt over resultat og utvikling de siste to år presenteres for å gi en oversikt over omfang og utvikling av produktområdet.

**Tabell 3: Driftsresultat produktområde Spitsbergen (HRG, Årsrapport 2009)**

Beløp i 1000 kroner	2008	2009	Endring fra 2008 - 2009
Driftsinntekter	210 489	191 297	-9,1 %
Driftskostnader	166 820	167 776	0,6 %
EBITDA	43 669	23 521	-46,1 %
Av- og nedskrivninger	9 779	10 635	8,8 %
EBIT	33 890	12 886	-62,0 %

Nøkkeltallene viser at det innleide skipet MS Expedition ble dyrere enn skipet som ble brukt i 2008. I tillegg sviktet kurs - konferansesegmentet som følger av finanskrisen (HRG, Årsrapport 2009).

### 2.1.5 Øvrig virksomhet

#### *Buss og transport*

Øvrig virksomhet knytter seg i hovedsak til HRGs eierposisjoner i busselskapet AS TIRB (71,3 %). AS TIRB eier Cominor AS som er Nord Norges største busselskap. Gjennom en eierandel på 50 % er selskapet også engasjert i Nor Lines AS som driver godstransport i Norge og opererer på faste ruter mellom Norge og Danmark, Sverige, Polen og Tyskland. I tillegg har selskapet en begrenset portefølje av eiendommer som hovedsakelig er knyttet til selskapets aktiviteter. Bussvirksomheten og Nor Lines AS inngår ikke i kjernevirksomheten til selskapet. Virksomhetene har vært ute for salg, men har ikke blitt solgt pr. 2010. Dette kommer i hovedsak av at selskapet ikke har oppnådd ønsket pris. Virksomhetene er nå regnskapsmessig allokert som videreført virksomhet (HRG, Årsrapport 2009).

#### *Charter*

Utleie av skipet MS Nord Norge til Aker Solutions ga solide inntekter fra november 2008 til august 2009. Selskapet har også skrevet en utleiekontrakt på MS Finnmarken. Kontrakten gjelder i utgangspunktet fra første kvartal 2010 og 18 mnd framover. Leietakerne har opsjon på en forlengelse av kontrakten. Denne utleiekontrakten har en bruttoverdi på 700 mill. NOK.

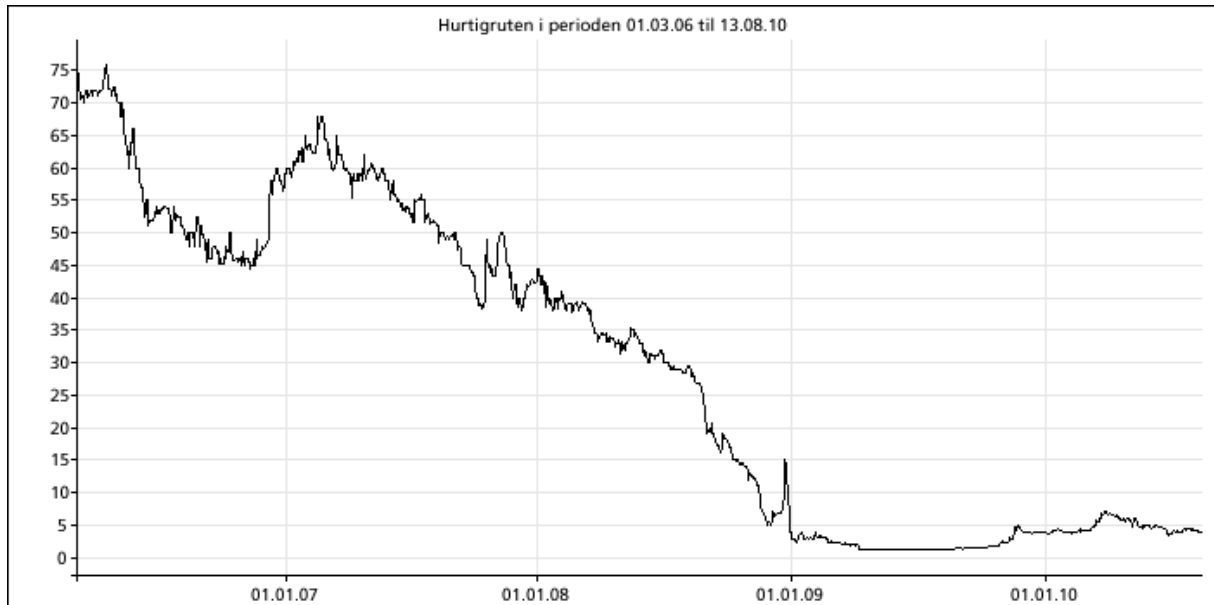
**Tabell 4: Driftsresultat Øvrig virksomhet før avskrivninger (HRG, Årsrapport 2009)**

Beløp i 1000 kroner	2008	2009	Endring fra 2008 - 2009
Driftsinntekter	568 324	634 728	11,7 %
Driftskostnader	452 643	458 292	1,2 %
EBITDA	115 681	176 436	52,5 %

Nøkkeltallene viser positiv utvikling som følge av utleie av skip (HRG, Årsrapport 2009).

## 2.2 HRG på børs

Hurtigruteaksjen i det fusjonerte selskapet HRG ble børsnotert mars 2006 og har siden den gang blitt redusert kraftig i verdi. Etter en åpningskurs på ca. 60 NOK stod aksjen mot slutten av 2008 godt under 10 NOK etter påfølgende år med svake resultater. Selskapet var i en periode nærmest insolvent. Historikken til aksjeprisene er hentet fra Netfonds nettsider ([www.netfonds.no](http://www.netfonds.no) besøkt 13.8.2010)



**Figur 1: Historisk Aksjekurs HRG i perioden 12.12.2006 - 12.08.2010**

Selskapet iverksatte et omfattende restruktureringsprogram i 2008 kalt Svart Belte hvor hovedfokus er rettet mot å få bedre finansielle betingelser, effektivisere operasjonelle aktiviteter, selge virksomhet utenom kjernevirksomhet samt en emisjon for å tilføre selskapet kritisk kapital. Selskapets registrerte aksjekapital før emisjon var 277 431 300 NOK bestående av 27 743 130 aksjer med pålydende verdi på 10,00 NOK. Etter emisjonen, mars 2009, var selskapets aksjekapital 341 593 130 NOK bestående av tilsvarende antall aksjer pålydende 1,00 NOK. Som en konsekvens av resultatforbedringer i 4. kvartal 2009, bedre prestasjoner operasjonelt samt inntreden av investeringer i aksjen fra selskapet Periscopus AS med Trygve Hegnar i spissen, har aksjen nådd en foreløpig topp etter emisjonen på 7,58 NOK. Estimert markedsverdi for egenkapitalen er pr. 21.4.2010 ca. 5,5 MRD NOK. Estimaten forutsetter en vekst i EBITDA (inntekt før renter, skatt og avskrivninger) fra 2009-2010 på 20 % ([www.dn.no](http://www.dn.no) besøkt 21.4.2010).



## 2.3 Presentasjon av konsernregnskapet

For å få et overblikk over det økonomiske omfanget til HRGs forretningsvirksomhet presenteres den senest tilgjengelige balansen og resultatregnskapet. Regnskapene er utarbeidet etter rapporteringsreglene for den internasjonale regnskapsstandarden IFRS (International Financial Reporting Standards). Alle regnskapstall er hentet fra HRGs årsrapporter som er publisert på selskapets nettsider ([www.hurtigruten.no](http://www.hurtigruten.no)).

**Tabell 5: Resultatregnskap HRG 2009-2008 (HRG, Årsrapport 2009)**

Beløp i 1000 kroner	2008	2009	Endring fra 2008 - 2009
Driftsinntekter	3 468 675	3 389 851	-2 %
Personalkostnader	-1 002 265	-975 039	-3 %
Avskrivninger og nedskrivninger	-565 413	-359 714	-36 %
Andre driftskostnader	-2 176 079	-1 957 323	-10 %
Andre (tap)/gevinster - netto	18 359	-1 993	-111 %
<b>Driftsresultat</b>	<b>-256 723</b>	<b>95 782</b>	<b>137 %</b>
Finansinntekter	145 367	103 294	-29 %
Finanskostnader	-418 052	-316 696	-24 %
<b>Netto finanskostnader</b>	<b>-272 685</b>	<b>-213 402</b>	<b>22 %</b>
Andel resultat i tilknyttede selskaper	15 701	22 475	43 %
<b>Resultat før skattekostnad for videreført virksomhet</b>	<b>-513 707</b>	<b>-95 145</b>	<b>81 %</b>
Skattekostnad for videreført virksomhet	178 052	31 404	-82 %
<b>Årsresultat for videreført virksomhet</b>	<b>-335 655</b>	<b>-63 741</b>	<b>81 %</b>
Resultat før skattekostnad for ikke videreført virksomhet	-172 486	66 666	139 %
Skattekostnad for ikke videreført virksomhet	51 238	-10 013	-120 %
<b>Årsresultat</b>	<b>-456 903</b>	<b>-7 088</b>	<b>98 %</b>

**Kommentar:** Resultatregnskapet viser en reduksjon i driftsinntekter, men selskapet har gjennom 2009 snudd en langvarig negativ utvikling og oppnådd en betydelig resultatframgang. Lavere renter (Finanskostnader) og en lavere pris på drivstoff (Andre driftskostnader) bidrar til dette. Imidlertid er det uttalt fra selskapet (HRG, Årsrapport 2009) at forbedringen også er sterkt preget av de omfattende restruktureringstiltakene som ble iverksatt i 2008. Inntektene som i hovedsak kommer fra produktområdet Hurtigruten Norskekysten (68 %) er sterkt preget av sesongvariasjoner. HRG har et mål om lønnsom drift fra 2010.

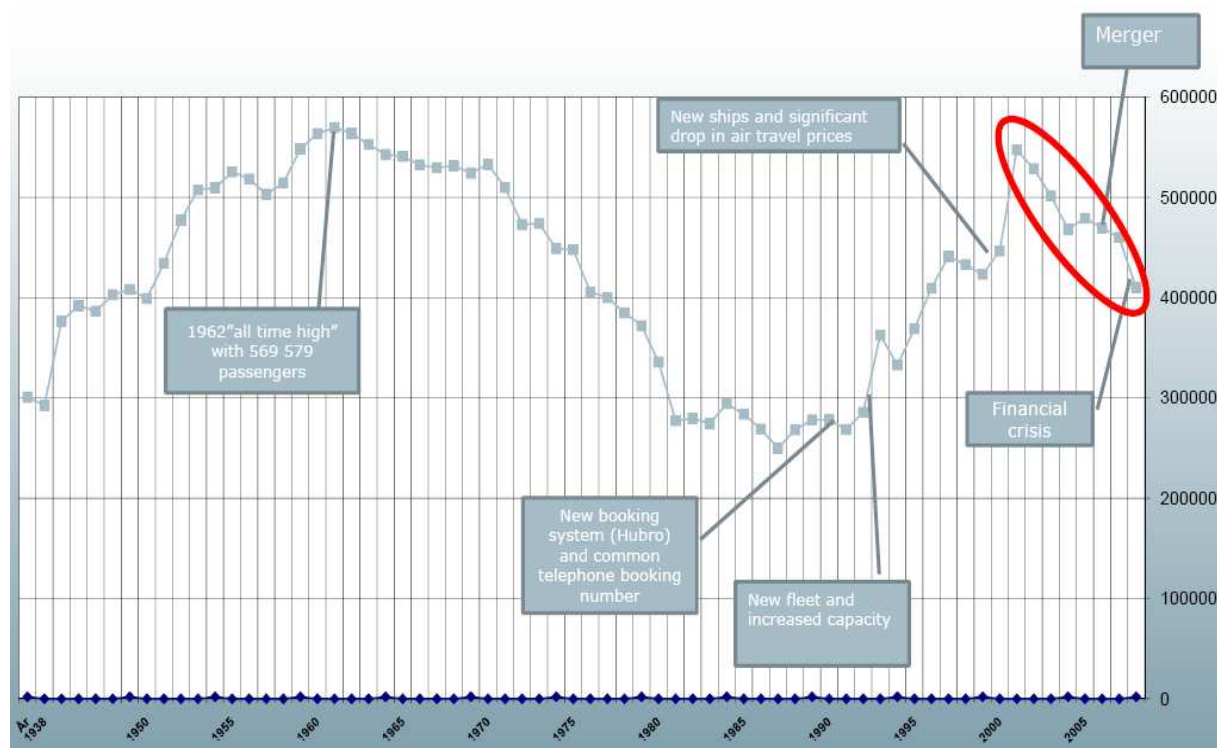
**Tabell 6: Balanseregnskap HRG 2008-2009 (HRG, Årsrapport 2009)**

Beløp i 1000 kroner	2008	2009
<b>EIENDELER</b>		
<b>Anleggsmidler</b>		
Varige driftsmidler	3 942 462	4 347 691
Immaterielle eiendeler	196 396	247 817
Utsatt skattefordel	101 548	53 862
Investeringer i tilknyttede selskaper	28 466	136 478
Langsiktige fordringer og investeringer	34 785	62 312
<b>Sum anleggsmidler</b>	<b>4 303 657</b>	<b>4 848 160</b>
<b>Omløpsmidler</b>		
Varer	67 784	75 340
Kundefordringer og andre fordringer	482 415	361 988
Derivater	72 230	8 537
Kontanter og kontantekvivalenter	414 237	800 116
Sum omløpsmidler	1 036 666	1 245 980
Eiendeler holdt for salg	1 592 353	110 748
<b>Sum eiendeler</b>	<b>6 932 676</b>	<b>6 204 888</b>
<b>Egenkapital</b>		
<b>Egenkapital tilordnet selskapets aksjonærer</b>		
Innskutt egenkapital	1 024 594	1 151 947
Annen egenkapital ikke resultatført	11 628	106 612
Opptjent egenkapital / (udekket underskudd)	-89 414	111 892
Sum egenkapital tilordnet selskapets aksjonærer	946 808	1 370 451
Minoritetsinteresser	216 245	286 424
<b>Sum egenkapital</b>	<b>1 163 053</b>	<b>1 656 875</b>
<b>Gjeld</b>		
<b>Langsiktig gjeld</b>		
Lån	48 794	3 687 543
Utsatt skatt	39 783	25 099
Pensjonsforpliktelser	126 270	117 739
Derivater	58 007	15 766
Andre avsetninger for forpliktelser	5 950	5 783
<b>Sum langsiktig gjeld</b>	<b>278 804</b>	<b>3 851 930</b>
<b>Kortsiktig gjeld</b>		
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	505 074	529 297
Betalbar skatt	16 023	7 484
Derivater	100 952	20 739
Lån	3 371 188	13 884
Andre avsetninger for forpliktelser	30 000	15 000
Sum kortsiktig gjeld	4 023 237	586 404
Gjeld knyttet til eiendeler holdt for salg	1 467 582	109 679
<b>Sum gjeld</b>	<b>5 769 623</b>	<b>4 548 013</b>
<b>Sum Egenkapital og gjeld</b>	<b>6 932 676</b>	<b>6 204 888</b>

**Kommentar:** HRG har etter flere år med tunge investeringer i nye hurtigruteskip opparbeidet seg en betraktelig gjeld. Kapitalen i HRG er hovedsakelig bundet opp i skipene. På bakgrunn av lav inntjening og perioder med høy rente har gjelden tynget selskapet og bidratt til trussel om konkurs. Selskapet har hatt problem med å innfri sine løpende forpliktelser. Gjennom den finansielle restruktureringen fikk HRG reforhandlet sine lånebetingelser samt avtalt midlertidige betalingsutsettelse med sine kreditorer. Gjennom en omfattende emisjon i 2009 fikk selskapet tilført 393 MNOK i egenkapital. Selskapet har ikke inngått noen nye byggekontrakter, oppgraderings- eller ombyggingskontrakter for sine større skip. HRG har så langt innfridd de kravene som ble stilt fra kreditorer (HRG, Årsrapport 2009).

## 2.4 Trafikkutvikling Hurtigruten Norskekysten

For å få et inntrykk av hvordan hovedvekten av kostnadene og inntektene fordeler seg innenfor det største produktområdet, Hurtigruten Norskekysten, kan det være nyttig å se på passasjerutviklingen over tid, og skipenes belegg fordelt over årets måneder. Innledningsvis gis det en oversikt over den historiske utvikling til produktområdet.



Figur 2: Historisk passasjerutvikling Hurtigruten Norskekysten (HRG, 4. kvartal 2009)

Fra en periode hvor Hurtigruten i mange tilfeller var eneste transportalternativet til kystbefolkningen, fram til introduksjon av moderne skip og økt fokus på reiselivsvirksomhet,

har mengden passasjerer svingt betraktelig. I en kraftig ekspansjonsfase kombinert med reduserte priser på flytransport på tidlig 2000 tallet opplevde HRG sine beste år i forhold til belegg på skipene. Kapasiteten uttrykt i tilgjengelige gjestedøgn har holdt seg siden introduksjon av nye skip rundt år 2000. For de siste 3-4 år fordeler gjestedøgn seg som følger.

**Tabell 7: Rundreisepassasjerer 2006-2009**

Antall gjestedøgn - rundtur					
	1. kvartal	2. kvartal	3. kvartal	4.kvartal	Totalt
<b>2009</b>	75 322	208 867	242 731	66 296	593 216
<b>2008</b>	73 434	228 390	258 091	67 487	627 402
<b>2007</b>	55 373	219 758	274 008	39 554	588 693
<b>2006</b>	48 044	201 853	268 337	37 186	555 420

**Tabell 8: Distansepassasjerer 2007-2009**

Antall gjestedøgn - distanse					
	1. kvartal	2. kvartal	3. kvartal	4.kvartal	Totalt
<b>2009</b>	61 650	100 356	141 029	65 775	368 810
<b>2008</b>	77 912	109 551	149 960	73 565	410 988
<b>2007</b>	77 319	116 096	147 022	77 939	418 376
<b>2006</b>	NA	NA	NA	NA	0

Selskapet hadde 1 684 040 tilgjengelige gjestedøgn, APCN (Available Passenger Cruise Nights), i 2008. Av disse ble 1 038 390 fylt opp, tilsvarende totalt 61,7 % fordelt med 40 % distansepassasjerer og 60 % rundreisepassasjerer. For 2009 hadde Selskapet en APCN på 1 565 280. Beleggsprosenten var på 61,5 % fordelt med 62 % rundreisepassasjerer og 38 % distansepassasjerer.

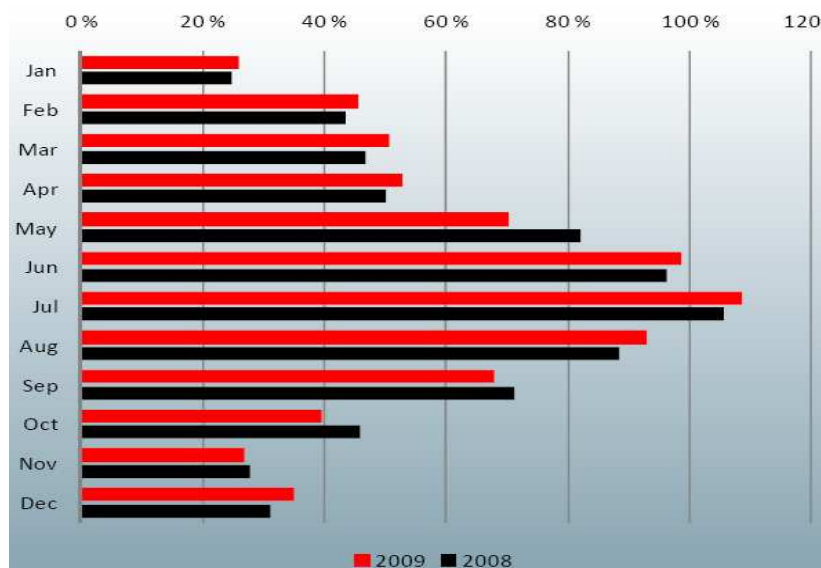
Passasjerinntektene pr. Gjestedøgn holdt seg stabilt på brutto 1910 NOK i 2008 og 2009. For 2009 gikk brutto cruisekostnader per APCN ned fra 1 348 til 1 309 NOK (HRG, 4.kvartal 2009).

### Fordeling passasjerer per år etter kategori:



Figur 3: Fordeling antall gjestedøgn (HRG, Årsrapport 2009)

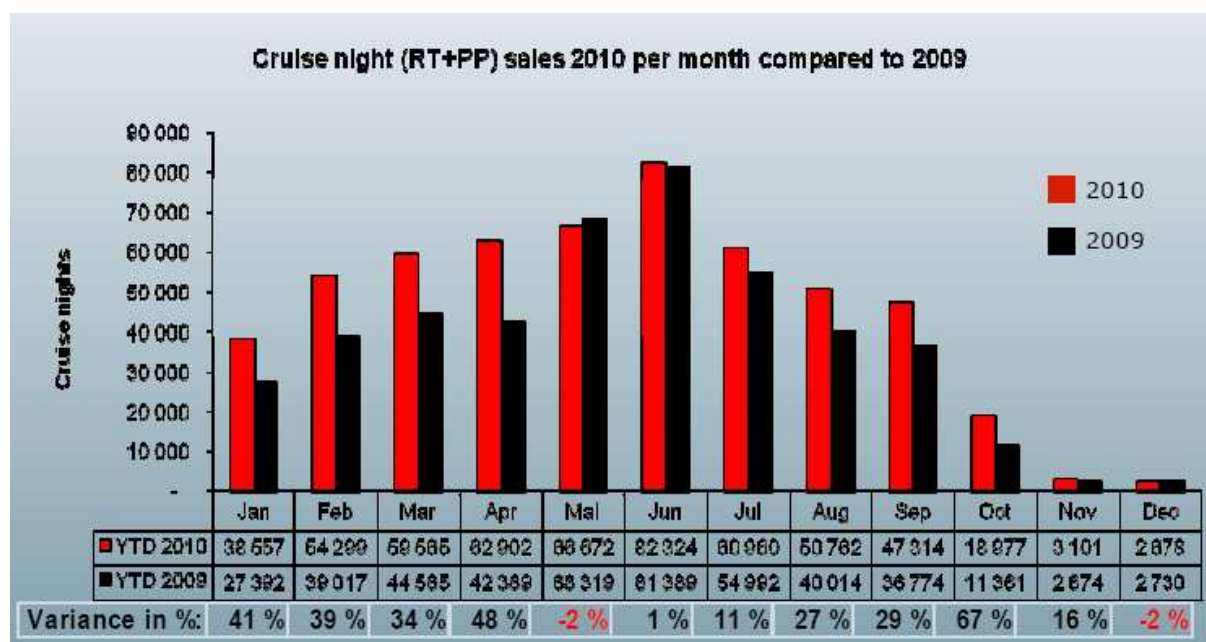
### Passasjerer per måned:



Figur 4: Beleggsprosent Hurtigruten Norskekysten 2008-2009 (HRG, Årsrapport 2009)

Hurtigruteskipene har generelt god dekning for månedene mai til august. Trafikken langs norskekysten er en syklisk virksomhet med hovedsesong i perioden mai – september. Selskapets seilingsplan og flåte er i henhold til Hurtigruteavtalen med staten den samme gjennom hele året, med unntak av perioden november til mars (2009) hvor selskapet har redusert produksjon med et skip. HRGs svake resultater kan delvis forklares på grunn av

manglende belegg på skipene. Historikken viser stagnasjon og nedgang. Trenden fra 2008 til 2009 er imidlertid økning innenfor rundreisesegmentet og større inntekter pr. passasjer en tidligere. HRG har ambisjoner om å øke belegget gitt forutsetninger om videre drift under samme modell som tidligere. Forhåndsbooking for 2010 ser overraskende bra ut og viste pr. 15. februar en økning på 21 % sammenliknet med 2009. Veksten er i hovedsak knyttet til høyere vinterbookinger (HRG, 4.kvartal 2009).



Figur 5: Forhåndsbooking Hurtigruten Norskekysten 2010 (HRG, 4. kvartal 2009)

Den positive trenden i forhåndsbookinger ble presentert av selskapsledelsen i forbindelse med resultatrapporteringen for 4. kvartal 2009. Et dårlig utgangspunkt gir høye prosentvise økninger i lavsesongen men utviklingen er positiv. HRGs ambisjoner om restrukturering og økt lønnsomhet har lyktes så langt, men resultatene gir ingen garanti for framtidig lønnsomhet.

## 2.5 Markedssituasjonen

### 2.5.1 Norsk og internasjonal turisme

”Norske og utenlandske turister brukte 108 milliarder kroner i Norge i 2008. For perioden 2004 til 2008 økte det totale turistkonsumet med 30 %. Reiselivsnæringene stod i 2008 for 3,3 prosent av bruttonasjonalprodukt (BNP), og vel 6 prosent av den totale sysselsettingen.

Utenlandske turister overnattet over 8,1 millioner ganger i Norge i 2008. Tyskerne sto for 21 prosent av disse overnattingene. Utenlandske turister stod for 31 milliarder kroner. I 2007 var det 14 090 reiselivsbedrifter i Norge. Disse omsatte for 85 milliarder kroner” (www.ssb.no lest 21.3.2010).

Som en del av kartleggingen av markedssituasjonen til HRG defineres noen aktører som direkte eller indirekte påvirker selskapets virksomhet. Definisjonene er i hovedsak hentet fra de respektive aktørers hjemmesider på internett.

**Den Norske Stat:** Hurtigruten Norskekystens største kunde. Bidrar gjennom Hurtigruteavtalen til ca. 20 % av driftsinntektene. Staten fordeler også midler til markedsføring av Norge som reisemål.

**Innovasjon Norge:** Innovasjon Norge bidrar gjennom midler fra staten til økt verdiskaping i reiselivsnæringene. De har i reiselivssammenheng et mål om å øke interessen for Norge som reisemål. Dette gjøres blant annet gjennom markedsanalyser som avdekker trender og behov blant ulike kundegrupper. Arbeidet er styrende for målrettet markedsføring og bekjentgjøring av Norge som turistnasjon i internasjonale markeder.

**NHO Reiseliv:** NHO Reiseliv er en arbeidsgiver- og næringslivsorganisasjon for reiselivsnæringene i Norge. Organisasjonen jobber aktivt mot felles profilering, økt samarbeid, bedre kunnskap og bærekraftig utvikling i turistnæringen.

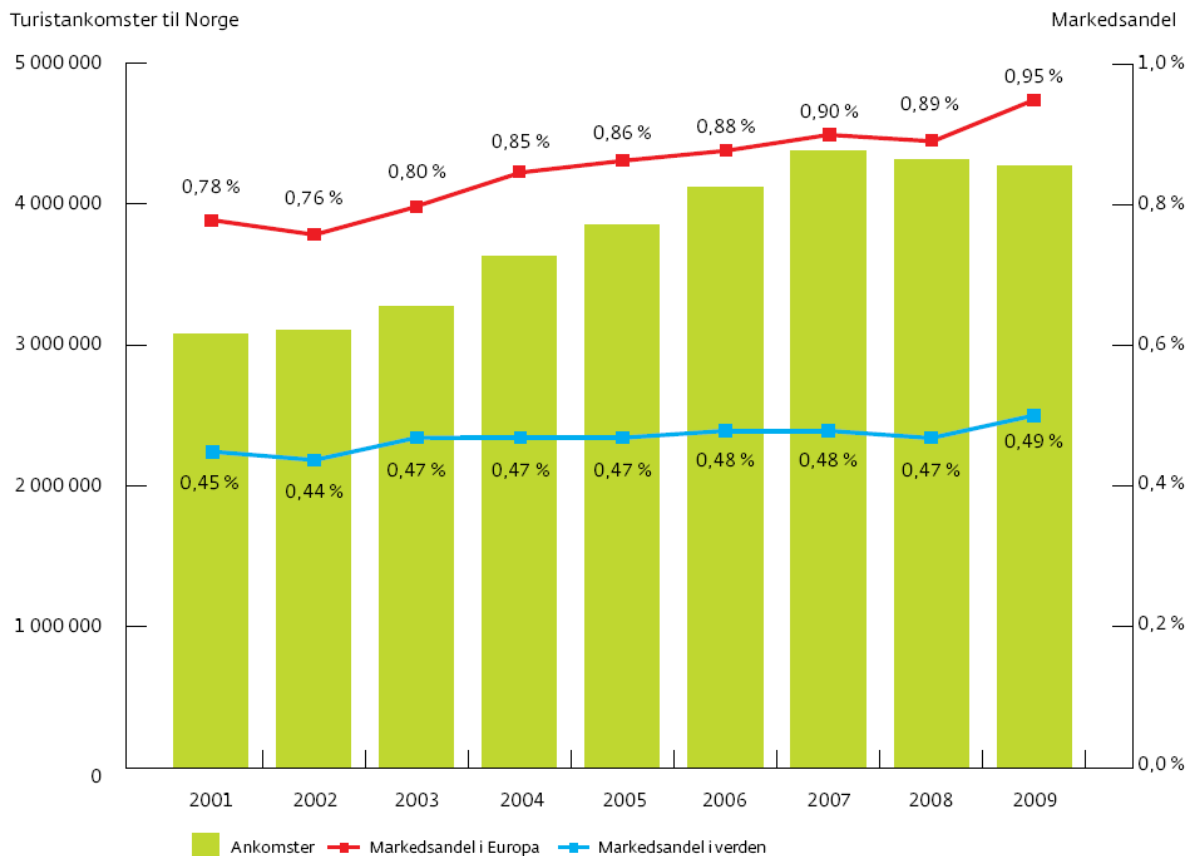
**Cruise Norway:** Felles markedsførings og tilretteleggingsorgan for cruisereederier som opererer i Norge. Cruise Norway har fokus på økt cruisetraffikk til Norge og Svalbard.

Som følge av stor bredde i inntektsgrunnlaget for HRG, står produktområdene overfor et sammensatt konkurransebilde. Tilbudet retter seg mot flere kundegrupper med ulike preferanser. Markedsinnsatsen til HRG er rettet mot ulike segmenter, og innenfor de ulike er konkurransebildet varierende og strekker seg fra internasjonale cruiseselskaper, andre lokale transportmidler til alternative person- og godsbevraktere. Innen ferie- og fritidssegmentet møter selskapet konkurranse fra andre arktiske destinasjoner for turister både i Norge og i utlandet som for eksempel Svalbard, Island, Sverige, Finland, Russland og Alaska. For de som velger en ferie basert på sjøreise, er cruiserederiene HRGs største konkurrent. Aktiviteten

blant utenlandske aktører har de senere år økt betydelig langs norskekysten. Fra 2008 introduserte også en av konkurrentene et cruisetilbud i vintersesongen med nordlyset som tema, slik som også Hurtigruten Norskekyten gjør (HRG, Årsrapport 2008). Reiseliv har lenge vært en næring i internasjonal vekst, og frem til finanskrisen blant de næringene der veksten har gått raskest. I Norge har dette ført til en økning både for landbasert reiseliv og cruisenæringen.

Internasjonal turisme og turisme til Norge var i perioden fra 2003 til midten av 2008 preget av god vekst (Appendix 12.4). Antall internasjonale turistankomster økte med 5 % fra første halvår 2007 til første halvår 2008. Som følge av finanskrisen snudde den lange trenden med vekst. Statistikken viser en moderat nedgang på 1 % siste halvår 2008 (Innovasjon Norge, 2010). Rapporten Nøkkeltall 2009, utarbeidet av Innovasjon Norge, beskriver de siste 12-18 månedene som en av de mest utfordrende periodene for reiselivsnæringen internasjonalt. Dette forklares med at det har rådet usikkerhet blant både ferie- og forretningsreisende. Arbeidsledighet, lavere inntjening blant bedrifter, mindre tilgang til kreditt og frykt for svineinfluensa har bidratt til dette. Antall forretningsankomster gikk ned med 14 %, mens antall ferie- og fritidsankomster økte med 5 % i 2009 (Innovasjon Norge, 2010). Per-Arne Tuftin, direktør for reiseliv i Innovasjon Norge poengterer at forbrukeratferden har endret seg til tross for at optimismen er tilbake. ”..skal Norge greie å hevde seg i en tilspisset internasjonal konkurransesituasjon må reiselivsnæringen fokusere enda mer på hva turistene kan se og gjøre på en norgesferie”. Videre kommenterer han at deres undersøkelser viser at kunnskapen om hva man kan se og gjøre i Norge på ferie er svært lav hos mange potensielle utenlandske og norske turister. Antall utenlandske turistankomster til Norge var 4,35 millioner i 2009. Noe som er tilnærmet likt 2008. Til sammenlikning gikk den gjennomsnittlige innreisen til Europa ned med seks prosent, mens den gjennomsnittlige nedgangen i verden var 4 %. Rapporten konkluderer med at Norge tok markedsandeler både i verden og innad i Europa i 2009.





\*Tallene inneholder både ferie-, fritids- og forretningsankomster med minimum én overnatting.

Kilde: UNWTO, World Tourism Barometer, January 2010 og Gjesteundersøkelsen 2009 (revidert utgave), TØI

**Figur 6: Turistankomster Norge. Norges andel av markedet (Innovasjon Norge, 2010)**

### 2.5.2 Cruiseturisme

Hurtigruten Norskekysten har i flere år høstet prestisjetunge priser for sitt produkt (HRG, Årsrapport 2009) og jobber aktivt med å øke omsetningen utenfor høysesong.

Turistankomster til Norge er sesongbasert og tall fra SSB viser at trenden i utenlandske overnattinger reflekterer Hurtigruten Norskekystens beleggfordeling gjennom året.



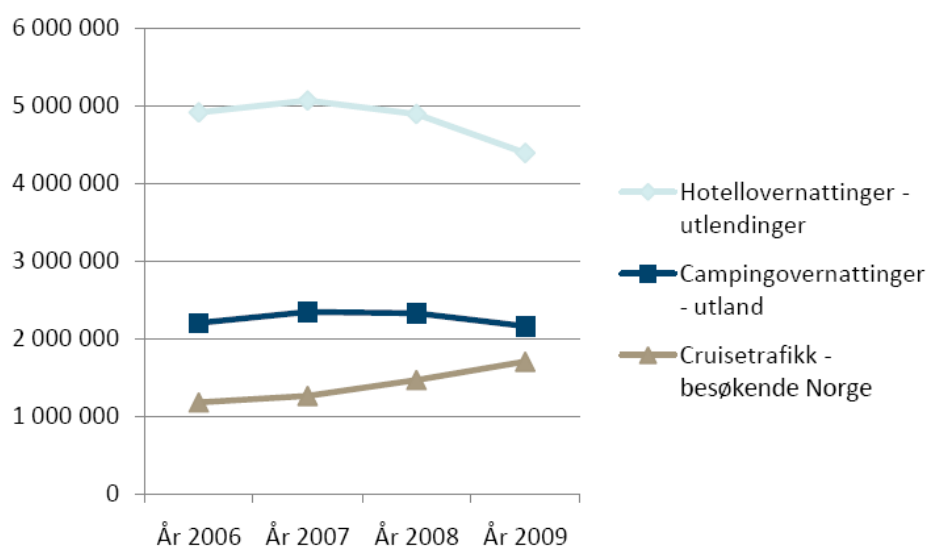
**Figur 7: Fordeling utenlandske overnattinger i Norge 2008 (SSB, 2010)**

Cruise Norway rapporterer i sin markedsplan for 2010 at deres strategi for 2009 – 2015 er å øke markedsandelen Norge har i det internasjonale cruisemarkedet fra 3 % til 5 % innen 2015. Målsetningen vil tilsvare 4 millioner liggedøgn/landbesøk innen 2015 (Cruise Norway, 2010).

I NHOs rapport Samarbeid – lønnsomhet – bærekraft (NHO, 2010) defineres cruise som ikke rutegående passasjerskip som har minimum tre anløp, og som ikke er lastebærende.

Karakteristikaene avviker noe fra hurtigruteskipene, men aktørene konkurrerer i mange av de samme markedene som HRG. Den internasjonale trenden med vekst i turisme påvirker også cruisenæringen. Tross nedgang i antall anløp fra 1634 til 1572 mellom 2008 og 2009 økte det totale antallet passasjerer i Norge. Totalt hadde cruisenæringen i Norge registrert 1 704 992 besøk i norske havner for 2009, en økning på 16 % fra 2008. Om lag 120 rederier i verden tilbyr cruise som ferieform. Tre store grupperinger dominerer tilbudet. Disse er representert under Carnival Group (42 %), Royal Caribbean Cruises (21 %) og Star Cruises Group (10 %). De tre store dekker en markedsandel på 50 % i Europa (Innovasjon Norge, 2007). Cruise som reiselivstrend har lenge vært økende, kundene blir yngre og tilbyderne ser etter nye markeder. Et eksempel på veksten og optimismen som har rådet i bransjen er at Lloyds Cruise prognostiserte en økning fra 2005 til 2010 fra 12,1 til 18 mill. passasjerer totalt på verdensbasis (Innovasjon Norge, 2007). Grunnet sterk vekst i næringen, har det blitt bygget flere og større skip. I 2005 var det 37 nye cruiseskip i bestilling for levering før 2012 (Innovasjon Norge, 2007). Totalt 16 av disse skipene er til rederier som primært selger cruise til det europeiske markedet. Cruiseindustrien på verdensbasis hadde et inntektstap på 20

prosent i 2009. Men gjennomsnittlig var belegget på cruiseskipene 104 prosent. Med andre ord var skipene stappfulle. Cruisesesongen 2010 ser ut til å slå alle rekorder. Så langt har 1560 cruiseskip meldt sin ankomst til Norge i år ([www.ap.no](http://www.ap.no) lest 21.3.2010). Ved å sammenlikne utviklingen i perioden 2006-2009 mellom cruisetrafikk og overnattingstrafikk (hotell og camping), ser man at cruise har hatt en positiv utvikling relativt til resten av næringen.



**Figur 8: Fordeling gjestedøgn blant utenlandske turister i Norge (NHO, 2010)**

### Trender Cruiseturisme

Cruiserederiene utviklet seg i tråd med endringer i folks preferanser og næringens krav til økt lønnsomhet. NHO Reiseliv (2010) baserer på bakgrunn av dette følgende trender i cruisemarkedet:

- Utfasing av gamle skip som følge av fokuset på miljøteknologi.
- Europa vokser som cruisefarvann, mens USA opplever en nedgang.
- Kortere cruise vokser, mens lengre cruise (eks. 14 dager) viser en nedgang.
- Cruiseturistene blir stadig yngre, og vi ser en oppgang i antall familier.
- Mer fokus på aktive opplevelser, og større etterspørsel etter ”ikke-volumbaserte” turer.
- Temabaserte opplevelser for mindre grupper bør utvikles. Passasjerene vil ikke lenger bare observere naturen, men ta aktivt del i den.

- Trender viser lengre cruisesesong i Norge og Vintercruise er et nytt satsningsområde for næringen (NHO Reiseliv, 2010).

NHO Reiseliv (2010) konkluderer rapporten, ”samarbeid – lønnsomhet – bærekraft” med at reiselivets og dets økonomiske ringvirkninger må opprettholdes som et satsningsområde i norsk næringsliv. Norge kan til tross for en relativt kort sesong, regnes som et av verdens største cruiseland målt etter antall anløp. Der de fleste andre land har kun en eller noen få cruisehavner, har Norge ca. 30 cruisehavner. For Hurtigruten Norskekysten som cruiseoperatør er markedet omfattende og internasjonalt, konkurransen om kundene er stor. Mesteparten av cruiseaktiviteten i Norge skjer på Vestlandet som har de fleste av landets store cruisehavner med Bergen som den aller største både målt i passasjerer og antall anløp. Det er også Vestlandet og Oslo som har hatt mesteparten av veksten i cruiseaktiviteten i Norge de senere årene. I Nord-Norge er Nordkapp viktigste reisemål for cruiseskip, og sammen med Tromsø og Lofoten de destinasjonene som skiller seg ut med klart flest anløp. Nord-Norge har imidlertid ikke hatt samme vekst som cruisemarkedet generelt og Vestlandet/Oslo (NHO Reiseliv, 2010).

**Tabell 9: Oppsummering kapittel 2**

<b>HRG</b>	Tilbyr reiselivs og transporttjenester langs kysten av Norge og internasjonalt. HRG er et resultat av sammenslåingen av dampskipsselskapene TFDS og OVDS, og representerer en samlet kontroll over merkevaren Hurtigruten. Selskapet har lenge slitt med store underskudd, men ny optimisme råder som følge av en pågående restrukturering av selskapet. Selskapets visjon er ”Ekte opplevelser i unike farvann”.
<b>Produktområder</b>	
Hurtigruten Norskekysten	Hurtigruten Norskekysten er en del av selskapets kjernevirksomhet, og representerer hovedvekten av selskapets driftsinntekter. Passasjerer deles opp i rundreise, og distansepassasjerer, hvor rundreisepassasjerer er de mest lønnsomme. Kystruten Bergen - Kirkenes er delvis finansiert gjennom subsidier fra Staten, noe som også setter rammebetingelser for driften. Dagens situasjon er at skipene seiler med ledig kapasitet, og taper penger i skuldervesongene.
Explorer virksomhet	Explorer virksomheten er en del av selskapets kjernevirksomhet, og omfatter i hovedsak cruise i Antarktis, Arktis og reiselivsvirksomhet på Svalbard. HRG opplevde en nedgang i omsetning fra produktområdet som følger av finanskrisen. Trenden er imidlertid positiv, og selskapet er markedsleder innenfor denne typen virksomhet.
Øvrig virksomhet	HRG har store eierandeler innenfor kollektivtrafikk og godstransport. Disse har vært forsøkt solgt, men salgsprosessene er stoppet inntil videre. Under øvrig virksomhet allokeres også utleie av skip, noe som har bidratt svært lønnsomt.

<b>Finansiell informasjon</b>	
Markedsverdi	HRG har siden introduksjon på Oslo Børs, mars 2006, sunket betraktelig i verdi. Omregnet etter emisjon hadde aksjen en verdi på rundt 25 NOK ved introduksjon. Etter et historisk bunnivå sommeren 2009, ga resultatene for 4. kvartal en foreløpig topp på 7, 58 NOK etter emisjonen.
Resultat	Resultatet preges av at HRG har redusert kostnader knyttet til drift. Lavere renter og drivstoffkostnader bidrar også til en betydelig resultatforbedring fra 2008 - 2009
Balanse	HRG har etter flere år med tunge investeringer opparbeidet seg stor gjeld. Kapitalen i selskapet er i hovedsak bundet opp i skipene. Ny finansiering gjennom emisjon preger balansen for 2009.
Trafikkutvikling	HRG klarte ikke å øke belegget på sine skip fra 2008-2009. Trenden ser ifølge selskapet lovende ut. Forhåndsbooking presentert under framleggelsen av 4. kvartal 2009 bekrefter dette.
<b>Markedssituasjonen</b>	
Turisme	Internasjonal og innenlands turisme var preget av vekst fra 2003 til 2008. Reiselivsnæringen har siden 2008 hatt en utfordrende periode som følge av sviktende etterspørsel. Gjennomsnittlig nedgang på verdensbasis var i 2009 4 %. Innreisen til Europa gikk ned 6 %. Norge opplevde en økning på 5 % i ferie og fritidsmarkedet, og har i 2009 tatt markedsandeler både i verden og innad i Europa.

Cruiseturisme	Cruiseturisme har i de senere år vært en sterkt voksende trend i ferie- og fritidsmarkedet. Markedet preges av store aktører. HRG hevder å ha en 15 % markedsandel av cruisemarkedet langs kysten. Cruiseindustrien hadde på verdensbasis et inntektstap på 20 % i 2009. Trenden er imidlertid positiv og sesongen 2010 ser ut til å slå alle rekorder målt i antall anløp.
---------------	---

### 3 Analyse av eksterne konkurranseomgivelser

For å bygge opp under forutsetninger for framtidig lønnsomhet, vil HRGs konkurranseomgivelser kartlegges. Fokus i analysen baseres på uttalt satsning innenfor kjernevirksomhetene. Analysen ser i hovedsak på markedsomgivelsene knyttet til Hurtigruten Norskekysten. Dagens situasjon er at hurtigrutene langs norskekysten seiler med betydelig ledig kapasitet i lavsesong. I forbindelse med økt satsning på vinterturisme og allerede eksisterende marked for sommerturisme, er Hurtigruten Norskekysten konkurranseutsatt både når det gjelder nye og etablerte kundegrupper. Analysen tar utgangspunkt i eksterne konkurrenter som kan ta markedsandeler fra de mest lønnsomme kundegruppene til selskapet. Kystruten Bergen - Kirkenes driftes i henhold til en statlig avtale, og produktområdet er avhengig av å utnytte tilgjengelige passasjerdøgn for å kunne oppnå lønnsomhet.

For å analysere nivået på konkurranse i markedet benyttes Porters konkurransekraftmodell (Porter, 1979).

Potensielle **nykommere** kan vise seg å bli en trussel mot en bransjes lønnsomhet da de ved etablering bidrar til prispress og redusert lønnsomhet. Det mest sentrale for inntrengere er om det finnes et lønnsomt marked, og hvor store inngangsbarrierene er. Barrierene vil typisk være store engangsinvesteringer, produktdifferensiering, stordriftsfordeler og byttekostnader.

**Kunder** med stor forhandlingsmakt kan også representere en trussel for bedriftens konkurranseposisjon. Dette vil spesielt gjelde når store kunder står for store andeler av inntekter for virksomheten. Med kundens forhandlingsmakt forstås det at kundene har lav kostnad med å bytte leverandør.

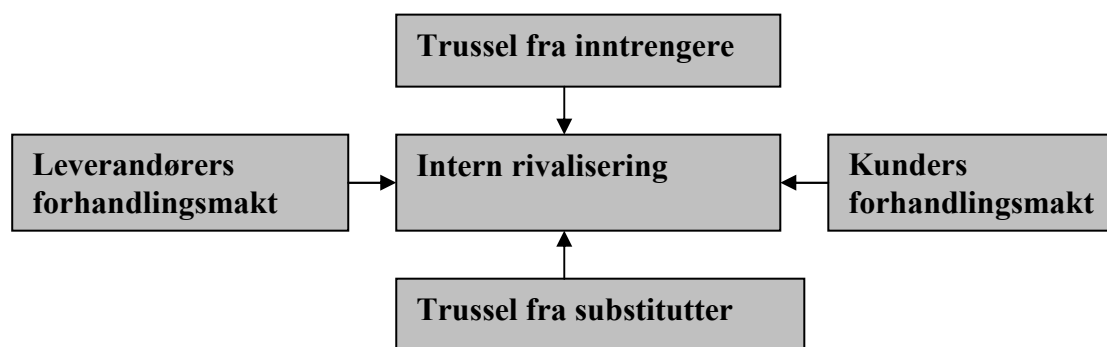
**Leverandører** av innsatsfaktorer representerer en stor trussel mot lønnsomheten dersom de har mulighet til å presse opp prisen på disse. Dette er tilfellet når bedriften har få leverandører og innsatsfaktorene er kritiske for virksomheten.

Dersom det finnes mange **substitutter** til bedriftens produkter vil dette også være en ekstern trussel for virksomheten. Ved dyrere produkter og tjenester vil faren for at alternative produkter velges være større.



Hovedvekten av konkurransen skjer gjennom **rivalisering** av bedrifter i samme bransje. Flere tilbydere gir prispres og lavere lønnsomhet i bransjen. Innovasjoner, som nye produkter og aktiviteter tilbudt ulike segmenter i markedet vil typisk være utsatt for rivalisering.

Et viktig argument for å bruke Porters rammeverk er dets hensikt som analyseverktøy for å avdekke en bransjes attraktivitet. Modellen har fem komponenter som utgjør trusler mot meravkastning for HRG. I de ulike komponentene vurderes intensiteten i konkurransen, og gir videre en antakelse om framtidig lønnsomhet. Jo svakere intensitet i konkurranse dess større mulighet for meravkastning (Porter, 1980).



**Figur 9: Porters konkurransekraftmodell (Porter, 1979)**

Analysen vil ha referanser til markedssituasjonen (Kap. 1.6), å introduseres med en oversikt over noen sentrale makroomgivelser basert på PESTEL rammeverket. PESTEL står for Political, Economical, Social, Technological, Enviromental og Legal (Roos et al. 2005). Forfatterne deler opp de ulike parameterne som politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og juridiske faktorer. Videre presiserer Roos et al. (2005) at man i en analyse må ta hensyn til de mest relevante eksterne faktorene for den aktuelle organisasjonen. Ulike faktorer vil ha ulik relevans for ulike bedrifter. For HRGs som reiselivsaktør subsidiert av staten og storforbruker av olje antas det i denne analysen at det er de økonomiske, politiske og miljømessige faktorene som er av størst strategisk betydning. Andre eksterne faktorene som påvirker selskapet blir belyst i andre deler av oppgaven. Avslutningsvis i dette kapittelet presenteres en sammenfattet SWOT analyse. SWOT står for styrker, svakheter, muligheter, trusler (Roos et. al. , 2005).

### 3.1 Økonomiske utvikling og utsikter

Reiselivsnæringen merket finanskrisen godt gjennom reduserte ordrer fra utlandet og svikt i innenlands etterspørsel. Finanskrisen ga et større press på priser og volum (HRG, 3. kvartal 2009). Utvikling i spredning av H1NI viruset (svineinfluensa) truet også næringen, og man fryktet kraftig redusert etterspørsel som følge av dette (HRG, 3. kvartal 2009). Den globale resesjonen forklarer ikke en årrekke med dårlige resultater i HRG, men har medført ekstra utfordringer i en allerede tøff tid. Hurtigruten Norskekysten retter seg mot segmenter som ferie- og fritid, kurs- og konferanse og godstransport, segmenter som har blitt rammet hardt i forbindelse med finanskrisen. Spitsbergen merket markedets sviktende etterspørsel kraftig gjennom reduserte kurs og konferansegjester. Explorer virksomheten med relativt stor kundeandel fra USA har også vært disponert for effekter av konjunkturedgang. Dette har blant annet resultert i at et skip er tatt ut av drift på ubestemt tid. HRG allokerer tidligere regnskapsmessig omsetning fra de geografiske segmentene Norge, USA, Eurosonen og Andre. Det presiseres at i tallene for Hurtigruten Norskekysten utgjør inntektene under Norge en andel subsidier gjennom Hurtigruteavtalen på gjennomsnittlig 17 % for 2007 og 2008.

**Tabell 10: Inntektsfordeling på geografisk segment 2007-2008 (HRG, Årsrapport 2008)**

	Norskekysten		Explorer	
	2008	2007	2008	2007
Norge (inkl. subsidier)	55 %	51 %	49 %	44 %
Eurosonen	39 %	41 %	34 %	31 %
USA	4 %	5 %	14 %	19 %
Andre land	2 %	2 %	3 %	6 %
<b>SUM</b>	2 139 434	1 933 462	443 463	492 052

I sum utgjør den Norske stat og norske kunder over 50 % av omsetningen til Hurtigruten Norskekysten. Eurosonen representerer hovedvekten av resterende omsetning.

Produktområdet er således følsomt for svingninger i europeisk og nasjonal etterspørsel. For produkt-områdene tilknyttet Explorer (MS Fram og Spitsbergen) utgjør Norge og Eurosonen rundt 75 – 80 % av omsetningen. Tallene er preget av Norske turister og næringsliv som reiser til Svalbard. USA er imidlertid et viktig marked både for Spitsbergen og MS Fram. Spesielt omsetning knyttet til MS Fram antas følsom for svingninger i etterspørsel fra Amerikanske turister. Produktområdet er spesielt følsomt for svingninger i etterspørsel da volumet (antall gjestedøgn) er lavt og prisene høy.

I DNB Markets rapport ”Økonomiske utsikter 1. tertial 2010” argumenterer finansinstitusjonen at lavkonjunkturen som har preget etterspørselen etter transport / reiselivstjenester ser ut til å snu globalt (DNB Markets, 2010). Driften i hurtigruten er følsom for svingninger i verdensmarkedene, og inntjening avhenger i tillegg til passasjerer av olje, rente og valutamarkedene.

Videre følger et utdrag av aktuelle konklusjoner fra rapporten:

Globalt: Den store resesjonen er antatt å være over og det spås vekst i ulik takt rundt om i verden. Ulike tiltakspakker og garantier satt av myndigheter har virket og verdensøkonomien er igjen i vekst. I annet halvår 2009 vokste BNP i industrilandene med 2,5-3 prosent.

I følge rapporten taler mye for videre vekst. Økt etterspørsel antas som følge av økt fremtidstro og mer aktivitet. Bedrifter vil igjen ønske å ekspandere og husholdningene ønsker å øke sitt forbruk. Videre ser rapporten på at arbeidsledigheten fortsatt er høy og har steget betydelig gjennom finanskrisen. USA har en ledighetstopp pr. januar 2010, og ledigheten i Europa ser ut til å stige noe gjennom 2010. Rapporten beskriver en overgangsperiode, og hvor man mot slutten av 2011 venter at økonomien samlet sett vil begynne å oppvise normale vekstrater, men med et preg av ledig kapasitet i form av arbeidskraft.

På bakgrunn av segmentinformasjon ser vi at HRG er sårbar for internasjonale lavkonjunkturer. Effekten av finanskrisen fikk også store negative konsekvenser for lønnsomheten til HRG gjennom høyere oljepris og renter (HRG, Årsrapport 2008). Selskapet har i hovedsak finansiert driftsmidlene sine med banklån og drivstofforbruket er tilnærmet fast på grunn av Hurtigruteavtalen. Konklusjonen om den antatte stabiliteten og moderat positive veksten fra DNB Markets rapport legges til grunn for eksterne økonomiske påvirkninger knyttet til HRG.

### **3.2 Miljø**

”Et typisk cruiseskip genererer i løpet av en uke ca. 50,8 tonn søppel, over 3,8 millioner liter grått vann og nesten 800 000 liter kloakk” (<http://www.snl.no> lest 1.4.2010).

HRGs virksomhet har direkte innflytelse på det ytre miljøet. Gjennom å operere i sårbare

farvann er selskapet eksponert for samfunnskritikk og risiko. Eventuelle avtaler og traktater som begrenser ferdsel eller mulighet for transport i sårbare områder vil kunne oppstå utenfor selskapets kontroll. Hvis noe går galt med hurtigruteskipene langs norskekysten, vil miljøkatastrofen kunne være et faktum siden skipene går så nært kysten langs hele ruta. I følge Årsrapport for 2008 er utslipp som følge av uhell og ulykker en konstant risiko innen selskapets virksomhet. Forbruk av drivstoff bidrar også til utslipp av klimagasser som karbondioksid, svoveldioksid og nitrogenoksider. HRG bidrar så godt de kan til å redusere de negative effektene av dette (HRG, Årsrapport 2008). Framtidige nasjonale, internasjonale vedtak og retningslinjer utenfor selskapets kontroll vil kunne påvirke lønnsomheten negativt.

For Explorerer cruisene er dyrelivet en viktig kilde til opplevelse. Dermed er de mest besøkte stedene også de mest sårbare. Turismen vil i følge Norsk Polarinstitutt kunne ha en skadelig effekt på kulturminner, vegetasjonen og dyreliv. Uhell i form av grunnstøtninger og forlis de senere år har vist av Antarktis er et krevende område å drive cruiseturisme ([www.npolar.no](http://www.npolar.no) lest 3.4.2010). I følge polarinstituttet har reguleringen av cruiseturismen i Antarktis i stor grad vært overlatt til næringen selv gjennom organisasjonen International Association of Antarctic Tour Operators (IAATO). Polarinstituttet definerer utfordringer i framtiden som:

- Øke kunnskapsgrunnlaget om effekter av dagens turisme og naturens tålegrense for ferdsel.
- Sikkerhet og beredskap knyttet til cruise og ekspedisjoner.
- Endrede klimatiske betingelser for turisme.

Virksomhetene på Svalbard og Grønland er også knyttet til, og underlagt retningslinjer fra IAATO. HRG hevder i Årsrapport for 2009 at de har tatt en aktiv rolle for å bidra til en sikker og miljøbevisst reiselivsnæring i disse unike og sårbare områdene.

### **3.3 Politikk**

Som HRGs største kunde setter staten viktige rammebetingelser for driften langs norskekysten etter dagens modell. Avtalen mellom selskapet og staten omtales Hurtigruteavtalen.

Statens kjøp av transporttjenester omhandles i stortingsmelding nr.16

(Samferdselsdepartementet, 2009). Ordningen med statlig kjøp av transporttjenester er begrunnet ut fra et politisk mål om å ha velfungerende og likeverdige tjenester til innbyggerne i hele landet. Ordningen omfatter ferjetjenester, flyruter, jernbane og sjøtransport langs

norskekysten. Samferdselsdepartementet argumenterer også i stortingsmeldingen for å gi et godt reiselivstilbud.

“Det er viktig å styrke samspillet mellom selve reiselivsproduktene, standarden på transportinfrastrukturen og de enkelte transportgrenene. Enkelte transporttilbud kan være en attraksjon i seg selv eller i nært samspill med lokale reiselivsprodukt. Hurtigruten er et godt eksempel på dette” (Samferdselsdepartementet, 2009).

For HRG forplikter avtalen antall anløp, anløpssteder og et minimum av tilgjengelig passasjer og godskapasitet. Passasjerfordelingen gjennom årets måneder svinger kraftig og selskapet er avhengig av statlig støtte for å drifte slik det gjør i dag. Støtten for 2009 representerte ca. 17 % av totale driftsinntekter for produktområdet Hurtigruten Norskekysten.

Samferdselsdepartementets avtale om kjøp av transporttjenester for perioden 2005-2012 fra HRG ble reforhandlet etter ønske fra selskapet i 2008. Partene ble enige om en høyere godtgjørelse. Dette var i følge HRG sterkt nødvendig grunnet økte oljepriser og miljøavgifter (HRG, Årsrapport 2008). Resultatet ble en økning i godtgjørelse på 66 MNOK fra 2008, i tillegg til kompensasjon for miljøavgifter på 22 MNOK. Totalt vil de endrede betingelsene utgjøre en økning i inntekter som i følge Årsrapport 2008 har vært nødvendig for å kunne videreføre driften i selskapet.

EFTA Surveillance Authority (ESA) er EFTAs overvåkningsorgan. Dets hovedoppgave er å sørge for at de regler og plikter som følger av EØS-avtalen gjennomføres og følges i EØS og EFTA-statene: Norge, Island og Liechtenstein (<http://www.eftasurv.int/> lest 12.4.2010).

I tråd med EØS-avtalen bindes staten til overordnede retningslinjer i forhold til anbud, kontrakter og hva som kan gjøres etter at avtaler er inngått. Samferdselsdepartementet har utlyst en ny anbudskonkurranse om statlig kjøp av sjøtransporttjenester på kyststruten Bergen - Kirkenes. Staten skal kjøpe gjennomgående seilinger hver dag hele året, med et antatt krav om samme seilingsmønster som i dag (HRG, Årsrapport 2008). Det vil bli utlyst konkurranse om en samlet pakke for alle skip. Det nye avtalen vil tre i kraft fra 2012. Konserndirektør Olav Fjell er sterk i troen på at HRG skal vinne fram i anbudskonkurransen under forutsetningen at avtalen blir kommersielt interessant (HRG, Årsrapport 2008)(HRG, Årsrapport 2009). Hurtigruteavtalen gir konseptet sin særegenhet, samtidig som det gir selskapet minimalt med handlingsrom for å gjennomføre sparetiltak: den daglige leveringsplikten gjør at de ikke kan endre seilingsopplegg, for eksempel kjøre med halv fart

som cruisefarten for øvrig kan. I HRGs selskapspresentasjoner, kvartalspresentasjoner og årsrapporter argumenteres det for at det finnes et politisk flertall for videre drift etter samme modell som dagens. Imidlertid vil et konkurrerende tilbud eller betingelser i Hurtigruteavtalen kunne representere en trussel mot framtidig lønnsomhet utenfor selskapets kontroll.

Videre ekstern analyse er basert på Porters teoretiske rammeverk (Porter, 1979).

### **3.4 Trussel fra inntrengere**

Med inntrengere menes bedrifter som ikke er i bransjen i dag, men som har mulighet til å etablere seg dersom omgivelsene legger til rette for inngang. Når nye markeder eller kundegrupper knyttet til produktet etableres eller øker i verdi, kan andre aktører bli fristet til å rette seg mot disse markedene og deres respektive kundegrupper. For tilbydere som allerede er etablert vil en reel trussel kunne redusere lønnsomheten. Sentrale kriterier for en eventuell inntrenger på markedet avhenger av hvilke inngangsbarrierer man står ovenfor. Porter (1980) argumenterer at dersom etableringskostnadene er så høye at nåverdien av å gå inn i markedet er negativ, vil ikke inntrengere være noen trussel for selskapene i bransjen. Således danner inngangsbarrierer en øvre grense for hvor lønnsom en bransje kan bli. Porter (1980) nevner ulike kilder til inngangsbarrierer:

#### **Skalafordeler og kapitalbehov**

Cruisebransjen preges av store investeringer, konsolideringer og oppkjøp. De tre største operatørene, Carnival Group, Royal Caribbean Cruises og Star Cruises Group som representerer 73 % markedsandel i verden, eier og driver til sammen ca. 20 rederier / varemerker (Innovasjon Norge, 2007). De store rederiene har i kraft av sin størrelse stordriftsfordeler både på kostnads og inntektssiden. Drift av cruiseskip er meget kapitalbindende, og etableringskostnader for nye aktører ansees som veldig høy. Som et viktig argument i fusjonsplanen mellom TFDS og OVDS var bedre økonomiske betingelser gjennom stordrift (DNB Markets, 2005).

#### **Produktdifferensiering**

Hurtigruten er en etablert og anerkjent merkevare i Norge og deler av utlandet. Selskapet har vunnet flere priser i kategorien "Verdens vakreste sjøreise". For en ny aktør i cruisemarkedet som ønsker Norge som destinasjon utgjør ikke merkekjenning den største barrieren. I nisjen

som HRG representerer, seiling med flere anløp langs kysten, vil imidlertid merkevaren være en hindring for eventuelle inntrengere. Hurtigrutekonseptet og merkevaren antas å ha en sterk stilling og det jobbes aktivt med å kommunisere til kundene at produktet representerer en merverdi (HRG, Årsrapport 2008). For cruiseturister som har erfaring med å reise til Norge gjennom andre aktører, vil byttekostnaden være større en for turister som ønsker å reise til Norge for første gang, eller har vært i Norge på et landbasert opplegg. Porter (1980) poengterer at merkekjenning utgjør en inngangsbarriere da inntrengere må bruke mye penger på skape kundelojalitet.

### **Adgang til distribusjons- og salgskanaler**

Cruisereiser har i hovedsak vært solgt av agenter som reisebyråer og turoperatører. Som selger av cruiseprodukt tar disse provisjon og for å få en agent til å selge et produkt må det tilbys en konkurransedyktig provisjon. Her har de store selskapene ofte eksklusive avtaler som kan hindre eller begrense viljen og muligheten til å selge en inntrengers produkt. HRG har etablert egne salgsorganisasjoner i deler av verden for å eliminere agent / prinsippal problematikken. Selskapet har erfart at dette koster selv om de får direkte distribusjon av sine cruiseprodukter. De senere års tendenser viser at reisebyråene distribuerer færre reiser en tidligere. Trendbyrået Kairos Future laget på oppdrag fra Innovasjon Norge i 2008 en analyse av trender innenfor reiseliv og deres påvirkning på det norske markedet. En av de tydelige trendene er at kunder stadig er i stand til å søke informasjon og ta beslutninger, selv på reiser utenom det vanlige (Kairos Future, 2008). Dette foregår i hovedsak med Internett som medium. HRG har i de senere år jobbet for å få en brukervennlig og tilgjengelig booking via Internett. I tillegg er flere salgskontorer og agenter fjernet for å konsentrere salgs- og informasjonsarbeid i to store callsentere. Av praktiske og kostnadsbesparende hensyn er disse flyttet til lavkostland.

### **Know-how**

Med know - how forstås nødvendig kompetanse for å konkurrere i et marked. Typisk vil dette være kunnskap opparbeidet gjennom flere år som aktør i en bransje eller nisje. For nye konkurrenter vil dette være et etableringshinder. HRG kjenner sine konkurrenter, kunder og forretningspartnere og har etablert relasjoner som tar tid å bygge opp for inntrengere.

### **Tilgang til essensielle fasiliteter**

I de mindre besøkte havnene tilknyttet lokalsamfunn langs kysten er cruiseskipene synonymt med bidrag til næringslivet og ønskes velkommen. Økt press på de mest populære havnene har gjort at kapasiteten i perioder er begrenset. For en eventuell inntrenger på markedet vil dette medføre en ulempe. HRG har tilgang til havner og kan ankre opp så å si overalt.

HRG drar stor fordel av å være en etablert merkevare i Norge. Det jobbes aktivt med å promotere merkevaren i utlandet og selskapet har fått drahjelp av blant annet prestisjetunge priser. En inntrenger vil således ha vanskelig for å ta markedsandeler fra selve hurtigrutekonseptet. En nyetablering er kostnadskreven og krever kunnskap om markedet og tilgang til fasiliteter som for eksempel ankringsplass. Med en markedsandel på 15 % (HRG, Årsrapport 2009) er HRG en mindre aktør i det norske cruisemarkedet. Selskapet og konkurrentene er trolig mer sårbar for konkurransetrek fra allerede etablerte aktører enn potensielle nykommere.

### **3.5 Kundenes forhandlingsmakt**

Kundenes forhandlingsmakt representerer kundenes evne til å forhandle ned prisene eller øke kostnadene i bransjen. Dette kan eksempelvis komme som et resultat om en forbedring av kvalitet uten kompensasjon av pris. Store kundegrupper med innflytelse på tilbyderne kan sette konkurrenter opp mot hverandre med resultat i redusert inntjening (Porter, 1980).

For de kundene som ser etter et standardisert produkt vil pris være en viktig faktor for valg av leverandør. Hurtigrutereisen mellom Kirkenes og Bergen er et unikt reiselivsprodukt og skiller seg fra de mere tradisjonelle fjord- cruisene på vestlandet. Som kunder regnes i hovedsak sluttbruker (passasjer), reisebyråer / salgsagenter og den norske stat.

Rundreisepassasjerer har gjerne stor betalingsvilje spesielt på sommeren når skipene er full og prisene er normal. Som kunder kan salgsagenten ha incentiv til å favorisere konkurrenter, noe selskapet har satset hardt på å løse gjennom egne distribusjonskanaler. Trenden mot flere onlinebestillinger reduserer også salgsagentenes muligheter til å presse priser.

For sluttbrukeren og dens valg av produkt/tjeneste vil grad av standardisering gjøre det enklere å velge mellom tilbydere. HRG satser på et unikt konsept med sin ”Verdens vakreste sjøreise”. Kunder vil alltid ha ulike preferanser og betalingsvillighet men selskapet gjør det de kan for å ha et differensiert, unikt produkt noe som igjen reduserer kunders forhandlingsmakt.



### 3.6 Rivalisering mellom aktørene

HRG står ovenfor prispress og økende konkurranse fra internasjonale konkurrenter som øker tilbudet av cruise langs norskekysten. Dette gjelder spesielt i sommersesongen, men markedsaktørene følger med HRGs aktiviteter i vintersesongen og eventuelle lønnsomme produkter utsettes for konkurranse. Et positivt resultat av konkurransen er den totale markedsføringseffekten av norskekysten. Med aktører menes her tilbydere av cruisereiser langs kysten av Norge. I reiselivsmarkedet vil imidlertid landbaserte aktører også utgjøre en rivaliserende konkurransekraft.

Hill & Jones (2004) gir eksempler på tre faktorer som påvirker graden av rivalisering:

**Industristrukturen** i bransjen preges av store konsolideringer. Disse vil ha incentiv til og ikke utsette seg for ukontrollert prispress men samarbeide om felles interesser. HRG på sin side er tjent med at prisene holdes så høyt som mulig for at differansen i forhold til konkurrentene ikke blir for høy. Konsolidering i et marked med få store aktører antas å bidra til redusert rivalisering og dermed økte marginer. Det store **etterspørselen** etter cruisereiser de senere år har bidratt til økt tilbud og nye kundegrupper. Trender og analyser tyder på fortsatt vekst i cruisemarkedene selv etter finanskrisen. Vekstutsiktene er lyse, men kampen om kundene vil kunne bli stor dersom det skulle bli overkapasitet i markedet. Bransjen er preget av høye faste kostnader og eventuelle endringer i markedet samtidig som ny kapasitet i form av at skip introduseres, kan sette i gang et kraftig prispress. **Utgangsbarrierer** for aktører vil kunne påvirke konkurransesituasjonen da kapitalbindingen i driftsmidlene ikke kan frigis uten større verdiforringelse. Om situasjonen skulle bli et dårlig marked for cruisenæringen vil mange aktører drive videre istedenfor å legge ned. Lønnsomheten i bransjen vil svekkes hardere enn om de svakeste forsvinner ut. Det er investert betydelig kapital i merkevarebygging og det vil være umulig å trekke seg fra et marked for så å komme tilbake igjen i bedre tider.

### 3.7 Leverandørens forhandlingsmakt

Makten til en leverandør kommer fram gjennom posisjonen til å kunne øke prisen på en innsatsfaktor kunden etterspør, eller å redusere kvaliteten uten å redusere prisen på produktet (Hill & Jones, 2004). Forhandlingsmakten kjennetegnes ved at få og store bedrifter dominerer

blant leverandørene og at disse er mer konsentrert enn bransjen det leveres varer til. For HRG vil også de ansatte representere forhandlingsmakt gjennom deres levering av tjenester og tilknytning til arbeidstakerorganisasjoner. Skipene til selskapet er spesialbygd og som cruisereferi antas det at HRG har lagt stor vekt på forhandlinger med verftet som har produsert de respektive skipene. Skipene er spesifikt produsert for drift langs norskekysten og produktspesifikasjonen binder selskapet til leverandørene. HRG har historisk brukt både norske og tyske verft til produksjon av båter, og har således begrenset innlåsningen til en leverandør noe. For øvrig vil produksjon av skip i størrelsesordenen hurtigruteskip være en attraktiv kontrakt for leverandører hvor lønnsomhet avhenger av bestillinger av nye skip. Verftene vil derfor ønske å beholde cruiseindustrien gjennom fornuftig prissetting og bidra aktivt til utviklingen av nye skip og tekniske løsninger. Verftsindustrien antas ikke som en trussel for cruiseselskapene.

Den største direkte kostnaden for drift av hurtigruteskipene er drivstoff. Hovedsakelig bunkersolje som handles til markedspris. Her har ikke aktørene noen videre markedsrett over leverandørene. Etablerte markedspriser sørger for et effektivt marked. Lønnsomheten i bransjen vil avhenge sterkt av prisen på drivstoff.

### **3.8 Substitutter**

Porter (1980) definerer substitutter som produkter som kan dekke kundens behov på en alternativ måte. Nære substitutter kan utgjøre en konkurransemessig trussel fordi de begrenser prisen selskaper kan ta for sine produkter, og kan videre bidra til å redusere lønnsomheten i bransjen. Cruisereiser i Norge er en ferieform som kan substitueres med svært mange andre reiser. Typisk vil være landbaserte feriereiser. Innovasjon Norge (2010) avdekker i sin rapport "Nøkkeltall 2009" at de viktigste motivene turister hadde for å besøke Norge i sommersesongen er opplevelsen av norsk natur, utforskning av nye steder og avslapning. Reiselivsvirksomhet er som nevnt tidligere et satsningsområde for den norske stat. Etablerte og ny oppstartede tur og reiseoperatører i Norge vil således være direkte konkurrenter til cruisenæringen, og kjemper om mange av de samme kundene. Utenlandske operatører tilbyr også bussreiser / charter til sentrale destinasjoner i Norge. God merkevarekjennskap og kundelojalitet ovenfor Hurtigruten Norskekysten kan begrense konkurranse noe. Konkurransen fra substitutter anses som sterk konkurransekraft på sikt i det norske

cruisemarkedet.

**Tabell 11: Oppsummering kapittel 3**

<b>PESTEL analyse</b>	
Politikk	Den nye Hurtigruteavtalen vil være et viktig fundament for den videre driften i HRG. Selskapsledelsen er sterk i troen på videreføring av dagens modell.
Økonomiske utsikter	Usikkerhet rundt økonomisk utvikling i Verden og Europa. Analytikere spår at den største resesjon er over, og at økonomien i Europa vil oppnå normale vekstrater fra 2011. Usikkerhet fører også med seg konsekvenser for oljepris og rentenivå, som er kritiske faktorer for driften og finansieringen i HRG.
Miljø	HRG operer i sårbare farvann, og en eventuell ulykke kan få store konsekvenser for selskapets drift og omdømme. Miljøpolitiske vedtak og retningslinjer utenfor selskapets kontroll kan bidra til redusert lønnsomhet.
<b>Konkurransanalyse</b>	
Trussel fra inntrengere	Nyetableringer krever store investeringer og kunnskap om markedet. Hurtigruten er en etablert merkevare, og det antas at inntrengere ikke truer framtidig lønnsomhet.
Kundenes forhandlingsmakt	HRG satser på et differensiert og unikt produkt. Produktene er i liten grad standardisert, noe som reduserer forhandlingsmakten til kundene.
Rivalisering mellom aktørene	HRG står ovenfor prispress og økende konkurranse fra internasjonale konkurrenter. Nye produkter og segmenter antas konkurranseutsatt, noe som kan bidra til redusert framtidig lønnsomhet.
Leverandørenes forhandlingsmakt	HRG forbruker tjenester fra verftsindustrien. Disse antas ikke å ikke være en trussel for framtidig lønnsomhet. Drivstoff handles til markedspris og lønnsomhet vil avhenge av prisnivået.

Substitutter	Konkurransen fra substitutter, landbasert turisme, antas å være betydelig.
--------------	--

**Tabell 12: SWOT analyse**

<b>SWOT analyse</b>	
Styrker	Godt etablert merkevare. Kraftig resultatforbedring fra 2008-2009.
Svakheter	Stor gjeld. Lav kapasitetsutnyttelse for produktområde Hurtigruten Norskekysten. Liten grad av fleksibilitet grunnet Hurtigruteavtalen. Store framtidige investeringer i driftsmidler (skip).
Muligheter	Økning i turistankomster til Norge. Økt etterspørsel etter cruisereiser. Produkter tilpasset internasjonale reiselivstrender.
Trusler	Usikkerhet rundt utfallet av den nye Hurtigruteavtalen. Usikkerhet rundt effekten av restrukturering. Konkurrans utsatte omgivelser.

## 4 Regnskapsanalyse

På bakgrunn av regnskapstallene for 2008 og 2009 vurderes måltall for likviditet, rentabilitet og soliditet. For denne oppgavens del velges det kun å bruke årsregnskapene for de 2 siste år. Årsaken til den korte analyseperioden er at selskapet siden fusjonen i 2006 har vært preget av omfattende restrukturering. Ulike kostnadskrevende prosjekter har vært iverksatt og avsluttet og deler av virksomheten er solgt. Måltallene vurderes ut i fra antatt tilfredsstillende krav etter norske forhold. En anvendbar regnskapsanalyse har innslag av benchmarking mot liknende selskaper. HRG er etablert i mange markeder og operer således unikt i sin størrelse og form som reiselivsaktør og speditør. Måltallene representerer selskapet før og etter tilførsel av kapital gjennom emisjoner, og preges noe av det. Med utgangspunkt i fokus på produktområde Hurtigruten Norskekysten presenteres sammenlikningstall fra nasjonale cruise og passasjertransportselskaper. Det presiseres at dette er ment for å gi et oversiktsbilde. Ved å se på forholdstall kartlegges finansiell risiko, og rentabilitetsanalysen gir innsikt i underliggende økonomiske forhold før framtidsbudsjettet skal prognostiseres. Likviditets og soliditetsanalysen gir et bilde av den selskapsspesifikke risikoen. Som bransjesammenlikning brukes følgende selskaper:

- Color Group ASA: Representerer i hovedsak Norges største fergereferi Color Line. Har to kjempeferger som markedsføres som cruiseskip. Tilbyr to døgnns reise tur/retur Oslo-Kiel i tillegg til virksomheter tilknyttet reiseliv og transport. Konsernet omsatte i 2009 for 4,5 MRD NOK (Color Group ASA, 2010).

- Torghatten trafikkelskap ASA, et konsern med hovedvirksomhet innenfor kollektivtrafikk i Norge. Konsernet har også eierinteresser innenfor reiseliv, shipping og godstransport. Selskapet omsatte for 2 MRD NOK i 2008 (Torghatten ASA 2009).

Bransjesammenlikning fra relaterte virksomheter er nyttig for å få et overblikk over HRGs posisjon i forhold til indirekte og direkte konkurrenter. Det presiseres at regnskapsdata for Torghatten ASA er basert på halvårsregnskapet for 2009. Samtlige av bedriftene i sammenlikningsgrunnlaget har prestert bedre resultater fra sine operasjonelle virksomheter enn HRG de senere år. Virksomhetsområder og markeder varierer såpass mellom selskapene at de ikke bør brukes som direkte benchmark.

## 4.1 Likviditet

Likviditetsanalyse har som utgangspunkt å vise en bedrifts evne til å betale løpende forpliktelser. Likviditetsgraden er et mål på hvor mye kortsiktige midler foretaket har i forhold til forpliktelsene selskapet har på samme tidshorisont. Kortsiktig gjeld er forpliktelser som forfaller innen ett år, mens omløpsmidler er midler i foretaket som kan likvideres innen ett år.

$$\text{likviditetsgrad 1} = \text{omløpsmidler} / \text{kortsiktig gjeld}$$

Likviditetsgrad 2 er mye brukt i praksis. Denne finnes ved å trekke fra varelageret i omløpsmidlene. HRG og de sammenliknbare selskapene har ikke bundet særlig kapital i varelager så for videre analyse brukes kun Likviditetsgrad 1. Kristoffersen (2002) argumenterer at likviditetsgrad 1 bør være over 2 etter norske forhold.

**Tabell 13: Likviditetsgrad 1**

Likviditetsgrad 1	2009	2008
HRG	2,1	0,2
Color Group ASA	0,86	0,73
Torghatten ASA	1,6	2

HRG har tilsynelatende tilfredsstillende likviditet til å innfri sine løpende forpliktelser. For 2008 var mye av selskapets langsiktige gjelde klassifisert som kortsiktig i henhold til IFRS regnskapsrapportering. Dette var et resultat av selskapets manglende finansielle evner. Likviditetsgrad for 2009 viser økt kapital gjennom emisjon og ny finansiering gjennom lånebetingelser og økte trekkrettigheter. HRG antas å ha en tilfredsstillende likviditetsgrad pr. 31.12.2009 jamfør anbefalinger etter norske standarder.

## 4.2 Soliditet

Hvor solid bedriften er i dag kan vises på flere måter. Kristoffersen (2002) benytter egenkapitalprosent, gjeldsgrad og rentedekningsgrad som de mest sentrale nøkkeltall for soliditet. Disse ulike gradene angir hvordan bedriften er i stand til å tåle tap. Jo større egenkapital i forhold til totalkapitalen, jo mer solid antas bedriften å være. Soliditetsanalysen for HRG bygger på Kristoffersen (2002) sin argumentasjon.

#### 4.2.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen viser hvor stor prosent av eiendelene som er finansiert med egne midler. Den forteller også hvor mye bedriften kan tape før gjelden også blir påført tap.

Det finnes ingen direkte anbefaling om hvor stor egenkapitalandelen bør være. Norsk selskapslovgivning viser til at ”selskapet til enhver tid skal ha en egenkapital som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet” ((Allmenn)aksjeloven 1997) § 3-4. Generelt vil en høyere andel egenkapital vise til at selskapet er mer solid.

$$\text{Egenkapitalandel (i prosent av total kapital)} = \text{Egenkapital} * 100 / \text{Total kapital}$$

Tabell 14: Egenkapitalandel

Egenkapitalandel	2009	2008
HRG	27 %	17 %
Color Line	25 %	19 %
Torghatten ASA	26 %	28 %

Egenkapitalandelen til HRG samsvarer med sammenliknbare bedrifter. Økningen fra 2008 til 2009 kommer delvis fra emisjonen som tilførte selskapet viktig kapital. Økt soliditet i forhold til egenkapitalandelen gir selskapet grunnlag for lettere å få innvilget kreditter fra sine orretningsforbindelser. I forbindelse med den finansielle restruktureringen fikk HRG betingelser fra sine kreditorer som blant annet inneholder en klausul om egenkapitalandelen skal være minimum 25 % fram til juni 2010. Fra 30. september må egenkapitalandelen være minimum 27,5 % (HRG, Årsrapport 2009). Etter resultatforbedringene mellom 2008 og 2009 viste Hurtigruten at de er i ferd med å snu den negative utviklingen i selskapet.

Egenkapitalandelen antas å kunne holde seg videre på et nivå som reflekterer markedet.

#### 4.2.2 Gjeldsgrad

Gjeldsgrad viser forholdet mellom kapital som er finansiert av utenforstående og kapital som er finansiert av eierne. Den uttrykkes i prosent eller antall ganger. Jo lavere gjeldsgraden er, desto mer solid er bedriften. Kristoffersen (2002) argumenterer at lavere gjeldsgrad gir lavere krav til kontantinntjening og reduserer konkursrisikoen. Videre konkluderer Kristoffersen (2002) med at når gjeldsgraden er mindre enn syv anses den for å være tilfredsstillende, mens

mindre enn to er god gjeldsgrad.

*Gjeldsgraden uttrykkes:  $Gjeldsgrad = Gjeld / Egenkapital$*

**Tabell 15: Gjeldsgrad**

<b>Gjeldsgrad</b>		
	<b>2009</b>	<b>2008</b>
HRG	2,7	5,0
Color Line	2,9	4,2
Torghatten ASA	2,9	2,6

Gjeldsgraden til HRG var høyere en bransjen i 2008, men er etter nye finansielle forutsetninger på nivå med bransjen. Selskapet har ikke foretatt større investeringer da porteføljen av varige driftsmidler er ferdiginvestert inntil videre (HRG, Årsrapport 2009). Gjeldsgraden er fortsatt under 7 i begge år og antatt tilfredsstillende etter norske forhold.

#### **4.2.3 Rentedekningsgrad**

Rentedekningsgraden forteller i hvilken grad selskapet evner å betale finanskostnadene sine. Størrelsen påvirkes av hvor lønnsomt selskapet er og finanskostnadene. Rentedekningsgraden blir således et mål på både soliditet og lønnsomhet. Kristoffersen (2002) argumenterer for at det ikke finnes generelle krav til dette tallet, men et nivå over tre anses for å være bra. Alle verdier under 1 betyr at bedriften ikke klarer å dekke sine finanskostnader. En rentedekningsgrad i området 2-3 viser at bedriften har noe å gå på (Hoff, 2010).

$$Rentedekningsgrad = ((Driftsresultat + finansinntekter) + Finanskostnader) / Finanskostnader$$

**Tabell 16: Rentedekningsgrad**

<b>Rentedekningsgrad</b>		
	<b>2009</b>	<b>2008</b>
HRG	1,6	0,7
Color Group	5,9	1,8
Torghatten ASA	3,8	2,0

Felles for alle selskapene er en økende rentedekningsgrad. Blant annet lavere rentekostnader og endring i valutakurser som følge av makroøkonomiske forhold bidrar til dette. For



Hurtigruten er rentedekningsgraden gått fra ikke tilfredsstillende til dårlig i sammenlikning med konkurrentene.

### 4.3 Rentabilitet

Rentabilitetsanalysen viser avkastningen på kapitalen som er investert i et selskap. Kristoffersen (2002) benytter seg av totalkapitalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet og driftsmargin som viktige nøkkeltall. For analysen vil også HRGs ROCE (avkastning på sysselsatt kapital) vurderes. Fra fusjonsprospektet 2005 (DNB Markets, 2005) satte selskapet et mål om ROCE på 10 %.

#### 4.3.1 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten måler en bedrifts avkastning på den samlede kapitalen som er bundet i bedriften. Rentabilitetsmålet gir et uttrykk for nivået på inntjeningen i perioden og hvor effektiv bedriften har vært i forvaltningen av ressursene uavhengig av finansiering (Kristoffersen, 2002).

*Totalkapitalrentabilitet = (Driftsresultat + finansinntekter)\*100 % / Gjennomsnittlig totalkapital.*

Tabell 17: Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabilitet		
	2009	2008
HRG	3,03 %	-2,05 %
Color Line	10,18 %	7,80 %
Torghatten ASA	5,93 %	10,44 %

Hoff (2002) argumenterer at bedriften bør ha som mål at avkastningen til investorene skal ligge omentrent fem prosent høyere enn det de ville fått ved å plassere pengene i en risikofri investering. Trenden er at sammenlikningsbedriftene klarer dette mens HRG ikke innfrir. Trenden går likevel i positiv retning for HRG.

#### 4.3.2 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten er mest interessant for eierne. Den viser avkastningen på eiernes investering i bedriften. Endringer i egenkapitalrentabiliteten viser hvordan tidligere

investeringer utvikler seg (Kristoffersen, 2002). Egenkapitalrentabiliteten brukes typisk som benchmark mellom selskaper for investorer. Avkastningen på egenkapitalen vurderes ut i fra risiko ved selskap og bransje. En investor vil vurdere avkastningen mot alternativene i risikofrie plasseringer og andre finansielle instrumenter.

*Egenkapitalrentabilitet (før skatt) = Ordinært resultat før skatt\*100 % / Gjennomsnittlig egenkapital*

**Tabell 18: Egenkapitalrentabilitet**

Egenkapitalrentabilitet		
	2009	2008
HRG	-7 %	-37 %
Color Group	44 %	-7 %
Torghatten ASA	13 %	0 %

Beregningene viser positiv utvikling i egenkapitalrentabiliteten mellom 2008 og 2009. Viktige grunner til dette er resultatforbedringer som følger av makroøkonomiske forhold. For HRG er egenkapitalrentabiliteten fortsatt negativ, noe som indikerer at avkastningen til eierne er negativ. Tiltak er iverksatt gjennom prosjekt Svart Belte, kostnadskutt og et mer operasjonelt fokus. Hurtigruten har et kortsiktig mål om lønnsom drift i 2010 (HRG, Årsrapport 2009).

### 4.3.3 Driftsmargin

Med driftsmargin menes hvor mye selskapet får igjen per omsatte krone. Jo høyere dette forholdstallet er jo mer tjener bedriften på omsetningen. I følge Kristoffersen (2002) vil kravet til driftsmarginen avhenge av både bransje og risikoen selskapet påtar seg.

*Driftsmargin = Driftsresultat\*100 % / Driftsinntekter*

**Tabell 19: Driftsmargin**

Driftsmargin		
	2009	2008
HRG	3 %	-7 %
Color Group	14 %	13 %
Torghatten ASA	6 %	6 %

Som med de fleste andre nøkkeltall viser også driftsmarginen til HRG en forbedring, men selskapet presterer under bransjen. Trenden er imidlertid også her positiv og kommer blant annet av resultatforbedringen fra 2008-2009 som var bedre enn forventet (HRG, Årsrapport 2009).

#### **4.4 Konklusjon av regnskapsanalysen**

HRG har gjennom innskutt kapital blitt mer likvid og har et fått et forbedret utgangspunkt for å ta seg av løpende forpliktelser. Selskapet har inngått avtaler med kreditorer som inneholder gunstigere finansielle betingelser, og har så langt innfridd de krav som ble stilt av kreditorene. Med den positive utviklingen i resultat og stabilisering av oljeprisen samt at det ikke forestår store investeringer i driftsmidler, antas HRG å kunne beholde en tilfredsstillende likviditet i analyseperioden.

Soliditeten i selskapet viser at selskapet har opplevd en forbedring fra 2008 til 2009. Egenkapitalandelen avviker ikke mye fra sammenlikningsbedriftene i 2009, men sammenliknet med gjennomsnittet for børsnoterte bedrifter i 2008-2009 (ca. 40 % egenkapitalandel) ([www.ssb.no](http://www.ssb.no) hentet 27.3.2010), viser nøkkeltallet at bedriften ikke har spesielt høy egenkapitalandel. I prospektet fra fusjonen i 2005 var målsetningen en egenkapitalandel på 35 % (DNB Markets 2005). HRG har gått fra ikke å kunne dekke sine rentekostnader i 2008, til å ha en rentedekningsgrad på 1,6. På bakgrunn av at selskapet antas å kunne være likvid med potensial for resultatforbedringer i analyseperioden, antas rentedekningsgraden å forbedre seg. Dette kommer også til uttrykk i selskapets gjeldsgrad. HRG er således i stand til å tåle et eventuelt tap på kort sikt uten å risikere konkurs. Med den finansielle strukturen som er etablert i selskapet i restrukturering og emisjonsprosessene, antas soliditeten å holde seg på dagens nivå med muligheter for forbedringer. Rentabiliteten i selskapet bærer preg av kapitalinnskudd. Eierne fikk i motsetning til sammenlikningsbedriftene ikke avkastning på sin kapital. Forbedringen i egenkapitalrentabiliteten fra 2008-2009 viser en ny retning for selskapet og er i tråd med de målsetninger som er satt av ledelsen (HRG, Årsrapport 2009). Totalkapitalrentabiliteten og egenkapitalrentabiliteten er fortsatt ikke på et tilfredsstillende nivå. Gjennomsnittlig hadde markedsporteføljen (Oslo børs) en driftsmargin på 15 % i årene 2008-2009 ([www.ssb.no](http://www.ssb.no) hentet 27.3.2010). HRG presterer langt dårligere, men trenden i følge konsernledelsen er

overraskende positiv (HRG, 4. kvartal 2009). ROCE = Avkastning på sysselsatt kapital viser for HRG i 2009 3,3 %. Beregningen av sysselsatt kapital kommer fram av følgende:

$$(Driftsresultat + Finansinntekter) * 100 / (Gj.snittlig total kapital - Gj.snittlig "rentefri gjeld")$$

ROCE ligger fortsatt godt under målsetningen i prospektet fra fusjonen i 2005. Her hadde selskapet en uttalt målsetning om avkastning på den sysselsatte kapitalen tilsvarende 10 %.

**Tabell 20: Oppsummering regnskapsanalyse HRG**

Regnskapsanalyse	2008	2009	Trend
<b>Likviditet</b>			
Likviditetsgrad 1	0,2	2,1	Positiv
<b>Soliditet</b>			
Egenkapitalandel	17 %	27 %	Positiv
Gjeldsgrad	5	2,7	Positiv
Rentedekningsgrad	0,7	1,6	Positiv
<b>Rentabilitet</b>			
Totalkapitalrentabilitet	-2,05 %	3,03 %	Positiv
Egenkapitalrentabilitet	-37 %	-7 %	Positiv
Driftsmargin	-7 %	3 %	Positiv

## 5 Verdsettelsesteori

En teoretisk verdsettelse av HRG baseres på den strategiske analysen, offentlig tilgjengelig informasjon om selskapet, bransjen og prognoser på framtidig utvikling. Som børsnotert foretak plikter HRG å avlegge årsregnskap etter den internasjonale regnskapsstandarden IFRS. Denne regnskapsstandarden er balanseorientert og bedriftens balanse reflekterer i større grad reelle markedsverdier framfor historisk kost. Framstillingene av verdsettingsteori tar utgangspunkt i Boye og Meyer (2008). Her presenterer ulike verdsettingsmetoder og teorien viser at verdien av et selskap vil variere alt etter hvilken metode man vektlegger. Gjennom presentasjon av modellene drøftes deres relevante bruksområder og tilpasning til verdsetting av HRG.

### 5.1 Balansebaserte modeller

#### 5.1.1 Substansverdi

Substansverdien er basert på differansen mellom markedsverdien av egenkapitalen og markedsverdien av gjelden. Boye og Meyer (2008) argumenterer at selv om regnskapet er basert på IFRS, bør det foretas en selvstendig vurdering av eiendelene når man foretar substansverdiberegning. Reelle verdier tilknyttet anleggsmidler er det som ofte gir utslag da bokført verdi kan avvike fra reell. For å finne reelle verdier er man avhengig av å ha et fungerende annenhåndsmarked. For HRG vil også en vurdering av reelle verdier på utleieavtaler av skip være en kilde til informasjon om substansverdien. Alternativet til å regne salgsverdien av anleggsmidler vil være å benytte seg av gjenanskaffelsesverdier justert for slitasje og elde. En substansverdivurdering tar utgangspunkt i sist tilgjengelige balanseregnskap. Dette korrigeres da for eventuelle endringer i verdier av eiendeler. HRG er også aksjonær i en rekke selskaper. Deler av disse verdipapirer kan være vanskelig omsettelig eller det finnes ingen sammenliknbare transaksjoner. Forskjellen mellom anskaffelseskost og reell verdi kan være stor. Avhengig av flytende eller fast rente vil gjeldens verdi variere mellom bokført og reell. Ved flytende rente vil verdiene samsvare. Videre vil også substansverdien avhenge av goodwill som er en verdi på selskapets merverdi ved utnyttelse av eiendelene. Goodwill gjenspeiler hvorvidt selskapet får mer eller mindre ut av eiendelene enn andre virksomheter. Boye og Meyer (2008) argumenterer for at verdsetting ved substansverdi passer best for mindre, personavhengige foretak i bransjer med lett etableringsadgang.

### **5.1.2 Matematisk verdi**

Den regnskapsmessige verdien av egenkapitalen utgjør selskapets matematiske verdi. I følge Boye og Meyer (2008) brukes denne modellen gjerne som et verdigrunnlag i aksjonæravtaler eller i forbindelse med selskapsvedtekter. Metoden er lite brukt på grunn av regnskapsstørrelser basert på historisk kost. I et IFRS regnskap vil tilnærmingen gi noe mer reelt syn på verdiene.

### **5.1.3 Likvidasjonsverdi**

Likvidasjonsverdi gir et uttrykk for det minste beløpet aksjonærene kan forvente å sitte igjen med om de velger å avvikle driften. Verdsettingen baserer seg i likhet med substansverdimetoden på bokførte verdier av egenkapitalen. Substansverdimetoden forutsetter imidlertid fortsatt drift i selskapet og vil således reflektere en høyere verdi. Ved ren likvidasjon vurderes eiendelene til det de kan selges for innen en kort tidshorisont samt at kostnader forbundet med salg tilkommer vurderingen. HRG har avlagt årsregnskap etter forutsetningen om fortsatt drift og en likvidering av selskapet er usannsynlig.

## **5.2 Multiplikatormodeller**

Multiplikatormodeller er enkle og raske å beregne. Metoden er mye brukt som verdiindikator i bransjer med stor grad av sammenliknbarhet. De vanligste forholdstallene for en multiplikator til verdsetting er:

### **5.2.1 Pris / Fortjeneste**

Pris/Fortjeneste, heretter forkortet P/E, er en indikator som viser forholdet mellom aksjekurs og inntjening. Indikatoren står for det gjennomsnittelige forholdet mellom børskursen og årsresultatet. P/E beregnes på bakgrunn av historiske regnskapstall, eller analytikerens gjennomsnittlige estimater for inntjening ett år fram i tid. Metoden brukes som et verktøy for å sammenlikne et selskaps multippel med tilsvarende multippel hos et annet selskap, gjerne i samme bransje. Verdsettingen av selskapet ved bruk av P/E gjøres ved å multiplisere årets resultat med P/E tallet. For HRG som har stor variasjon i produktområder, vil det være en utfordring å finne et børsnotert selskap som er sammenlignbart. I følge Norges Bank finnes det både fordeler og ulemper med metoden. Dersom inntjeningen for et selskap er syklisk og volatil, vil indikatoren kunne være høy i lavkonjunktur og lav i høykonjunktur, og det kan

være vanskelig å skille ut eventuell variasjon i indikatoren som skyldes variasjon i risikopremien på aksjer. Fordelen med å benytte inntjeningsestimater ved beregning av P/E, er at analytikernes estimater for framtidig inntjening i mindre grad påvirkes av tilbakelagte ekstraordinære hendelser (<http://www.norges-bank.no/> lest 27.3.2010).

### **5.2.2 Pris / Bok**

P/B er også en mye brukt multipl. I denne modellen benyttes bokført egenkapital og aksjekursen. Ved bruk av denne metoden i verdsettelse kreves det innsikt i den reelle verdien av egenkapitalen til et selskap. Dersom bokført verdi er tilnærmet reell vil resultatet av modellen reflektere det investorene vil sitte igjen med dersom virksomheten likvideres.

## **5.3 Kontantstrømsanalyse**

Analyse av kontantstrøm er summen av nåverdien til alle framtidige kontantoverskudd for bedriften. Bakgrunnen for å kunne gjøre en slik analyse er et utviklet syn på bedriftens framtidige omsetning, kostnadsnivå og utviklingen knyttet til gjeld og eiendeler. Prognosene man gjør på framtidige kontantstrømmer diskonteres med en diskonteringsfaktor og antatt nåverdi framkommer. Kontantstrømanalysen tar utgangspunkt i historiske data og supplerer med estimater for framtiden. Hvor mange år som tas med i estimater vil variere, men Boye og Meyer (2008) anbefaler 7-15 år. En kontantstrømbasert metode er i følge (Boye og Meyer 2008) den anbefalte metoden. Dette argumenterer Boye og Meyer (2008) med utgangspunkt i at det som gir en bedrift verdi, er kontantoverskuddene den vil generere.

Kontantstrømmetoden kalles også for DCF - metoden (DCF = Discounted Cash Flow). For å beregne verdien av et selskap finnes det to alternativer: Kontantstrøm til totalkapitalen og kontantstrøm til egenkapitalen. Disse omtales totalkapitalmetoden og egenkapitalmetoden. Ved totalkapitalmetoden finner man verdien på selskapet ved å diskontere de fremtidige kontantstrømmene som er tilgjengelige til alle kapitalyterne med et avkastningskrav som reflekterer selskapsrisikoen. Videre finnes verdien av egenkapitalen ved å trekke i fra selskapets gjeld. Kontantoverskuddet som beregnes går til betjening av egenkapitalen og rentebærende gjeld. Alternativt brukes egenkapitalmetoden ved å estimere årlig kontantstrøm til egenkapitalen og neddiskonterer denne med et avkastningskrav. Boye og Meyer (2008) argumenter at problemer med egenkapitalmetoden kan være at kravet til avkastning på egenkapitalen vil endres ettersom kapitalstrukturen endres. Ved bruk av totalkapitalmetoden

diskonterer man med et konstant avkastningskrav mens ved Egenkapitalmetoden kan det bli vanskelig å sammenstille kontantstrøm med riktig diskonteringsfaktor. Boye og Meyer (2008) anbefaler i de aller fleste tilfeller å bruke total kapitalmetoden. Etter prognoseperioden settes en antatt evig vekst (terminalverdi) basert på Gordons formel (Boye og Meyer 2008).

**Tabell 21: Oppsummering verdsettelsesteori**

Verdsettelsesteori	
Balansebaserte modeller	Verdivurderinger basert på bokførte, eller virkelige verdier av eiendeler og gjeld. Utfordring å kunne anslå virkelig verdi av eiendeler.
Multiplikatormodeller	Verdivurderinger basert på forholdet mellom verdi og verdidriver <i>multiplikator</i> . For eksempel P/E (pris pr. aksje dividert med resultat pr. aksje), P/B (pris pr. aksje dividert med bokført verdi av egenkapitalen pr. aksje). Enkel og rask måte å beregne selskapsverdi. Verdianslaget krever sammenliknbare selskaper (bransje).
Kontantstrømanalyse	Budsjetterte framtidige kontantstrømmer til kapitalen i selskapet. Nåverdien av disse avhenger av avkastningskrav til kapitalen og utgjør selskapsverdien. Varierende grad av usikkerhet knyttet til utvikling og terminalverdi.



## 6 Avkastningskrav

”... fastsettelse av et avkastningskrav er langt fra en eksakt vitenskap, men er snarere en blanding av god teori og fornuftig skjønn” (Gjesdahl og Johnsen, 1999).

Avkastningskravet til HRG brukes i fastsettelse av verdien til egenkapitalen og totalkapitalen. For å kunne diskontere framtidige kontantstrømmer er analysen avhengig av et relevant mål på avkastningen. Kravet til avkastning knytter seg til systematisk selskapsspesifikk risiko og påvirkes av eksterne faktorer som for markedet er gitt.

### 6.1 Egenkapitalkravet

I første omgang trenger analysen et avkastningskrav til egenkapitalen i selskapet. Kapitalverdimodellen (CAPM) benyttes så videre til å regne ut avkastning til totalkapitalen (WACC) som benyttes i totalkapitalmetoden. Avkastningskravet for en virksomhet er den avkastning som er nødvendig over tid for å trekke kapital til virksomheten. Gjesdahl og Johnsen (1999) argumenterer at kravet kan defineres som den forventede avkastning kapitalmarkedet tilbyr på plasseringer med samme risiko som selskapet.

Boye og Meyer (2008) definerer krav til egenkapitalen som:

$$ekk = \text{risikofri rente} + \text{risikopremie} + \text{illikviditetspremie}$$

Gjesdal og Johnsen (1999) definerer illikviditetspremien som aktuell for mindre likvide selskaper og i særdeleshet for ikke-børsnoterte aksjer. HRG er børsnotert og inndelt i gruppen som tilhører OB Match listen. OB Match er aksjer med flere en ti handler i snitt hver dag. For videre analyse brukes ikke en likviditetspremie i beregning av avkastningskrav. For å beregne avkastningskravet til egenkapitalen benyttes videre kapitalverdimodellen som beskrevet i Gjesdal og Johnsen (1999).

Egenkapitalkrav etter skatt:

$$CAPM = R_f(1-S) + \beta ek(R_m - R_f(1-S))$$

**Notasjon:**

$CAPM = ekk = \text{egenkapitalkrav etter skatt}$

$R_f = \text{risikofri rente}$

$S = \text{skattesats (28 \%)}$

$R_m = \text{Markedets risikopremie}$

$\beta_{ek} = \text{Egenkapitalbeta (systematisk risiko)}$

**6.1.1 Risikofri rente**

Risikofri rente representerer en investors alternative risikofri plassering av kapital. Risikofri rente vil bli tydet som en mellomlang statsrente (Gjesdal og Johnsen, 1999). I denne oppgaven brukes et estimat på risikofri rente. Den risikofrie renten som brukes i analyseøyemed er også sentral i diskontering av kontantstrømmer langt fram i tid. Framgangsmåten som velges i denne analysen er å bruke en vektning av statsobligasjoner med henholdsvis kortere og lengre gjenstående løpetid. Renten representerer en norsk syntetisk 5 års statsobligasjonsrente og er på 3,33 % ([www.norgesbank.no](http://www.norgesbank.no) lest 20.04.2010).

**6.1.2 Markedets risikopremie**

Risikopremien er den meravkastning som investorer oppnår utover den risikofrie renten ved å investere i markedsporteføljen. Markedets risikopremie kan baseres på at historiske data gjenspeiler framtiden, eller et estimat på utvikling i framtiden. Førsteamanuensis ved Handelshøyskolen i Tromsø, Espen Sirnes, har på grunnlag av data for perioden 1915-2009 beregnet risikopremien i det norske aksjemarkedet til 5,4 % (<http://www.espensirnes.blogspot.com> lest 13.5.2010). Dimson, Marsh og Staunton (2002) gjorde omfattende beregninger av historisk risikopremie i 16 land over en periode på ca. 100 år. Resultatet ble en risikopremie på 4-5 %. Analysen viser til at markedets risikopremie i Norge ligger i det øvre sjiktet av observasjonene. Markedets risikopremie settes i denne analysen til historisk gjennomsnittlig lik 5,4 %.

### 6.1.3 Betaestimat

Betaverdien er et mål på systematisk risiko investorer tar på seg vi å investere i en aksje. Aksjens betaverdi viser korrelasjonen mellom aksjekursen og markedet som helhet.. Markedet vil alltid ha en betaverdi på 1. Et spesifikt selskap vil ved å ha en betaverdi større en 1, ha større svingninger i kursen i forhold til markedet, og motsatt ved en betaverdi mindre en 1. Selskapets betaverdi finnes på basis av historiske aksjekurser og markedsavkastningen. Betaverdien kan da beregnes ved en enkel regresjonsanalyse mellom avkastning på selskapet og markedet. Regresjonsanalysen baseres kun på historisk data og er ikke et nøyaktig mål på framtiden men et estimat. Boye (2008) argumenterer for en tommelfingerregel hvor man bruker fem års månedstall. Siden TFDS og OVDS ble børsnotert som det konsoliderte HRG i 2006, brukes månedstall fra børsnoteringen fram til i dag. I regresjonsanalysen plottes de månedlige observasjoner fra april 2006 til mars 2010. Dette tilsvarer 45 avkastningstall. Regresjonen gir følgende resultat (Appendiks 12.5)

Egenkapitalbeta for HRG = 0,7334

Dagens Næringsliv publiserer estimat for 1- årige betaverdier. For HRG er verdien pr. 25.5.2010 cirka 0,9 ([www.dn.no](http://www.dn.no) lest 25.5.2010). For analyseformål brukes videre betaverdien med basis i regresjonsanalysen avrundet til 0,8.

### 6.1.4 Beregning av egenkapitalkravet

Ut i fra beregningene og observasjonene beskrevet tidligere kan kravet til egenkapitalen i HRG beregnes.

**Tabell 22: Krav til egenkapitalavkastning**

CAPM	
Risikofri rente	3,33 %
Skatt (28 %)	28 %
Risikofri rente etter skatt	2,40 %
Egenkapitalbeta	0,8
Risikopremie etter skatt	3,90 %
Likviditetspremie	0
Egenkapitalkrav etter skatt	5,52 %

### 6.1.5 Kapitalkostnadsmodellen

Akkumulert verdi av framtidige kontantstrømmer framkommer som et resultat av diskonterte kontantstrømmer til totalkapitalen. Avkastningskravet til totalkapitalen, WACC beskrives av (Gjesdahl og Johnsen, 1999) som ”..avkastning en representativ investert krone må gi over tid for å betjene kreditorer og eiere samlet”. Alternativkostnaden gjenspeiler typisk kostnad ved å investere i et bestemt selskap framfor alternative selskaper i samme risikogruppe.

WACC beregnes på følgende måte:

$$WACC = R_g (1-S) + R_e * E/T$$

#### **Notasjon:**

*WACC = weighted average cost of capital = avkastningskrav til totalkapitalen*

*R<sub>g</sub> = Gjennomsnittlig lånerente*

*G = Rentebærende gjeld*

*T = Totalkapital*

*R<sub>e</sub> = CAPM*

*E = Egenkapital*

*S = skattesats*

Fra selskapets årsrapport for 2009 bekreftes det at det aller meste av lån i selskapet er tatt opp med flytende rente og i norske kroner. Gjennom opptak av et konvertibelt lån som pr. 1.januar 2008 var på 140 MNOK beregnet selskapet en effektiv rente på 11 %. HRG bruker renteswapper som sikring på store fluktuasjoner i renter, og opplyser i årsrapporten for 2009 at hovedstolen på utestående renteswapper pr. 31. desember 2009 var 1 500 MNOK hvor den faste rentesatsen er ca. 5,3 %. HRG har pr. 31.12.2009 langsiktig lån på 3 687 543 MNOK. Hovedtyngden av lånet er banklån. I den videre analysen brukes gjennomsnittlig lånerente 6,87 %. Dette tilsvarer gjennomsnittlige rentekostnadene til selskapet i 2009. HRG har en lang horisont for driften og lånerenten er i denne sammenheng ment å representere en historisk reell rente.

**Tabell 23: Avkastningskrav totalkapital**

WACC	
Gjennomsnittlig lånerente	6,87 %
Etter skatt (28 %)	4,95 %
CAPM	5,55 %
Totalkapital	6204888
Egenkapital	1656875
WACC	6,43 %

### 6.1.6 Terminalverdi

Terminalverdien er ment å reflektere den evige veksten i selskapet og settes som referanse fra siste prognoseår. Veksten etter terminalverdien diskonteres på samme måte som prognoseårene ved korrigerings av avkastningskravet til totalkapitalen (WACC). Metoden for å gjøre dette er Gordons formel som beskrevet i Boye og Meyer (2007).

$$\text{Terminalverdi} = N / R t - V$$

**Notasjon:**

$N = \text{Normalresultat etter skatt}$

$Rt = WACC = \text{Avkastningskrav til totalkapitalen}$

$V = \text{Årlig vekst}$

På bakgrunn av konkurransesituasjonen og eksterne faktorer som beskrevet i den strategiske analysen settes den evige veksten til 0,5 % utover den generelle prisstigningen.

Alternative vekstfaktorer vil simuleres.

**Tabell 24: Oppsummering kapittel 6**

Avkastningskrav	
Egenkapitalkravet	Avkastning til egenkapitalen som er nødvendig for å trekke kapital til selskapet. Kravet reflekterer den forventede avkastning kapitalmarkedet tilbyr på plasseringer med samme risiko som HRG. Beregning av egenkapitalkravet gjøres ved bruk av kapitalverdimodellen ( $CAPM = R_f + \beta_{ek}(R_m - R_f)$ )
Risikofri rente ( $R_f$ )	Investors alternative risikofrie plassering av kapital. Typisk brukes mellomlange statsobligasjoner.
Markedets risikopremie ( $R_m$ )	Investors meravkastning utover den risikofrie renten ved å investere i markedsporteføljen.
Betaestimat ( $\beta_{ek}$ )	Mål på systematisk risiko knyttet til investering i aksjen
Kapitalkostnadsmodellen	Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC). Kravet representerer den avkastning en investert krone må gi over tid for å betjene eiere og kreditorer.

## **7 Framtidsbudsjett**

Den strategiske analysen, regnskapsanalysen samt historikken til selskapet gir forutsetninger for å budsjettere HRGs framtidige frie kontantstrøm til totalkapitalen.

Analysen vil inneholde forutsetninger basert på skjønn og forventninger om framtiden.

For å avdekke mulige utfall benyttes forventet, pessimistisk og optimistisk tilnærming til budsjetteringen. I tillegg vil analysen også korrigeres for sensitivitet i forhold til operasjonell risiko som i hovedsak er oljepris. I tillegg vurderes ulike utfall av aktive kostnadskuttprosesser i selskapet. I den videre analysen vil hovedfokuset være knyttet til forutsetningene til driften av hurtigruteskipene langs norskekysten. Explorer virksomheten vil ha klare paralleller når det gjelder de operasjonelle forutsetningene.

Før presentasjon av antatt utvikling av viktige forutsetninger for lønnsomhet, presenteres i korte trekk HRGs omfattende 5 steps restruktureringsprogram som presentert i forbindelse med emisjonen i 2009. Deler av restruktureringsplanen er iverksatt, og målet er å kunne etablere en langsiktig bærekraftig finansiell og strategisk plattform for videre vekst (HRG, Årsrapport 2009).

### **7.1 Restruktureringsplanen**

#### **7.1.1 Svart Belte**

Programmet legger vekt på økte inntekter gjennom å øke utnyttelsesgraden på hurtigruteskipene gjennom vinter og skuldervesongene, i tillegg til å øke utnyttelsesgraden i sommersesongen. I emisjonsprospektet (2009) konkretiserer HRG planene og beskriver at forbedringene blant annet skal gjøres gjennom å industrialisere arbeidsprosessene globalt, og implementere et forbedret IT-system for booking og salg. Det presiseres viktigheten av å få lansert en webbasert bookingløsning som gjør det enklere å bestille via nettet. Så langt har effekten av Svart Belte vært positiv (HRG, Årsrapport 2009).

#### **7.1.2 Redusere gjeld**

Deler av virksomheten er solgt. Dette gjelder i hovedsak hoteller, reisebyråer, ferge og hurtigbåtvirksomhet. Eierpostene i busselskapet AS TIRB og godstransportselskapet Nor Lines AS opprettholdes inntil videre. Ved framlegging av 4. kvartal 2009 ga konserndirektør

Olav Fjell uttrykk for at innsatsen rundt salg av eierpostene var stanset inntil videre. Det vil ikke budsjetteres framtidige kontantstrømmer eller likviditetsgevinster som følge av et eventuelt salg for disse delene av selskapets virksomheter. Utviklingen i AS TIRB og Nor Lines AS antas å utvikle seg i henhold til prisstigning med utgangspunkt i de siste års resultater. I HRGs presentasjon av emisjonen fra 2008 opplyses det at selskapet vurderer å selge deler av Explorer virksomheten (Presentasjon 2008). Ingen offentlig informasjon har i ettertid bekreftet at dette vil kunne skje. For analysen vil det ikke foretas større justeringer i selskapet gjeld utover normale transaksjoner.

### **7.1.3 Kostnadsreduksjon**

Kostnadskuttprogrammet ble introdusert tredje kvartal 2008. Et at hovedpunktene har vært reduksjon i Salg, generelle og administrative kostnader med 150 mill. årlig – full effekt fra 2010. Dette vil totalt tilsvare en reduksjon på 35 % med utgangspunkt i 2008 tall (Presentasjon 2008). Viktige elementer i selskapets kostnadsreduksjonsprogram er restrukturering av distribusjonssystemet med reduksjon i antall callsentre fra 8, til 2 store sentre plassert i lavkostland. Fokus er også sterkt rettet mot den interne organiseringen av arbeidsprosesser hvor dobbelfunksjoner elimineres. HRG har fra 2008 hatt som målsetning å redusere antall ansatte på land fra omentrent 400 til 200. En allerede utført operasjon er endring av ledelsesstruktur fra konsernmodell til en modell for bedriftsledelse. Dette har medført at antall direktører i organisasjonen er redusert med 50 %. I prognoseperioden antas det at selskapet har videre suksess med kostnadskuttprogrammet.

### **7.1.4 Hurtigruteavtalen**

Den reforhandlede avtalen som kom på plass i 2008 antas videreført for HRG. Seilingene langs kysten er nå ute på anbud. I følge Årsrapport 2008 og 2009 vil HRG gi sitt tilbud på bakgrunn av potensial for å skape lønnsomhet for sine aksjonærer. Den reforhandlede avtalen beskrives i Årsrapport 2008 som kritisk for å kunne sikre videre drift. Subsidiene fra Staten antas i analysen å videre ligge på nivå med 2009.

### **7.1.5 Finansiell restrukturering**

Omfattende tiltak har blitt iverksatt og gjennomført i forhold til finansieringen av selskapets drift. Regnskapsanalysen i kapittel 3 viser effekter og beskriver dette nærmere. Jamfør kapittel 7.1.2 har også HRG jobbet aktivt med å selge eiendeler for å forbedre likviditeten i



selskapet. I Årsrapport for 2009 bekrefter selskapet at de har innfridd krav stilt fra kreditorer i forbindelse med restruktureringen. For prognoseperiode endres ikke forutsetningene for finansiering av driften.

## **7.2 Driftsinntekter**

Den mest avgjørende faktor for framtidig lønnsomhet vil være passasjerinntektene til Hurtigruteskipene innenfor produktgruppene Hurtigruten Norskekysten og Explorer. Samlet representerer disse over 80 % av selskapets driftsinntekter og defineres som kjernevirksomhet. Situasjonen de senere år har vært at skipene langs norskekysten seiler med ledig kapasitet store deler av året.

Passasjerinntekter fra Hurtigruten Norskekysten deles opp i

- rundreise og
- distansereisende

Ved å sammenstille disse finner vi inntekten fra passasjertrafikken. Med ledig kapasitet vil graden av dekning på tilgjengelig belegg gi oversikt over hvor mye man potensielt kan tjene. Graden av dekning vil også avhenge av konkurransesituasjonen i bransjen. Økt konkurranse gir prispress spesielt for distansereisende som bruker skipene i forbindelse med kortere transportetapper. Analysen tar utgangspunkt i en positiv effekt av vintersatsningen samt at trender, og selskapets posisjon som markedsleder tilknyttet polare cruisereiser opprettholdes i analyseperioden. Med basis i gjestedøgn for Hurtigruten Norskekysten 2009, antas en økning i dekningsgrad i analyseperioden på 8,5 % fordelt på rundreise og distansepassasjerer. På bakgrunn av trender i retning økt popularitet av kortferie, satsning på kurs og konferanse samt prisreduksjon for passasjerer som kun kjøper transport, økes volumet noe mer fra distansepassasjermarkedet.

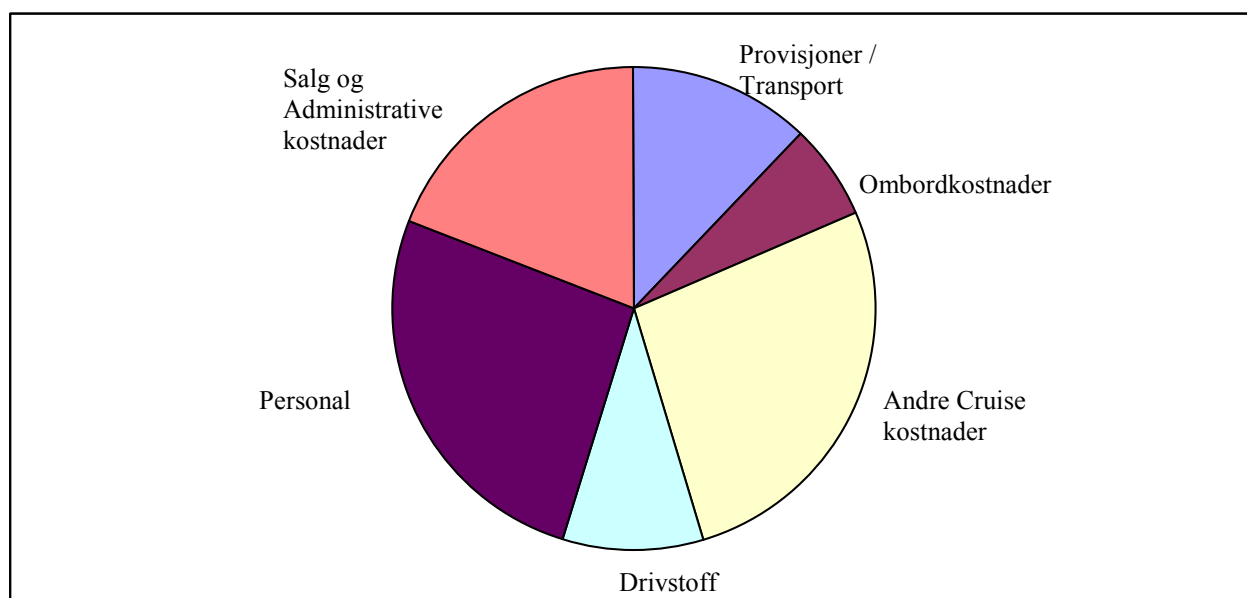
## **7.3 Utleie av skip**

Gjennom utleie har HRG klart å optimalt utnytte kapasiteten knyttet til det nyeste skipet M/S Finnmarken. Inntektene fra utleie er regnskapsmessig allokert til Øvrig virksomhet. For 2009 utgjorde inntektene fra utleie cirka 200 MNOK, og bidrar svært positivt. Utsiktene for 2010 er et enda høyere bidrag fra utleie (HRG, Årsrapport 2009). Dagens leiekontrakt, som starter primo 2010, varer i ett og et halvt år hvor leietaker har opsjon på forlengelse. Kontrakten som

strekker seg over 18 mnd. har en beregnet verdi på 700 MNOK. Chartring av skip har vist seg svært lønnsomt (HRG, Årsrapport 2009). I prognoseperioden (8 år) antas det at selskapet har 1 skip utleid til enhver tid i 3 år. Inntektene fra dette baseres på informasjon om siste aktuelle utleiekontrakt (200 mill. pr. år).

## 7.4 Driftskostnader

Første kvartal 2010 ble selskapets kostnader på konsernnivå presentert for første gang i detalj. Hurtigrutens presentasjon av resultat for 1. kvartal gir følgende allokering av kostnader.



**Figur 10: Fordeling, drifts- og administrative kostnader basert på tall fra 1. kvartal 2010 (HRG, 1. kvartal 2010)**

Første kvartal 2010 var preget av en resultatforbedring på 55 MNOK for produktområdet norskekysten. I tilknytning til omsetningsøkningen fikk selskapet 22 MNOK kroner i økte kostnader. Siden analysen ikke har inngående kjennskap til selskapets kostnadsstruktur benyttes eksempelet for første kvartal 2010 som omregningsbrøk. En prosents økning i omsetning må da kompenseres med  $(22/55) = 0,4$ . En økning på 100 i salgsinntekter tilsvarer 40 i økte kostnader. For enkelhetsskyld fordeles kostnadene relatert til større omsetning direkte til lønns og personalkostnader.

### 7.4.1 Drivstoff

Hurtigrutens skip bruker 70 millioner liter drivstoff i løpet av ett år. Om lag 70 prosent av dette er tungolje, eller bunkerolje ([www.dn.no](http://www.dn.no) lest 12.4.2010). Bunkerskostnadene utgjør en vesentlig del av kostnadene innenfor all transportvirksomhet som selskapet driver. Utslagene av økte drivstoff-, og oljepriser kan bli store, og vil redusere selskapets resultater. Oljen kjøpes i dollar og pund samt terminkontrakter inngås for å redusere risikoen. HRG har lidd under ustabile oljepriser de senere år. Toppen ble nådd i 2008 da prisen var 140 dollar pr. fat. Med usikkerheten rundt den økonomiske utviklingen i verden vil det være vanskelig å forutse hvilket nivå olje og oljeprodukter vil ligge på. Pr. 1. april 2010 lå oljeprisen på cirka 83 dollar per fat. Global økonomisk utvikling, investeringsnivået og privat forbruk er avgjørende for den framtidige oljeprisen.



**Figur 11: Oljepris standard kvalitet** ([www.e24.no](http://www.e24.no) lest 3.4.2010)

Forbruket av bunkersolje for Hurtigruten Norskekysten var per 31.12.2009 69 575 tusen liter. Dette er en nedgang på omentrent 10 % fra 2008. I tillegg har redusert oljepris gitt en redusert kostnad pr. liter fra 4,44 i 2008 til 3,54 i 2009. Forbrukes antas å holdes på et nivå rundt 70 000 tusen liter i analyseperioden. Prisen på bunkersoljen beregnes relativt ut i fra oljeprisen. For analyseperioden antas en vekst i oljeprisen på 2 % per år relativt til prisen notert mai 2010 som er rundt \$ 80 fatet. Prisen antas perfekt korrelert med bunkerspris. Etter 5 år vil da prisen pr. liter bunkersolje være lik gjennomsnittlig pris per liter bunkers 2009 (3,54), ganger prisøkningen ( $3,54 * 1,02^{10} = 4,31$  NOK). Dette tilsvarer en oljepris på cirka \$ 97 i terminalåret. Et eksogent sjokk i form av økte oljeprisen vil simuleres i kontantstrømanalysen.

#### **7.4.2 Personal og lønnskostnader**

Lønnskostnader er en funksjon av antall ansatte og gjennomsnittlig lønnskostnad. Kostnaden reflekteres i brutto passasjerkostnad per gjestedøgn. HRG benytter seg i all hovedsak av norsk arbeidskraft, beskrankninger for påvirkning av lønningene er tariffavtaler og minstelønn fastsatt av myndighetene. Selskapet har med dagens kapasitetsutnyttelse et mål om å effektivisere prosesser som gjør det mulig å nedbemanne. Økt operasjonell aktivitet vil naturlig øke lønnskostnader, men med fokus på nedbemanningen antas lønnskostnader å reduseres i de nærmeste år for så å stabilisere seg. Emisjonsprospektet fra 2008 baserer kuttene på 70 MNOK årlig. Basis vil være en reduksjon i kostnader på 32 % i forhold til 2008 tall. Som en del av kostnadsutt programmet antas dette gjennomført med suksess. Kostnader til personal reduseres da med 70 MNOK årlig fram til 2012E. Økte inntekter kompenseres med økte lønnskostnader i forhold til omregningsbrøken. Selskapet antas ikke å kunne redusere lønnskostnadene som følge av reduserte inntekter i prognoseperioden.

#### **7.4.3 Andre cruisekostnader**

Denne posten antas å bestå av store faste avgifter som havneavgifter, avskrivninger og miljøavgifter. Basert på 1. kvartal 2010 antas andre cruisekostnader å holde seg på dagens nivå i prognoseperioden.

##### *Avskrivninger*

Selskapet har store avskrivninger som i hovedsak kommer fra hurtigruteskipene (Varige driftsmidler). Selskapet drifter alle sine skip selv, og har ikke inngått noen nye byggekontrakter, oppgraderings- eller ombyggingskontrakter for sine større skip. Skipene avskrives etter en lineær profil på 12-30 år (HRG, Årsrapport 2009). Driftsmidlenes utnyttbare levetid, samt restverdi vurderes hver balansedag og endres om nødvendig. Nedskrivninger foretas når balanseverdi er estimert til høyere verdi en gjenvinnbart beløp. På bakgrunn av informasjon fra selskapets emisjonsprospekt (2008) og Årsrapport (2009), legges det til grunn at avskrivningskostnader ikke endres i tråd med at det ikke foretas større nyinvesteringer, og oppgraderinger gjøres for å opprettholde dagens verdi av driftsmidlene. Avskrivningssats baseres på emisjonsprospektet fra 2008 hvor estimerte avskrivninger for 2009 og 2010 er satt til 294 MNOK. Analysen tar således ikke hensyn til eventuelle nedskrivninger i konsernet. Forenklet antas disse å jevne seg ut gjennom opp og

nedskrivninger over tid.

#### 7.4.4 Skatt

HRG har balanseført en utsatt skattefordel på 53,8 millioner kroner.

Skattefordelen vil bli korrigert ved redusert betalbar skatt de første årene helt til den er fullt utnyttet. For øvrig settes skattesatsen (effektiv) til 28 % da det er den gjeldene skattesatsen for norske almennaksjeselskaper.

#### 7.4.5 Salgs- og administrasjonskostnader

Fra emisjonsprospektet (2008) opplyser selskapet kutt i posten Markedskostnader med NOK 22 mill. per år, tilsvarende en reduksjon på 13 %, og et årlig kostnadskutt på NOK 57 mill. i posten andre kostnader, tilsvarende en reduksjon på 50 %. Også disse kuttene var planlagt iverksatt gradvis gjennom 2009, med full effekt fra 2010. Disse postene vil reflekteres i estimerte budsjetterte driftskostnader på konsernnivå. For øvrig henvises det til avsnitt 7.1 som beskriver HRGs kostnadsreduksjonsprogram. Budsjettposten salg og administrasjonskostnader antas kuttet med 25 % fra 2010.

Tabell 25: Oppsummering kapittel 7

Restrukturering av HRG	
Svart Belte	Økt fokus på utnyttelsesgraden til hurtigruteskipene i lavsesong. Økt utnyttelsesgrad i sommersesongen. Forenklede arbeidsprosesser. Nytt IT- system for booking og salg. Effektene av Svart Belte har så langt vært positive. Utviklingen videre antas å følge samme trend.
Redusere gjeld	Salg av virksomhet. Deler av virksomheten er allerede solgt, dette gjelder i hovedsak hoteller, ferge og hurtigbåtvirksomhet samt reisebyråer. Salg av eierandeler i Nor Lines AS og AS TIRB. Disse delene av virksomheten antas ikke solgt i analyseperioden.
Redusere kostnader	Reduksjon i salg-, generelle- og administrative kostnader. Kundekontakt gjennom to callsentere etablert i lavkostland. Eliminering av dobbeltfunksjoner i selskapsadministrasjonen. Reduksjon i antall ansatte på land fra 400 til 200.

	I prognoseperioden antas det at selskapet har suksess med å redusere kostnader.
Hurtigruteavtalen	Den reforhandlede avtalen fra 2008 antas videreført.
Finansiell restrukturering	Ny betingelser for banklån. Tilførsel av kapital gjennom emisjon. HRG har så langt innfridd kreditorers krav i forbindelse med nye lånebetingelser. For prognoseperioden endres ikke forutsetningene for finansiering av driften.
<b>Utvikling i sentrale budsjettposter</b>	
Driftsinntekter	Hovedvekt på produktområdene Hurtigruten Norskekysten og Explorer produkter. Disse representerer ca. 80 % av omsetningen. Prognoseperioden antar en normalisering av passasjergrunnlaget for Explorer produkter. For Hurtigruten Norskekysten antas det en passasjervekst på 8,5 %. Det antas at utleie av skip sikrer inntekter i minst 3 år fram i tid.
Driftskostnader	Drivstoffkostnader antas å øke med 2,5 % per år utover den generelle prisstigningen. Lønnskostnadene antas å øke med en faktor på 0,4 per ekstra krone i driftsinntekter. Utover dette antas det at selskapet har suksess med å redusere antall ansatte. Avskrivninger antas å holde seg på dagens nivå i prognoseperioden. Skattesatsen settes til 28 %.

## 8 Kontantstrømanalyse

### 8.1 Basisanslag

Basert på den strategiske analysen og forutsetningene gjort i kapittel 7, presenteres et basisestimat på den framtidige utviklingen i HRG. Analysen legger til grunn en prognoseperiode på åtte år med base i regnskapsdata for 2009.

**Tabell 26: Sentrale inndata Hurtigruten Norskekysten**

Sentrale Inndata	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
APCN Hurtigruten Norskekysten	1 565 280	1 565 280	1 565 280	1 565 280	1 565 280	1 565 280	1 565 280	1 565 280	1 565 280
Beleggsprosent	<b>61,5 %</b>	<b>67,0 %</b>	<b>72,0 %</b>	<b>74,0 %</b>	<b>72,0 %</b>	<b>71,5 %</b>	<b>71,0 %</b>	<b>70,0 %</b>	<b>70,0 %</b>
<i>Rundreise</i>	37,9 %	41,0 %	43,0 %	44,0 %	43,0 %	43,0 %	43,0 %	43,0 %	43,0 %
<i>Distanse</i>	23,6 %	26,0 %	29,0 %	30,0 %	29,0 %	28,5 %	28,0 %	27,0 %	27,0 %
Gjennomsnittlig Oljepris US \$	79,8	81,4	83,0	84,7	86,4	88,1	89,9	91,7	93,5
Bunkerkostnad pr. liter (NOK)	3,54	3,61	3,68	3,76	3,83	3,91	3,99	4,07	4,15
Gjennomsnittlig lånerente	6,87 %	6,87 %	6,87 %	6,87 %	6,87 %	6,87 %	6,87 %	6,87 %	6,87 %
Antall Hurtigruteskip	13	13	13	13	13	13	13	13	13

For en oversikt over hvordan forutsetningene gir utslag i budsjetterte resultat tall henvises det til Appendix 12.6.

**Tabell 27: Aksjeverdi basisanslag**

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
<b>Resultat etter skatt</b>	32 700	149 413	231 969	210 457	215 615	217 663	70 705	84 079
<b>Avskrivninger</b>	294 000	294 000	294 000	294 000	294 000	294 000	294 000	294 000
<b>Benyttet Skattefordel</b>	32699	21301						
<b>Endring i Arbeidskapital</b>	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>FCF</b>	359 399	464 714	525 969	504 457	509 615	511 663	364 705	378 079
<b>Terminalverdi</b>								6 375 695
<b>Nåverdi</b>	337 685	410 259	436 283	393 159	373 183	352 046	235 772	3 872 711
<b>Sum Nåverdier</b>	6 411 098							
% Terminalverdi	61							
<b>Rentebærende gjeld</b>	3 701 000							
<b>Verdi Egenkapital</b>	2 710 098							
<b>Antall Aksjer</b>	341 593							
<b>WACC</b>	6,43 %							
<b>Terminalvekst</b>	0,50 %							
<b>Verdi pr. aksje</b>	7,93							

## 8.2 Alternativt scenario

Med en seilingsplan fastsatt gjennom Hurtigruteavtalen har selskapet begrenset handlingsfrihet. HRG kan ikke av konkurransehensyn begrense tilbudet for å kutte kostnader. I basisanslaget av selskapsverdien ble det tatt høyde for økning i gjestedøgn for produktområdet Hurtigruten Norskekysten. Den alternative analysen ser på utfallet ved stagnasjon i antall gjestedøgn samt en noe redusert effekt av kostnadsreduksjonsprogrammer.

HRG har ambisjoner om vekst og presenterer per 1. kvartal 2010 en økning i driftsinntektene. Det er imidlertid tidlig å si noe om situasjonen på årsbasis. Konkurransen i markedet er betydelig. For produktområdene MS Fram, Spitsbergen og Øvrige/Charter antas en vekst som antatt i basisanslag. Selskapet er en ledende aktører på disse områdene og økonomisk utvikling og trender tyder på at produktområdene vil øke inntjeningen. En moderasjon i kostnadskutt antas også her. Scenarioet tar utgangspunkt i ytterligere kutt på 100 mill. fra 2009-2010 men stagnasjon utover det.

**Tabell 28: Stagnasjon i antall passasjerer Hurtigruten Norskekysten**

Sentrale Inndata	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
APCN Hurtigruten Norskekysten	1 565 280	1 565 280	1 565 280	1 565 280	1 565 280	1 565 280	1 565 280	1 565 280	1 565 280
Beleggsprosent	<b>61,50 %</b>	<b>61,50 %</b>	<b>61,50 %</b>	<b>61,50 %</b>	<b>61,50 %</b>	<b>61,50 %</b>	<b>61,50 %</b>	<b>61,50 %</b>	<b>61,50 %</b>
<i>Rundreise</i>	37,90 %	37,90 %	37,90 %	37,90 %	37,90 %	37,90 %	37,90 %	37,90 %	37,90 %
<i>Distanse</i>	23,60 %	23,60 %	23,60 %	23,60 %	23,60 %	23,60 %	23,60 %	23,60 %	23,60 %
Gjennomsnittlig Oljepris US \$	79,8	81,4	83	84,7	86,4	88,1	89,9	91,7	93,5
Bunkerkostnad pr. liter (NOK)	3,54	3,61	3,68	3,76	3,83	3,91	3,99	4,07	4,15
Gjennomsnittlig lånerente	6,87 %	6,87 %	6,87 %	6,87 %	6,87 %	6,87 %	6,87 %	6,87 %	6,87 %
Antall Hurtigruteskip	13	13	13	13	13	13	13	13	13

For en oversikt over hvordan forutsetningene gir utslag i budsjetterte resultattall henvises det til Appendix 12.7.



**Tabell 29: Verdi pr. aksje stagnasjon**

		2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Resultat etter skatt		35 650	122 750	128 455	-26 381	-22 137	-12 306	-2 376	5 510
Avskrivninger		294 000	294 000	294 000	294 000	294 000	294 000	294 000	294 000
Benyttet Skattefordel		35 650	21 301						
Endring i Arbeidskapital		0	0	0	0	0	0	0	0
<b>FCF</b>		<b>362 349</b>	<b>438 051</b>	<b>422 455</b>	<b>267 619</b>	<b>271 863</b>	<b>281 694</b>	<b>291 624</b>	<b>299 510</b>
Terminalverdi									5 050 766
Nåverdi		340 458	386 720	350 419	208 574	199 081	193 818	188 528	3 067 925
Sum Nåverdier	4 935 523								
% Terminalverdi	61 %								
Rentebærende gjeld	3 701 000								
Verdi Egenkapital	1 234 523								
Antall Aksjer	341 593								
WACC	6,43 %								
Terminalvekst	0,50 %								
Verdi pr. aksje	3,61								

Aksjeverdien i dette scenario reflekterer i større grad dagen aksjepris. Dette tyder på at selskapet fortsatt har mye å bevise før markedet tør satse på selskapet. Resultatet viser også hvor viktig det er for HRG å øke belegget på sine skip langs norskekysten. I basisanslaget øker belegget på hurtigruteskipene tilsvarende en 8 % inntektsøkning fra baseår (2009) til terminalår (2017E). Dette tilsvarer en økning i totale driftsinntekter på 3,4 %. I det alternative scenariet stagnerer antall gjestedøgn. Korrigert for noe reduserte kostnader gir det differanse på inntektssiden tilsvarende 0,03 % fra baseår til terminalår. Dette viser de store økonomiske effektene skipenes belegg har for selskapet.

### 8.3 Sensitivitetsanalyser

For analysen av total kapitalverdien av HRG benyttes sensitivitetsanalyser både på teoretiske forutsetninger (avkastningskrav), operasjonelle betingelser (effekt av kostnadskutt) og eksterne forutsetninger (oljepris).

Med en antatt evig vekst på 0,5 % utgjør terminalverdien i basisanslaget ca. 60 % av total verdi på kapitalen. Et alternativt avkastningskrav vil også simuleres for å få et mer nyansert bilde av hvordan endringer i forutsetninger gir endret pris per aksje. For å få større oversikt over ulike utfall simuleres endringer todimensjonalt. Tabellen under viser at en liten endring i

terminalvekst endrer verdien på selskapet relativt mye. Andre antagelser om markedspremie og risikofri rente vil også kunne påvirke selskapsverdien betraktelig.

**Tabell 30: Endringer i aksjepris gitt endringer i WACC og vekstrate**

	Årlig vekstrate etter prognoseperiode					
		0,00 %	0,25 %	0,50 %	0,75 %	1,00 %
<b>WACC</b>	4,43 %	14,82	15,88	17,07	18,42	19,97
	5,43 %	10,22	10,87	11,58	12,36	13,24
	6,43 %	7,05	7,48	7,93	8,43	8,98
	7,43 %	4,73	5,03	5,34	5,68	6,04
	8,43 %	2,96	3,17	3,4	3,63	3,89

Restruktureringstiltak med fokus på reduserte driftskostnader er i basisanslaget antatt gjennomført med tilnærmet full suksess basert på målsetningene, samt erfaringer og resultater etter introduksjon av prosessene i 2008. Akkumulert utgjør kostnadsreduksjonene i siste prognoseår 3,26 % fra baseår 2009, korrigert for økte kostnader knyttet til økt aktivitet. Om effektene av kostnadsreduserende tiltak skulle utebli i prognoseperioden vil dette påvirke verdien. Tabell 28 simulerer endringer i faktorene bunkerspris, og effekt av kostnadsreduksjon. Simuleringen tar utgangspunkt i siste prognoseår mot baseåret 2009. Bakgrunnstall kan sees i Appendix 12.6. Økning / reduksjon i kostnadene simuleres proporsjonalt over prognoseperioden.

**Tabell 31: Endring i aksjepris gitt endring i budsjettert bunkerspris for analyseperioden**

Endring bunkerspris	Aksjepris
-20 %	9,36
-10 %	8,64
Budsjettert	<b>7,93</b>
10 %	7,23
20 %	6,52

**Tabell 32: Endringer i aksjepris gitt endringer i budsjettert kostnadsreduksjon for analyseperioden**

Kostnadsreduksjon	Aksjepris
-2 %	5,69
-1 %	6,62
Budsjettert	<b>7,93</b>
1 %	8,53
2 %	9,48

Tabellene viser hvor sårbar HRG er for endringer i bunkerspris samt hvor avhengig selskapet er av å oppnå suksess med videre kutt i kostnader. Tabellen tar ikke hensyn til kompensasjon i

form av høyere priser ved endring i kostnadene. Med bakgrunn i den strategiske analysen og beskrivelsen av markedssituasjonen antas det vanskelig å kunne kompensere kostnadsøkninger med prisjusteringer.

Gitt en moderat vekst i salgsinntekter fra de ulike produktområdene bekrefter sensitivitetsanalysene at utfallsrommet for HRG er stort, selv små endringer får betydelige konsekvenser for nåverdiberegningen.

#### **8.4 Oppsummering kontantstrømanalyse**

De ulike scenarier viser store forskjeller i nåverdi selv om forutsetningene ikke endres i altfor stor grad. Endringer i avkastningskrav og variasjoner i terminalverdi viser også stor effekt på aksjeprisen. Et verst tenkelig scenario med negative resultater i lang tid antas ikke som sannsynlig basert på positiv utvikling i selskapets resultater og uttalelser fra selskapsledelsen (HRG, Årsrapport 2009).

## 9 Alternative verdibetraktninger

### 9.1 Verdi basert på balansestørrelser

Som nevnt i kapittel 5.1 vil det være vanskelig å beregne en korrekt markedsverdi på eiendelene til et selskap uten et velfungerende annenhåndsmarked. Selskapets skip avskrives av over 12-30 år og verddivurderinger blir gjort årlig. Basert på balanseverdien av eiendelene 31.12.2009 er selskapet verdt: 6 204 888 MNOK. Verdien reflekterer i stor grad den bokførte verdien av driftsmidlene og kontantekvivalenter. Driftsmidlene antas ikke realiserbar til bokført verdi, men den høye verdien viser at selskapet verdsettes høyt matematisk.

### 9.2 Komparativ verdsettelse (P/E)

Som beskrevet i kapittel 5.2 brukes multiplere beregninger for å få en estimert verdi av et selskap, eller for å kontrollere verdien funnet i en kontantstrømanalyse.

Multiplikatormodellen som benyttes i denne betraktningen er P/E som innebærer at egenkapitalen til HRG sammenliknes med andre børsnoterte selskaper. I følge Boye og Meyer (2008) er den største utfordringen å finne sammenliknbare børsnoterte selskaper. Som beskrevet i oppgaven tidligere er HRG et hybrid selskap med flere produktområder og unik i sin størrelse og virksomhetsvariasjon. Multiplere analysen kan således gi et misvisende resultat men tas med for eksempelets del. Til sammenlikning brukes måltall fra internasjonale cruiseselskaper som i større eller mindre grad også konkurrerer i det norske markedet.

Tabell 33: P/E cruiseselskaper ([www.yahoofinance.com](http://www.yahoofinance.com) lest 19.5.2010)

Selskap	Notert	Pris / Fortjeneste
HRG	OSBEX	41
Carnival Group	NYSE	17,24
Royal Caribbean	NYSE	16,88
Steiner Leisure	NasdaqGS	22,41

Måltallet for HRG er basert på konsensus analytikerestimat for 2010 ([www.dn.no](http://www.dn.no) lest 19.5.2010). Verdiestimatet for Hurtigruten basert på estimatet for 2010 blir da:

*Fortjeneste pr. aksje\*(Gjennomsnittlig P/E bransje)*

$$0,13*(17,24+16,88+22,41)/3 = 2,45$$

Dette komparative verdiestimat priser aksjen lavere en dagens verdi. For 2011 estimerer analytikerne en fortjeneste per aksje noe høyere for HRG enn i 2010. Om måltallene for de komparative selskapene holdes konstant, ville det gitt følgende verdiestimat for Hurtigruten i 2011.

$$0,26*(17,24+16,88+22,41)/3 = 4,9$$

I utregningene finnes gjennomsnittet for pris/fortjeneste forholdet til andre aktører i bransjen. Multiplisert med forventet fortjeneste til HRG gir dette et verdiestimat på henholdsvis 2,45 og 4,9 pr aksje. Sammenliknet med kontantstrømanalysen er dette betraktelig lavere og kan forklares på bakgrunn av at kontantstrømanalysen antar en større vekst basert på underliggende verdidrivere, og stor grad av måloppnåelse for restrukturering av selskapet.

**Tabell 34: Oppsummering selskapsverdi**

Verdsettingsmetode	Selskapsverdi	Aksjepris	Kommentar
Balanse			
<i>Matematisk verdi</i>	6 204 888 000	18,16	Bokførte verdier av eiendeler
Kontantstrøm			
<i>Totalkapitalmetoden</i>	2 708 832 490	7,93	Basisanslag
<i>Totalkapitalmetoden</i>	1 233 150 730	3,61	Alternativt scenario
Multiplikator			
Price / Earnings 2010	836 902 850	2,45	Basert på analytikerestimat
Price / Earnings 2011	1 673 805 700	4,9	Antatt utvikling

### 9.3 Teoretiske og praktiske utfordringer i verdsettelsen

Analysen har hatt som hensikt å avdekke viktige forutsetninger for framtidig utvikling gjennom beregninger og analyser. Informasjon basert på teoretiske rammeverk, samfunnsmessige og økonomiske forhold er analysert og strukturert etter beste skjønn. Analysen tar utgangspunkt i etablerte fakta og begrunnede antakelser om framtidig utvikling, men inneholder enkelte usikkerhetsmomenter og svakheter. Oppgaven tar ikke for seg en analyse av bedriftens interne styrker og svakheter. En intern analyse ser typisk på selskapets interne styrker og konkurransefortrinn i forhold til konkurrentene. Mangel på dokumentasjon og sammenliknbare selskaper gjør at det ikke foretas en slik analyse. Denne kunne vært med å

styrke grunnlaget for antakelser om selskapets framtidige utvikling.

Teoretiske forutsetninger som markedspremie, risikofri rente og betaverdi baserer seg på historiske tall og gir kun en antakelse om framtidig utvikling. HRG er et selskap som vanskelig lar seg sammenlikne direkte mot andre selskaper. Regnskapsanalysen og den komparative verdsettelsen kan gi noe feilaktig bilde av selskapets verdi og økonomiske situasjonen om man ser på tallene som direkte sammenliknbare.

Når det gjelder kontantstrømanalysen er denne gjort etter beste skjønn. Små endringer i forutsetningene kan gi store utslag på selskapsverdien. Som beskrevet i sensitivitetsanalysene er selskapet følsomt for selv små endringer i de ulike parametere som angir nåverdien av framtidig inntjening. Dette gjør det ekstra vanskelig å anta en riktig verdi.

Kontantstrømanalysen baserer også 60 % av nåverdien på terminalverdien. Usikkerhet rundt denne er større en usikkerhet knyttet til prognoseårene, og en større andel terminalverdi utgjør større usikkerhet. Selskapets drift kan endres noe som følger av den nye anbudet som er utlyst på kyststruten Bergen - Kirkenes. En ny avtale kan endre selskapets forutsetninger for drift både positivt og negativt. Mer inngående kjennskap til anbudskriteriene og utfall av forhandlinger rundt disse, kunne gitt mulighet til å simulere selskapsverdien basert på de aktuelle forutsetningene.

## 10 Oppsummering og konklusjon

Målet med denne oppgaven har vært å finne en teoretisk markedsverdi på egenkapitalen til selskapet HRG. Analysen bærer preg av at framtidig utvikling ikke kan estimeres med 100 % sikkerhet. Å sette et fasitsvar med to streker som angir eksakt verdi på aksjen oppleves som veldig vanskelig, om ikke umulig. Utover det har arbeidet vært konstruktivt og vellykket. Med utgangspunkt i en grundig analyse av eksterne konkurranseomgivelser, implementering av teori i kontantstrømanalyse og simulering av ulike scenarier, er begrunnede verdier på selskapet anslått.

Analyse av eksterne konkurranse, og makroomgivelser viser at konkurransen er stor i cruisemarkedet, det er enda usikkerhet rundt den globale økonomiske utviklingen og reguleringer i forhold til miljø kan oppstå utenfor selskapets kontroll. HRG opererer gjennom sin markedsandel på 15 % som en mindre aktør langs norskekysten. Den senere tids resultater viser imidlertid at selskapet klarer å øke belegg på skipene sine gjennom lavsesongen. Dette som et resultat av økt markedsinnsats. Analysen ser også på at cruisenæringen spås en videre vekst og internasjonale trender i turisme peker på aktiviteter og markeder som passer produktområdet Hurtigruten Norskekysten veldig bra.

Kontantstrømanalysen viser hvor sårbart selskapet er om belegget på skipene ikke øker. Med en stor fast kostnadsbase er selskapet avhengig av å utnytte driftsmidlene betraktelig bedre enn hva som har vært tilfellet de senere år. Få sammenliknbare selskaper gjør en multippelsammenlikning vanskelig samtidig som balanseført verdi av eiendelene overstiger potensiell salgsverdi, noe som gjør alternative verdibetraktninger for sammenlikning med kontantstrøm analysen komplisert.

Markedets moderate optimisme rundt selskapet kommer ikke bare fra bedre operasjonelle prestasjoner, men en ny- og investororientert gruppe eiere. Trygve Hegnar har gjennom sitt selskap Periscopos AS kjøpt opp en eierandel på 26,35 % og den USA baserte investorgruppen Heidenreich Enterprise LTD eier 17 %. Mye av kapitalen i selskapet er flyttet fra Nordnorsk næringsliv til finansielle investorer med lang fartstid og ambisjoner om avkastning.

Kontantstrømanalysen gir et basisanslag på **7,93 NOK** pr aksje basert på at selskapet opprettholder markedslederposisjon innenfor Explorer segmentet, fortsetter den positive trenden med kostnadskutt og økt dekningsgrad på hurtigruteskipene. Et mer moderat anslag på kostnadskutt og stagnasjon i belegg på skipene langs norskekysten halverer verdien til **3,61 NOK** per aksje. Denne prisen reflekterer i større grad dagens aksjekurs. Den komparative verdsettelsen priser aksjen til 2,45 NOK basert på sammenliknbare bedrifter og analytikernes estimater for 2010. Anslaget for 2011, gitt en stabil utvikling i P/E for sammenliknbare bedrifter, gir en aksjepris på **4,9 NOK** som i større grad reflekterer dagens verdi.

Hovedestimatet for analysen er i intervallet mellom 3,61 og 7,93. Basisanslaget, korrigert for en 5 % mulighet for et eksogent sjokk som hindrer fortjeneste, og en antatt 10 % sannsynlighet for stagnasjon i Hurtigruten Norskekysten gir en aksjepris på **7,1 NOK**.

Analysen tyder på at aksjeprisen skal noe opp. Effektene av og tidshorisonten knyttet til restruktureringen av selskapet gjør at aksjen kan være et godt kjøp for investorer som ønsker moderat risiko og har en langsiktig horisont. Den vesentligste risikoen knyttet til aksjen ser ut til å være usikkerhet rundt utfallet av ny Hurtigruteavtale. Eventuelle behov for nyinvesteringer i hurtigruteskip, og usikkerhet rundt fremtidige charteravtaler er faktorer som også knytter risiko til aksjen.



# 11 Kildeliste

## Litteratur

Boye, K., & Meyer, C. B. (2008). Fusjoner og oppkjøp. Oslo: Cappelen akademisk forl.

Color Group ASA. (2010). Årsrapport 2009. Hentet 12.4, 2010 fra [http://www.colorline.no/polopoly\\_fs/1.15444!/arsrapport\\_09.pdf](http://www.colorline.no/polopoly_fs/1.15444!/arsrapport_09.pdf)

Cruise Norway (2010). Markedsplan 2010. Hentet 10.04, 2010, fra <http://www.cruise-norway.no/viewfile.aspx?id=2319>

Dimson, E., Marsh, P., & Staunton, M. (2002). Triumph of the Optimist: 101 Years of Global Investment Returns. New Jersey: Princeton University Press

DNB Markets. (2005). Fusjonspresentasjon OVDS – TFDS. Hentet 7.3, 2010, fra [https://www.dnbnor.no/portalfront/nedlast/no/markets/shippinginv\\_prospekt/0512\\_Kystruten\\_KS\\_Vedlegg.pdf](https://www.dnbnor.no/portalfront/nedlast/no/markets/shippinginv_prospekt/0512_Kystruten_KS_Vedlegg.pdf)

DNB Markets. (2010). Økonomiske utsikter 1. tertial 2010. Hentet 27.01, 2010, fra <https://www.dnbnor.no/portalfront/nedlast/no/markets/kvartalsrapport/TR1001.pdf>

Gjesdal, F., & Johnsen, T. (1999). Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering. Oslo: Cappelen akademisk forl.

Hill, C. W. L., & Jones, G. R. (2004). Strategic management: an integrated approach (6. utg.). Boston: Houghton Mifflin.

Hurtigruten ASA. (2009). Årsrapport 2008. Hentet 10.02, 2010 fra <http://www.hurtigruten.no/Utils/Om-Hurtigruten/IR/Finansielle-rapporter/>

- Hurtigruten ASA. (2008). Selskapspresentasjon – HRG. Hentet 13.2,2010 fra  
[http://www.hurtigruten.no/Documents/PDFs/PR\\_IR/2008/Selskapspresentasjon/Selskapspresentasjon\\_per\\_22.12.\\_2008.pdf](http://www.hurtigruten.no/Documents/PDFs/PR_IR/2008/Selskapspresentasjon/Selskapspresentasjon_per_22.12._2008.pdf)
- Hurtigruten ASA. (2010). Kvartalsrapport 4. kvartal 2009. Hentet 10.03, 2010 fra  
[http://www.hurtigruten.no/Documents/PDFs/PR\\_IR/2009/Financial%20reports/Q4/HRG%20Styrets%20del%20del%20a5rsrapport%20Q4%202009.pdf](http://www.hurtigruten.no/Documents/PDFs/PR_IR/2009/Financial%20reports/Q4/HRG%20Styrets%20del%20del%20a5rsrapport%20Q4%202009.pdf)
- Hurtigruten ASA. (2010). Årsrapport 2009. Hentet 25.04, 2010 fra  
<http://www.hurtigruten.no/Utils/Om-Hurtigruten/IR/Finansielle-rapporter/>
- Hurtigruten ASA. (2009). HRGs emisjonsprospekt. Hentet 20.02, 2010,  
[http://www.hurtigruten.no/Documents/PDFs/PR\\_IR/2009/Share\\_issue/200903\\_Hurtigruten\\_Prospectus.pdf](http://www.hurtigruten.no/Documents/PDFs/PR_IR/2009/Share_issue/200903_Hurtigruten_Prospectus.pdf)
- Hoff, K. G., (2010). Bedrifters økonomi (7. utg.). Oslo: Universitetsforlaget
- Innovasjon Norge. (2010). Nøkkeltall 2009. Hentet 13.04, 2010, fra  
[http://www.innovasjonnorge.no/Reiseliv\\_fs/Nøkkeltall%202009.pdf](http://www.innovasjonnorge.no/Reiseliv_fs/Nøkkeltall%202009.pdf)
- Innovasjon Norge. (2007). En oversikt over cruisenæringen i Norge. Hentet 30.01.2010, fra  
[http://www.innovasjonnorge.no/Reiseliv\\_fs/PDF/Cruisen%20A6ringen%20i%20Norge%202007%20Horwath%20consulting.pdf](http://www.innovasjonnorge.no/Reiseliv_fs/PDF/Cruisen%20A6ringen%20i%20Norge%202007%20Horwath%20consulting.pdf)
- Kairos Future. (2008). Trend-brief – Trends influencing the incoming / domestic travel to destination Norway until 2018. Hentet 12.3, 2010 fra  
[http://www.innovasjonnorge.no/Reiseliv\\_fs/Trender%20fra%20Kairos%202008.pdf](http://www.innovasjonnorge.no/Reiseliv_fs/Trender%20fra%20Kairos%202008.pdf)
- Kristoffersen, T. (2002). Årsregnskapet en grunnleggende innføring. Bergen: Fagbokforlaget.

- NHO Reiseliv. (2010). Samarbeid – lønnsomhet – bærekraft. Hentet 23.02, 2010, <http://www.nhoreiseliv.no/getfile.php/Bilder/Publikasjoner/Cruisevirksomheten%20i%20Norge.pdf>
- Norge. (2004). Lov av 13. juni 1997 nr 44 om aksjeselskaper (aksjeloven) med endringer sist ved lov av 12. desember 2003 nr. 120 (i kraft 1. januar 2004). Oslo: Cappelen Akademisk forl.
- Porter, M. (1979). How Competitive Forces Shape Strategy”, Boston: Harvard business review: March/April 1979
- Porter, M. (1980). Competitive strategy techniques for analyzing industries and competitors New York: Free Press.
- Roos, G., Roos, J., Fernström, L., & Krogh, G. v. (2005). Strategi en innføring (4.utg. ed.). Bergen: Fagbokforl.
- Samferdseldepartementet. (2009). Nasjonal transportplan 2010-2019. Hentet 14.3, 2010 fra <http://www.regjeringen.no/nb/dep/sd/dok/regpubl/stmeld/2008-2009/stmeld-nr-16-2008-2009-.html>
- Torghatten ASA. (2009). Halvårsrapport 2009. Hentet 12.4, 2010 fra <http://www.tts.no/filer/Halvårsrapport%202009.pdf>

## Nettsteder

<http://www.aftenposten.no/okonomi/article3529915.ece>) lest 21.3.2010

[http://bors.e24.no/e24.no/site/commodity/commodity\\_detail.page?magic=\(cc%20\(detail%20\(tsid%20281831\)%20\(graph%20\(period%205Y\)%20\(from%20null\)%20\(to%20null\)\)\)\)](http://bors.e24.no/e24.no/site/commodity/commodity_detail.page?magic=(cc%20(detail%20(tsid%20281831)%20(graph%20(period%205Y)%20(from%20null)%20(to%20null))))) lest 3.4.2010

[http://www.dn.no/finans/portal/stock-oslo?newt\\_m\\_\\_context=oslo&newt\\_m\\_\\_ticker=HRG](http://www.dn.no/finans/portal/stock-oslo?newt_m__context=oslo&newt_m__ticker=HRG) lest 21.4.2010

<http://www.dn.no/finans/portal/estimates?context=oslo&ticker=HRG&category=estimates> lest 25.5.2010

<http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article1718761.ece> lest 12.4.2010

<http://npweb.npolar.no/tema/cruiseantarktis> lest 3.4.2010

[www.yahoofinance.com](http://www.yahoofinance.com) lest 19.5.2010

<http://www.norges-bank.no/upload/62686/n%C3%B8kkeltallsanalyse.pdf> lest 12.4.2010

[http://www.norgesbank.no/templates/article\\_\\_\\_\\_\\_55495.aspx](http://www.norgesbank.no/templates/article_____55495.aspx)) lest 20.04.2010

<http://hopey.netfonds.no/analysis.php?paper=HRG.OSE> lest 13.8.2010

<http://www.ssb.no/reiseliv/> lest 21.3.2010

<http://www.snl.no/cruise/> lest 1.4.2010

## Rapporter

<http://www.ssb.no/regnbors/tab-2010-03-26-01.html> hentet 27.3.2010

## Hjemmesider

Hurtigruten: <http://www.hurtigruten.no/Norge/>

Innovasjon Norge: <http://www.innovasjon norge.no/>

Cruise Norway: <http://www.cruise-norway.no/>

Yahoo finance: <http://finance.yahoo.com/>

Norges Bank: <http://www.norges-bank.no/>

NHO Reiseliv: <http://www.nhoreiseliv.no/>

Statistisk sentralbyrå: <http://www.ssb.no/>

Samferdseldepartementet: <http://www.regjeringen.no/nb/dep/sd.html?id=791>

# 12 Appendix

## 12.1 Seilingsplan Hurtigruten Norskekysten



# 12.2 Seilinger Explorer-Cruise

Grønland:



Antarktis:



**Spitsbergen:**





## 12.3 Hurtigruten ASAs aktive skip

# FLÅTEOVERSIKT

### HURTIGRUTESKIP

Navn fartøy	Byggeår/ombygd	Brutto tonnasje	Passasjerkapasitet	Personbilkapasitet
MS Kong Harald	1993	11 204	691	45
MS Lofoten	1964/1985/2004	2 621	400	0
MS Midnatsol	2004	16 151	1 000	45
MS Nordkapp	1996	11 386	691	45
MS Nordlys	1994	11 204	691	45
MS Nordnorge	1997	11 386	691	45
MS Nordstjernen	1956	2 191	400	0
MS Polarlys	1996	11 341	737	35
MS Richard With	1993	11 205	691	45
MS Trollfjord	2003	16 140	822	45
MS Vesterålen	1983/1988/1995	6 261	560	35
MS Finnmarken	2003	15 000	1 000	45
MS Fram	2008	12 700	500	25

### ET UTVALG AV HURTIGRUTENS FARTØYER:



MS Midnatsol



MS Vesterålen



MS Finnmarken



MS Fram



MS Richard With



MS Nordnorge

## 12.4 Utvikling i internasjonale turistankomster og turistankomster i Norge



\*Tallene inneholder både ferie-, fritids- og forretningsankomster med minimum én overnatting.

Kilde: UNWTO og Gjesteundersøkelsen 2009 (revidert utgave), TØI

## 12.5 Beregning av Hurtigruten ASAs aksjebeta

Beregning av BETA									
HRG									
DATO	OSEBX	HRG	Avk. OSE	Avk. HRG	DATO	OSEBX	HRG	Avk. OSE	Avk. HRG
30.04.2006	407	23,9			31.05.2008	497,25	11,38	-6,84 %	3,08 %
31.05.2006	380,5	20,77	-6,51 %	-13,10 %	30.06.2008	458,41	10,35	-7,81 %	-9,05 %
30.06.2006	382,8	17,47	0,60 %	-15,89 %	31.07.2008	412,06	10,18	-10,11 %	-1,64 %
31.07.2006	488,2	16,98	27,53 %	-2,80 %	30.08.2008	417,26	6,73	1,26 %	-33,89 %
30.08.2006	378	16,42	-22,57 %	-3,30 %	31.09.2008	318,38	5,86	-23,70 %	-12,93 %
31.09.2006	371,6	14,9	-1,69 %	-9,26 %	30.10.2008	234,6	4,33	-26,31 %	-26,11 %
30.10.2006	400	15	7,64 %	0,67 %	31.11.2008	202,76	2,24	-13,57 %	-48,27 %
31.11.2006	413	15,99	3,25 %	6,60 %	30.12.2008	225,48	2,95	11,21 %	31,70 %
30.12.2006	440,3	19,45	6,61 %	21,64 %	30.01.2009	225,84	3	0,16 %	1,69 %
30.01.2007	460,74	20,94	4,64 %	7,66 %	28.02.2009	214,64	2,4	-4,96 %	-20,00 %
28.02.2007	440,56	20,44	-4,38 %	-2,39 %	31.03.2009	221,54	1,89	3,21 %	-21,25 %
30.03.2007	461,3	19,45	4,71 %	-4,84 %	30.04.2009	252,63	1,26	14,03 %	-33,33 %
30.04.2007	477,6	19,62	3,53 %	0,87 %	31.05.2009	292,62	1,19	15,83 %	-5,56 %
31.05.2007	496,26	19,12	3,91 %	-2,55 %	30.06.2009	282,35	1,22	-3,51 %	2,52 %
30.06.2007	508,24	17,47	2,41 %	-8,63 %	31.07.2009	297,57	1,19	5,39 %	-2,46 %
31.07.2007	487	16,98	-4,18 %	-2,80 %	30.08.2009	300,18	1,42	0,88 %	19,33 %
30.08.2007	473,56	16,49	-2,76 %	-2,89 %	31.09.2009	323,46	1,53	7,76 %	7,75 %
31.09.2007	498,42	13,8	5,25 %	-16,31 %	30.10.2009	331,35	2,2	2,44 %	43,79 %
30.10.2007	514	17,08	3,13 %	23,77 %	31.11.2009	349,15	3,86	5,37 %	75,45 %
31.11.2007	492,83	13,14	-4,12 %	-23,07 %	30.12.2009	371,56	3,85	6,42 %	-0,26 %
30.12.2007	490,83	15,35	-0,41 %	16,82 %	30.01.2010	362,73	4,01	-2,38 %	4,16 %
30.01.2008	393,87	13,8	-19,75 %	-10,10 %	28.02.2010	309,87	4,1	-14,57 %	2,24 %
28.02.2008	432,6	13,28	9,83 %	-3,77 %	31.03.2010	376,7	6,62	21,57 %	61,46 %
31.03.2008	411,99	11,69	-4,76 %	-11,97 %					
30.04.2008	463,22	11,04	12,43 %	-5,56 %					

Hurtigruten ASAs aksjebeta beregnes ut ifra korrelasjonen med indeksen.

$$\text{Beta} = \text{Korr} * (\text{Std-A} / \text{Std-M})$$

	Std-A	Korr	Std-A*	Beta
Marked	10,82 %		1	10,82 %
HRG	22,08 %		0,36	8 %
				<b>0,73</b>

## 12.6 Basisanslag

### Budsjetterte Driftsinntekter pr. produktområde

<b>Hurtigruten Norskekysten</b>	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Salgsinntekter	1 919 170	2 024 724	2 125 961	2 168 480	2 125 110	2 103 859	2 082 820	2 082 820	2 114 062
Kontraktsinntekter	382 401	383 000	383 000	383 000	383 000	383 000	383 000	383 000	383 000
Driftsinntekter	2 301 571	2 407 724	2 508 961	2 551 480	2 508 110	2 486 859	2 465 820	2 465 820	2 497 062
Årlig vekst i %		4,60 %	4 %	2 %	-2 %	-1 %	-1 %	0 %	1,30 %
Endring i % fra baseår									8 %
<b>M/S FRAM</b>									
	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Salgsinntekter	267 980	274 680	282 920	282 920	277 261	274 489	277 234	280 006	282 806
Driftsinntekter	267 980	274 680	282 920	282 920	277 261	274 489	277 234	280 006	282 806
Årlig vekst i %		2,50 %	3,00 %	0,00 %	-2,00 %	-1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %
Endring i % fra baseår									5,50 %
<b>Spitsbergen</b>									
	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Salgsinntekter	191 297	199 000	206 960	210 064	210 064	212 165	214 287	216 430	218 594
Driftsinntekter	191 297	199 000	206 960	210 064	210 064	212 165	214 287	216 430	218 594
Årlig vekst i %		4,00 %	4,00 %	1,50 %	0,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %
Endring i % fra baseår									14,30 %
<b>Øvrig virksomhet inkl. Charter</b>									
	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Salgsinntekter	431 060	477 136	481 907	486 726	491 594	496 510	501 475	506 489	511 554
Kontraktsinntekter	203 668	204 000	204 000	204 000	204 000	204 000	204 000	0	0
Driftsinntekter	634 728	681 136	685 907	690 726	695 594	700 510	705 475	506 489	511 554
Årlig vekst i %		7 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	-28 %	1 %
Endring i % fra baseår									-19 %
<b>SUM Produktområder</b>									
	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Salgsinntekter	2 809 507	2 975 540	3 097 748	3 148 190	3 104 030	3 087 023	3 075 816	3 085 745	3 127 017
Kontraktsinntekter	586 069	587 000	587 000	587 000	587 000	587 000	587 000	383 000	383 000
Driftsinntekter	3 395 576	3 562 540	3 684 748	3 735 190	3 691 030	3 674 023	3 662 816	3 468 745	3 510 017
Årlig vekst i %		4,90 %	3,40 %	1,40 %	-1,20 %	-0,50 %	-0,30 %	-5,30 %	1,20 %
Endring i % fra baseår		4,90 %	8,50 %	10,00 %	8,70 %	8,20 %	7,90 %	2,20 %	3,40 %

## Budsjetterte Kostnader Konsern

Kostnader	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Personal	975 039	905 039	896 411	865 444	900 512	900 512	900 512	905 560	900 069
Avskrivninger / Nedskrivninger	359 714	294 000	294 000	294 000	294 000	294 000	294 000	294 000	294 000
Andre Cruisekostnader	NA	760 000	750 000	746 144	746 144	746 144	746 144	730 000	752 000
Salg og Administrative kostnader	NA	469 000	450 000	430 000	380 000	350 000	330 000	330 000	330 000
Provisjoner / Transport	NA	377 761	370 000	355 000	349 932	349 932	349 932	365 000	365 000
Ombordkostnader	NA	176 596	176 596	176 596	176 596	176 596	176 596	176 596	176 596
Drivstoff	NA	274 728	280 223	285 827	291 544	297 374	303 322	309 388	315 576
Andre tap (gevinster) - netto	1 993	0	0	0	0	0	0	0	0
Netto Finanskostnader	213 402	260 000	260 000	260 000	260 000	260 000	260 000	260 000	260 000
Sum Kostnader Videreført virksomhet	3 507 471	3 517 124	3 477 230	3 413 011	3 398 728	3 374 558	3 360 506	3 370 544	3 393 241
Endring i %		0,28 %	-1,13 %	-1,85 %	-0,42 %	-0,71 %	-0,42 %	0,30 %	0,67 %
Endring i % fra baseår 2009									-3,26 %

## Forenklet resultat (Basisanslag) basert på estimerte inntekter og kostnader

Resultatregnskap (forenklet)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Driftsinntekter	3 395 576	3 562 540	3 684 748	3 735 190	3 691 030	3 674 023	3 662 816	3 468 745	3 510 017
Driftskostnader	3 507 471	3 517 124	3 477 230	3 413 011	3 398 728	3 374 558	3 360 506	3 370 544	3 393 241
EBITDA	455 496	599 416	761 518	876 179	846 302	853 465	856 310	652 201	670 776
Avskrivninger	-359 714	-294 000	-294 000	-294 000	-294 000	-294 000	-294 000	-294 000	-294 000
EBIT	95 782	305 416	467 518	582 179	552 302	559 465	562 310	358 201	376 776
Netto finansposter	213 402	-260 000	-260 000	-260 000	-260 000	-260 000	-260 000	-260 000	-260 000
Andel tilknyttede selskaper	22 475	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat før skatt	-117 620	45 416	207 518	322 179	292 302	299 465	302 310	98 201	116 776
Skatt		12 716	58 105	90 210	81 845	83 850	84 647	27 496	32 697
Nto. Res. Videreført virksomhet	-95 145	32 700	149 413	231 969	210 457	215 615	217 663	70 705	84 079

## 12.7 Stagnasjon produktområde Hurtigruten Norskekysten

### Budsjetterte Driftsinntekter pr. produktområde

Hurtigruten Norskekysten	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Salgsinntekter	1 919 170	1 919 170	1 919 170	1 919 170	1 919 170	1 919 170	1 919 170	1 919 170	1 919 170
Kontraktsinntekter	382 401	383 000	383 000	383 000	383 000	383 000	383 000	383 000	383 000
Driftsinntekter	2 301 571	2 302 170	2 302 170	2 302 170	2 302 170	2 302 170	2 302 170	2 302 170	2 302 170
Årlig vekst i %		4,60 %	4 %	2 %	-2 %	-1 %	-1 %	0 %	1,30 %
Endring i % fra baseår									0,03 %
<b>M/S FRAM</b>									
Salgsinntekter	267 980	274 680	282 920	282 920	277 261	274 489	277 234	280 006	282 806
Driftsinntekter	267 980	274 680	282 920	282 920	277 261	274 489	277 234	280 006	282 806
Årlig vekst i %		2,50 %	3,00 %	0,00 %	-2,00 %	-1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %
Endring i % fra baseår									5,50 %
<b>Spitsbergen</b>									
Salgsinntekter	191 297	199 000	206 960	210 064	210 064	212 165	214 287	216 430	218 594
Driftsinntekter	191 297	199 000	206 960	210 064	210 064	212 165	214 287	216 430	218 594
Årlig vekst i %		4,00 %	4,00 %	1,50 %	0,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %
Endring i % fra baseår									14,30 %
<b>Øvrig virksomhet inkl. Charter</b>									
Salgsinntekter	431 060	477 136	481 907	486 726	491 594	496 510	501 475	506 489	511 554
Kontraktsinntekter	203 668	204 000	204 000	204 000	204 000	204 000	204 000	0	0
Driftsinntekter	634 728	681 136	685 907	690 726	695 594	700 510	705 475	506 489	511 554
Årlig vekst i %		7 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	-28 %	1 %
Endring i % fra baseår									-19 %
<b>SUM Produktområder</b>									
Salgsinntekter	2 809 507	2 869 986	2 890 957	2 898 881	2 898 090	2 902 334	2 912 165	2 922 095	2 932 124
Kontraktsinntekter	586 069	587 000	587 000	587 000	383 000	383 000	383 000	383 000	383 000
Driftsinntekter	3 395 576	3 456 986	3 477 957	3 485 881	3 281 090	3 285 334	3 295 165	3 305 095	3 315 124

## Forenklet resultat (Stagnasjon Hurtigruten Norskekysten)

Resultatregnskap (forenklet)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Driftsinntekter	3 395 576	3 456 986	3 477 957	3 485 881	3 281 090	3 285 334	3 295 165	3 305 095	3 315 124
Driftskostnader	3 507 471	3 407 471	3 307 471	3 307 471	3 307 471	3 307 471	3 307 471	3 307 471	3 307 471
EBITDA	455 496	603 515	724 486	732 410	527 619	531 863	541 694	551 624	561 653
Avskrivninger	359 714	294 000	294 000	294 000	294 000	294 000	294 000	294 000	294 000
EBIT	95 782	309 515	430 486	438 410	233 619	237 863	247 694	257 624	267 653
Netto finansposter	213 402	260 000	260 000	260 000	260 000	260 000	260 000	260 000	260 000
Andel tilknyttede selskaper	22 475	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat før skatt	-117 620	49 515	170 486	178 410	-26 381	-22 137	-12 306	-2 376	7 653
Skatt		13 864	47 736	49 955					2 143
Res. Videreført virksomhet	-95 145	35 650	122 750	128 455	-26 381	-22 137	-12 306	-2 376	5 510